

# EL DISCURSO ECONÓMICO DE LA INVERSIÓN Y EL AHORRO EN COLOMBIA, ANALISIS Y PERSPECTIVAS\*

■  
Abel María Cano Morales  
Jahir Alexander Gutiérrez O.  
■

## ■ RESUMEN

Tanto el ahorro como la inversión son señaladas como las fuentes de riqueza más importantes para los países que pretenden forjar economías fuertes basadas más que en el comercio o el mercado, en las posibilidades industriales que dicha relación puede arrojar para un crecimiento económico sostenido. No obstante, algunas evidencias empíricas y reales rompen dicha relación, poniendo incluso en duda la complementariedad de dichas variables frente al ascenso económico de las naciones.

Por ende, el interés en este artículo radica en promover inquietudes constructivas en cuanto al manejo del discurso ambivalente que en ocasiones es utilizado para señalar la incidencia de estas variables sobre los países, ya que en medio de la movilidad de capitales y la destinación que estos toman existen otras fuentes de inversión que han desplazado al ahorro. Más aún, en sí mismo, el ahorro se presenta como una forma de inversión real y no monetaria: fuente para la consecución o formación de inversión

Precisamente, a fin de construir elementos necesarios para la revisión de estos comentarios, será analizado el comportamiento de la inversión y el ahorro en Colombia y en Medellín, tomado algunas de sus consideraciones de la investigación sobre los Determinantes de la Inversión en la Industria Manufacturera de Medellín.<sup>1</sup>

## ■ ABSTRACT

Both the Saving and the Investment are indicated as the most important sources of wealth for the countries that try to forge strong based economies more than in the commerce or the market, in the possibilities industrial that the above mentioned relation can throw for an economic supported growth. Nevertheless, some empirical and real evidences break the above mentioned relation; doubting even the complementarity of the above mentioned variables opposite to the economic ascent of the nations.

Therefore, the interest in this new paragraph takes root in promoting constructive worries as for the handling of the ambivalent speech that in occasions is used to indicate the incidence of

---

\* Fecha de recepción: febrero 21 de 2005. fecha de aprobación: mayo 31 de 2005.

Este artículo presenta una breve descripción de los hallazgos analizados en el desarrollo del proyecto de investigación: determinantes de la Inversión del Municipio de Medellín y el Área Metropolitana 1970-2003. Grupo de Investigación Contaduría Pública Universidad de Medellín y financiado con recursos de la propia institución.

these variables on the countries, since in the middle of the capital mobility and the destination that these take there exist other sources of investment that they have displeased to the saving, even more in yes same, the saving presents itself as a form of real and not monetary investment: source for the attainment or formation of investment.

Precisely in order to construct elements necessary for the review of these comments, there will be analyzed the behavior of the investment and the saving in Colombia and in Medellín, taken some of his considerations of the investigation on the Determinants of the Investment in the Manufacturing Industry of Medellin that even is current.

**Palabras clave:** Ahorro, Inversión, Efecto Expulsión, Brechas Económicas y Políticas Económicas, Formación Bruta de Capital, Renovación.

**Key Word:** Saving, Investment, Expulsion Effect, Economic and Political breaches, Gross formation of Capital.

## INTRODUCCION

La banca de inversión en Colombia es frágil porque depende del mercado de capitales, que también es frágil. Sin embargo, las actividades realizadas por algunas corporaciones financieras tienden a rescatar el tiempo perdido, mostrando una activa presencia en los ámbitos local e internacional. Vale la pena resaltar que en la creación de las corporaciones financieras en 1957, mediante el decreto 336, dentro de sus objetivos estaba el desarrollar actividades de banca de inversión. No obstante sus intervenciones iniciales estuvieron dirigidas al mercado crediticio, al Merchant Banking en el fomento, a la participación directa en ciertos proyectos productivos y a prestar tímidamente otros servicios financieros.

Sólo en los últimos 5 años se ha comenzado a incorporar con más dinamismo el portafolio de productos de la banca de inversión.

La inversión de capitales y su sostenido crecimiento son los mayores retos de las

economías en proceso de desarrollo. En Colombia, los empresarios han impulsado, en medio de difíciles coyunturas monetarias, cambiarias, financieras, y macroeconómicas un campo esencial: la reconversión industrial.

Hace dos décadas se notó el interés de las corporaciones financieras para asumir las funciones propias de un banquero de inversión, mas el "cortoplacismo" que las caracteriza en la intermediación financiera institucional, las llevó adecuar sus estrategias y productos a las condiciones del mercado, pero la última reforma financiera (ley 510 de agosto 3 de 1999) les dio un nuevo impulso para vincularse a este ramo, luego de previos ajustes para ejercer como asesores de inversión.

Aún así, en el País funcionan varias empresas especializadas en este tipo de operaciones con productos y servicios que son fundamentales para la recomposición empresarial y el conocimiento socio-económico: estructuración de capital que incluye emisión y colocación de acciones,

bonos y papeles comerciales de entidades públicas y privadas; valoración de empresas para compra y venta; fusiones y adquisiciones; reestructuración de deuda; acuerdo entre socios; estrategia de crédito y conocimiento; estructuración de procesos de titularización; asesorías financieras y promotores de proyectos de inversión dentro y fuera del país.

El banquero de inversión es un experto en la innovación de opciones financieras utilizadas para financiar planes de expansión y proyectos de inversión de las empresas comerciales, productoras y bienes y servicios, y del sector público, y trabaja bajo dos principios estrictos: confianza y confidencialidad. En su proceso de asesoría, requiere tener acceso a toda la información necesaria en la cual existe el compromiso de alta reserva de la misma para ejercer una asesoría exitosa. En el área de compraventa de compañías, por ejemplo, asesora a una de las partes interesadas, sea el comprador o el vendedor, generando así la confianza respectiva del cliente.

## REFLEXIONES Y APROXIMACIONES SOBRE INVERSIÓN

En definitiva, cómo percibimos hoy las promesas de que ocurran cada uno de los posibles resultados de la inversión es lo que nos llevará a decidir si prestar nuestros ahorros o no.

A partir de esta reflexión se comienza a esbozar el por qué del principio de que a mayor riesgo corresponde una «tasa de retorno» mayor.

¡Correcto! Así planteado hasta parece obvio. Efectivamente, la necesidad de una promesa de mayor retorno para inversiones de mayor riesgo es así porque sencillamente una

expectativa de mayor riesgo implica un abanico de posibles resultados más amplio que el abanico correspondiente a una de menor riesgo.

Precisamente es por ello que la tasa que se le ofrece al inversionista por la alternativa de inversión más riesgosa debe ser necesariamente mayor que la de una de menor expectativa de riesgo. Pero en «promedio» los rendimientos esperados de ambas deben ser equivalentes. Y ¿para qué es necesario que los rendimientos promedio esperados sean equivalentes? Para que sean indiferentes.

Si no lo fueran, optaríamos siempre por la inversión de mayor rendimiento promedio esperado. La inversión que pierda en esa elección deberá aumentar su «retribución» para mejorar su rentabilidad promedio esperada, hasta que encuentre alguien que la prefiera.

Esto es así porque sencillamente las distintas alternativas de inversión «compiten» entre sí por los fondos disponibles en el mercado, y es precisamente porque «compiten» por lo que se necesita establecerles un rango para que actúen a pleno de las fuerzas invisibles del mercado. Si no, ¿con qué criterio se elige cuándo efectuar una inversión?

Todo inversionista debería, en principio, ser indiferente ante alternativas de inversión que, para un mismo plazo, ofrecen expectativas de retorno promedio equivalentes.

Ahora bien, ¿cuál es el nivel de esa tasa esperada de rendimiento promedio? El nivel de esa tasa, que el mercado llama «tasa libre de riesgo», es aquella que se le reconoce a una inversión considerada como extremadamente segura.

Sería algo así como la «tasa natural de interés» en cada momento que el mercado exige para «compensar» la decisión de resignar un consumo presente por un plazo determinado a cambio de un mayor consumo seguro a futuro. Sin riesgo (aunque ya no seamos tan permeables como para creernos eso de «seguro»). Otros la llaman «costo de oportunidad» de diferir consumo.

Pero independientemente del nombre con la que se la identifique, lo relevante es conocer que en cada momento existe una tasa libre de riesgo que es el piso para todas las demás. Y ese piso es movable y depende de las circunstancias del mercado, simplemente de la oferta y la demanda.

En conclusión: la estrecha relación que existe entre el riesgo y el retorno de una inversión es el combustible que alimenta el mercado todos los días, y el que permite que exista y sea dinámico.

Desconocer sus fundamentos es un grave error que se paga caro (y seguramente con algo más importante que el dinero: «el estrés»). Conocerlo, y entenderlo desde sus fundamentos, hace mucho por el convivir y el disfrutar del fascinante mundo de las inversiones. Y ayuda a evitar «sufrimientos innecesarios» cuando las cosas no salen como uno quisiera.

Porque si el camino nos llevara al estrés, ¿tendría sentido?, probablemente no. Pero bien, comprendiendo ya qué significa invertir, el por qué de la tasa de interés y de la inevitable convivencia con el riesgo, es tiempo de comenzar a analizar cuáles son las diferentes alternativas de inversión, y los determinantes con los que nos enfrentamos diariamente y que influyen en una decisión de inversión.

Para romper el equilibrio y la tranquilidad que venían reinando, comenzaremos

diciendo que así como «la suma» es la única operación matemática que existe y de la que todas las demás se derivan, el «préstamo» es la única alternativa que existe en el mundo de las inversiones y de la que todas las demás se derivan.

En matemáticas, la «resta» es una suma donde uno de los números es negativo. La «multiplicación» es una sucesión de sumas. La «división» es una multiplicación de números fraccionarios. Y así todas las demás. En inversiones pasa lo mismo.

El desafío es entenderlas así y, cuando esto sucede, automáticamente todas ellas se vuelven «fáciles».

Pero mantengamos la disciplina y empecemos enumerando los distintos tipos de inversiones financieras que componen el menú del mercado.

En primer lugar, tenemos las alternativas de inversión denominadas «Bancarias Tradicionales». Éstas son las más comunes y simples.

Los típicos son los distintos tipos de depósito que hacemos en los bancos: cuentas de ahorro, cuentas corrientes y plazo fijos (CDT, CDAT). El banco reconoce un «interés» por nuestro gentil gesto de «prestarle» nuestro dinero, dinero que utilizará para «prestárselo» a otros individuos, empresas o gobierno. El banco intermedia, entonces, entre quienes tienen ahorros y los que necesitan fondos. El riesgo es la solvencia del banco para devolvernos el dinero prestado.

¿Recordarán lo de la relación directa que existe entre el riesgo y la tasa esperada?, ¿y que para motivar al inversionista se ofrecen mayores tasas para así «promediar» mejor?

Se entiende, entonces, que ciertamente la mejor tasa ofrecida no es necesariamente la

mejor opción. Bien, de este tipo de instrumentos se dice que son activos de «alta liquidez» porque una vez realizada la inversión su posibilidad de recuperación es inmediata y a voluntad nuestra. Salvo en el caso de los depósitos a plazo, el resto son exigibles sin restricciones y con la sola decisión del depositante.

La «compensación» por esos depósitos varía entre distintas entidades, pero son generalmente las más bajas del mercado.

Tenemos entonces que una primera familia de alternativas de inversión son los productos tradicionales que ofrecen los bancos: líquidos, de corto plazo y bajo retorno, y riesgo.

En una segunda categoría de instrumentos financieros podríamos ubicar a los propios del «Mercado de Dinero» o «Money Market». Estos son «préstamos» a bancos, empresas o gobiernos, generalmente por plazos menores a un año. A pesar de que el «emisor» no va a devolver los fondos hasta el vencimiento del instrumento, en ciertos casos son instrumentos que se pueden «comprar/vender» en el mercado durante la vida del préstamo. En otras palabras, tienen un «mercado secundario» en el cual venderlos (o comprarlos) y recuperar el dinero prestado antes de su vencimiento. ¿A qué precio? Y, depende de quién sea el deudor de esos fondos (denominado

«emisor» del instrumento), del producto, y de las condiciones del mercado. Los productos típicos de esta categoría son las Letras del Tesoro, los Papeles Comerciales, y los Pases o «Repos», entre otros.

Típicamente, las tasas de interés que se pactan son nominalmente más altas que las de la categoría anterior.

Y la tercera categoría de inversión diríamos que es aquella que hacen directamente los inversionistas cuando quieren fondear empresas, constituir las, o financiar nuevos proyectos de inversión, pero es aquí donde el riesgo llega a su punto máximo, puesto que estas inversiones son de largo plazo y por lo tanto el retorno esperado debe ser mayor, ya que existe una expectativa más amplia de poder recuperar la inversión; por lo tanto, en este tipo de inversiones, se conjugan variables endógenas, que pueden ser controladas fácilmente por el receptor de la inversión, pero igualmente existen variables exógenas, las cuales no pueden ser controladas tan fácilmente, y es allí donde el inversionista entiende que puede perder su inversión. Por lo tanto, relacionaremos estas variables con los determinantes que se pueden presentar para que los inversionistas coloquen sus recursos en el largo plazo. Es aquí donde se hace necesario conocer el contexto en el que se conjugan las inversiones en un país.

Cuando hablamos de variables exógenas, debemos reflexionar en torno a cuáles son, y cómo se relacionan con los determinantes para que se configure la inversión. Pues bien, empezaremos por decir que dichas variables no son otras que la inflación, la devaluación, la tasa de cambio, y las políticas gubernamentales que intervienen directamente en las inversiones; por supuesto, también tenemos que hacer alusión a los problemas de orden público, y a la falta de un Estado que proteja

■

**En otras palabras, tienen un «mercado secundario» en el cual venderlos (o comprarlos) y recuperar el dinero prestado antes de su vencimiento.**

■

a sus empresarios (inversionistas). Todas estas variables, unidas a factores tales como la falta de transparencia en la justicia, la violencia, la corrupción, el secuestro, el boleteo y los manejos ilícitos, entre otros, y desde el punto de vista legal, la falta de una legislación tributaria fuerte, que no esté cambiando constantemente, son los que configuran los llamados determinantes de la inversión en un país, región o localidad.

En razón a lo anteriormente expuesto es que podemos decir que los inversionistas se van de nuestro país, a causa de que es evidente la falta de seguridad, estabilidad y seriedad en el manejo fiscal, por lo tanto prefieren retirarse de nuestra economía, porque por una parte tienen que estar expuestos a ser objeto de secuestros, de extorsiones, boleteo y, por otra parte, deben pagar unos impuestos que cada vez cambian y que no les garantizan una estabilidad para ellos, sus empresas y sus familias.

Como se puede apreciar en el transcurso de estas líneas, la situación para nuestros empresarios no es nada halagüeña, esto sin tomar en cuenta a los inversionistas extranjeros, que ante las constantes noticias de la violencia que se vive en nuestro país optan por llevarse sus inversiones, o en ni siquiera pensar que algún día podrán traer sus inversiones a nuestro país.

Pero no todo es malo, ya que al efectuar un análisis exhaustivo de la inversión en Colombia, es necesario hacer retrospectiva para comprobar que desde la misma década de los cincuenta, con la existencia de los parámetros de fomento vía créditos dirigidos a la creación de empresas que coadyuvaron a la aparición de los componentes industriales sectoriales en el país. Todo esto en medio de la entronización de las ideas Keynesianas de gasto público, a favor de la formación de capital bruto creciente de las empresas, además que el modelo de sustitución de importaciones así lo afianzaba<sup>2</sup>.

Por su parte, en cuanto a preocupaciones de carácter inflacionario, no existían, porque precisamente el aumento de los medios de pago daba pie para continuar posiblemente en medio de un velo del dinero, asimismo que la no dependencia externa en cuanto a la tasa de cambio possibilitaba dicha percepción, a causa de la ausente presión alcista sobre los precios internos que podría ocasionar una alta devaluación.

No obstante, contrario a lo que por motivos de especulación podría apreciarse, desde el Estado colombiano se habían sentado las bases necesarias para que la industria encontrara apoyo, además de los elementos necesarios para permitir la entrada en vigencia de un aparato fuerte en lo administrativo<sup>3</sup>, que lograra brindar confianza a los inversionistas, de manera tal que encontraran una justa retribución por los impuestos que estos pagan, además que les garantizara una libertad de inversión, sin las presiones generadas por la violencia, la falta de incentivos, seguridad y medidas gubernamentales que permitan un pleno desarrollo económico del país, con las consecuencias positivas que esto trae (pleno empleo, estabilidad económica, diversidad de alternativas, entre otros).

Lo que tratamos de establecer con esta investigación de manera preliminar, es verificar si variables como corrupción, debilidad en el sistema judicial y falta de controles por parte de las entidades del Estado, aparte de las anteriormente mencionadas, se pueden considerar como determinantes, para evaluar cómo influyen en la inversión y en la toma de decisiones de los inversionistas.

Nuestro país ha seguido muy de cerca la corriente liberal y ha abierto considerablemente su economía. Hasta principios de la década de los ochenta, Colombia mantuvo

una intervención estatal y un bajo perfil. La tributación se volvió más regresiva al depender del impuesto al valor agregado (IVA), pero ello no implicó una descarga del impuesto a la renta que siempre constituyó una pequeña parte del recaudo tributario de aproximadamente un 3 o 4% del PIB, y que pagaron cumplidamente sólo los asalariados profesionales a los que se les efectúa la conocida retención en la fuente. De esta manera se continuó presentando una enorme evasión y elusión de impuestos. Más que abrir la economía, lo que ocurrió fue la legalización de la economía subterránea: libertad de cambios y de importación y dejar de penalizar las operaciones como el movimiento de capitales y el contrabando, que en la práctica florecieron antes sin control alguno.

En los inicios del tercer milenio, se puede afirmar que el país está lejos de la felicidad después de un siglo de desarrollo capitalista, dividido entre los que lo tienen todo y los que nada tienen, entre campesinos y terratenientes, entre patronos y trabajadores, entre ejército, paramilitares y grupos guerrilleros, entre Estado y narcoterrorismo. El país se enfrenta, además, a condiciones de lento crecimiento, muchas veces de un estancamiento total, y un creciente deterioro de la calidad de vida de sus ciudadanos.

Medellín, con su área metropolitana, es la ciudad que más sufre el flagelo de la inseguridad, el secuestro, el boleteo y el crimen organizado, que amenaza a los grandes empresarios y propietarios, mientras que el desempleo y el subempleo azotan a los más desposeídos. Durante 1984 el desempleo llegó a una tasa del 14% de la población activa, y veinte años después, 2004, tenemos un índice de desempleo del 13,4%, sumado a un 26,9% de la población que se encuentra subempleada; esto sin contar que en todo el país más del 52% de la población activa se encuentra en el sector informal con bajos índices de mecanización y regularidad de tareas, produciendo muy pocos excedentes. Y casi un 45% de la población urbana del país vive bajo la línea de pobreza absoluta.<sup>5</sup>

Este panorama ha provocado, por una parte el freno a la creación de nuevas empresas, y por otra, al retiro de algunos inversionistas que temen caer secuestrados o muertos por no acceder a pagar las vacunas que les imponen los violentos. Ello da pie al nacimiento de una nueva política de inversiones, impuesta por el narcotráfico que crea empresas de papel y se empieza a vincular con el sector productivo y financiero del país con las consabidas consecuencias. **(Ver Cuadro No. 1** Sociedades disueltas, constituidas, aumentos de capital e inversión neta)

## CUADRO No. 1

Sociedades disueltas, constituidas, aumentos de capital e Inversión Neta  
CAMARA DE COMERCIO DE ABURRA SUR, MEDELLIN Y ORIENTE ANTIOQUEÑO  
1998 – 2003

GRUPOS POR ACTIVIDAD ECONOMICA	1998		1999		2000		2001		2002		2003	
	Número	Capital \$(000)	Número	Capital \$(000)	Número	Capital \$(000)	Número	Capital \$(000)	Número	Capital \$(000)	Número	Capital \$(000)
<b>SOCIEDADES CONSTITUIDAS</b>												
Agropecuario	63	24.840.847	81	2.652.670	73	10.958.125	73	15.255.234	85	3.216.556	101	43.748.469
Explotación de minas y canteras	14	272.500	12	954.000	15	418.000	18	555.820	25	4.609.002	28	2.508.943
Industria manufacturera	480	20.143.883	340	19.095.498	506	13.572.284	530	12.523.887	548	13.309.115	676	47.772.463
Electricidad, gas y agua	18	130.000	70	174.900	29	216.100	10	170.500	14	568.200	9	461.000
Construcción	169	8.184.124	103	2.598.634	92	5.434.872	138	2.214.008	169	3.322.503	183	39.573.136
Comercio, rest. y hoteles	849	18.556.530	787	13.789.722	1.033	20.846.212	1.091	24.430.963	996	22.308.511	981	130.147.038
Transporte y comunicaciones	104	13.748.270	98	5.194.854	111	8.548.074	176	4.747.144	155	11.636.546	220	14.976.000
Seguros y finanzas	645	34.311.046	565	25.653.831	699	22.689.420	695	24.242.428	774	61.761.030	781	113.052.307
Servicios	205	8.272.737	196	2.696.362	259	23.977.579	247	4.864.167	181	3.706.962	262	1.264.089
<b>TOTALES</b>	<b>2.547</b>	<b>128.459.937</b>	<b>2.252</b>	<b>72.810.471</b>	<b>2.817</b>	<b>106.660.666</b>	<b>2.978</b>	<b>89.004.151</b>	<b>2.947</b>	<b>124.438.425</b>	<b>3.241</b>	<b>403.503.444</b>
<b>REFORMAS DE CAPITAL</b>												
Agropecuario	49	8.780.443	43	10.531.158	22	10.976.979	15	8.228.182	34	(17.460.763)	43	16.761.979
Explotación de minas y canteras	15	2.131.034	10	1.239.665	7	13.325.102	8	29.812.544	11	(2.661.373)	13	2.237.773
Industria manufacturera	213	31.098.415	141	21.652.721	149	5.295.634	165	63.869.376	243	52.229.870	230	64.341.429
Electricidad, gas y agua	6	825.204	2	182.700	0	0	5	-21.920.686	4	4.085.801	7	(2.329.600)
Construcción	43	5.124.919	40	5.352.603	22	2.272.885	17	895.388	42	8.264.814	42	61.463.796
Comercio, rest. y hoteles	281	24.835.718	217	19.492.843	202	25.321.926	191	12.657.663	308	(6.546.320)	317	54.163.557
Transporte y comunicaciones	50	17.289.801	42	-56.875.426	46	2.752.657	52	405.620	70	11.851.420	70	36.894.143
Seguros y finanzas	192	22.686.496	150	22.852.228	111	7.391.000	105	9.084.271	243	27.573.648	288	77.708.969
Servicios	67	20.941.106	49	7.086.054	54	13.245.801	50	6.406.102	43	4.416.802	66	22.258.600
<b>TOTALES</b>	<b>916</b>	<b>133.713.136</b>	<b>694</b>	<b>31.514.546</b>	<b>613</b>	<b>80.581.984</b>	<b>608</b>	<b>109.438.460</b>	<b>998</b>	<b>81.753.899</b>	<b>1.076</b>	<b>333.500.645</b>
<b>SOCIEDADES DISUeltas Y LIQUIDADAS</b>												
Agropecuario	36	1.636.194	56	2.931.580	41	2.002.943	26	826.199	35	1.878.727	33	2.978.212
Explotación de minas y canteras	10	365.543	16	911.317	9	787.877	5	97.000	9	323.407	11	355.969
Industria manufacturera	219	10.890.489	213	9.570.133	180	6.498.130	153	7.621.789	144	6.478.555	290	16.994.598
Electricidad, gas y agua	2	9.713.361	6	135.800	2	58.000	15	53.049	4	471.324	4	1.300
Construcción	97	16.968.759	125	6.543.803	78	3.817.506	53	5.017.928	41	1.324.380	59	14.472.293
Comercio, rest. y hoteles	469	16.452.567	504	14.603.868	374	7.452.613	342	10.737.437	422	11.198.032	391	11.004.703
Transporte y comunicaciones	39	951.455	51	5.519.185	33	43.159.406	26	326.527	49	1.281.355	43	1.213.488
Seguros y finanzas	422	22.722.578	407	12.158.596	314	9.696.795	243	10.506.394	333	11.464.773	353	19.403.479
Servicios	120	5.566.327	104	3.880.716	78	670.549	79	1.762.789	84	754.963	84	940.023
<b>TOTALES</b>	<b>1.414</b>	<b>85.267.273</b>	<b>1.482</b>	<b>56.254.998</b>	<b>1.109</b>	<b>74.143.819</b>	<b>942</b>	<b>36.949.112</b>	<b>1.121</b>	<b>35.175.516</b>	<b>1.268</b>	<b>67.364.065</b>
<b>INVERSIÓN NETA (1)</b>												
Agropecuario	...	31.985.096	...	10.252.248	...	19.932.161	...	22.657.217	...	(16.122.934)	...	57.532.236
Explotación de minas y canteras	...	2.037.991	...	1.282.348	...	12.955.225	...	30.271.364	...	1.624.222	...	4.390.747
Industria manufacturera	...	40.351.809	...	31.178.085	...	12.369.788	...	68.771.474	...	59.060.430	...	95.119.294
Electricidad, gas y agua	...	-8.758.157	...	221.800	...	158.100	...	-21.803.235	...	4.182.677	...	(1.869.900)
Construcción	...	-3.659.716	...	1.407.434	...	3.890.251	...	-1.908.533	...	10.262.937	...	86.564.639
Comercio, rest. y hoteles	...	26.939.681	...	18.678.697	...	38.715.525	...	26.351.189	...	4.564.159	...	173.305.891
Transporte y comunicaciones	...	30.086.616	...	-57.199.757	...	-31.858.675	...	4.826.237	...	22.206.611	...	50.656.655
Seguros y finanzas	...	34.274.964	...	36.347.463	...	20.383.625	...	22.820.306	...	77.869.905	...	171.357.797
Servicios	...	23.647.516	...	5.901.700	...	36.552.831	...	9.507.480	...	7.368.801	...	32.582.666
<b>TOTALES</b>	<b>...</b>	<b>176.905.800</b>	<b>...</b>	<b>48.070.018</b>	<b>...</b>	<b>113.098.831</b>	<b>...</b>	<b>161.493.499</b>	<b>...</b>	<b>171.016.808</b>	<b>...</b>	<b>669.640.024</b>

Nota: La Inversión Neta (1) es Igual a Capital Constituido más Capital reformado – Capital liquidado. Incluyendo los cambios de Domicilio.

Las Sociedades Colectivas, incluyen a las sociedades extranjeras y las asociativas.

Fuente: Cámara de Comercio de Medellín, Aburra Sur, y Oriente Antioqueño.

Información Tabulada por Planeación y Desarrollo, Cámara de Comercio de Medellín.

## CONTEXTO GENERAL DE LA INVERSIÓN EN COLOMBIA

“Me duele con mayúscula la patria, me duelen sus desgracias impresas en mis trajes y sus asesinatos derramados como tinta en mi pobre camisa de tipógrafo.

**CARLOS CASTRO  
SAAVEDRA**

Desde que las cuentas nacionales fueron desagregadas a raíz de las transformaciones económicas internacionales, obligadas precisamente por la liberación comercial, el desmantelamiento del patrón de cambio internacional atado al dólar vs. oro, a mediados de los años sesenta y setenta, son evidentes los múltiples contextos que han aparecido a fin de interpretar el comportamiento económico de los países por segmentos o parámetros, pero a su vez, como respuesta a criterios generales con relación al desempeño de las variables económicas individuales que lo determinan.

El PIB (Producto Interno Bruto), como máximo indicador macroeconómico de criterio analítico, ha dado paso a las variables que lo componen a fin de mostrar por sesgos, pero sin reparos, las formas como la economía en general acoge o recibe la percepción de los agentes económicos reales, aunando a ello que más que una cuenta de resultados o de balance económico para un país muestra el real entorno de sus condiciones. Compuesto por el consumo agregado, el gasto público, la inversión y la balanza de pagos, el PIB no es una cuenta que en exclusiva es determinada; ella también ejerce influencia correlacional sobre aquellas que lo constituyen, pero la preocupación no se fundamenta en de qué está comprendido o no el PIB sino en la importancia presentada en todas y cada una de las variables que le acompañan como lo es la inversión<sup>4</sup>.

Formación bruta de capital, renovación, equipamiento, reconversión, generación de ganancias futuras pueden ser, entre otras, las formas a las que puede apelarse para señalar qué es inversión, pero un factor para que esto sea certero es precisamente ir descartando lo que no permite que ciertos flujos de dinero sean apreciados como tal, así:

- El crédito, dispuesto como capital de inversión, no es tomado como tal en el ámbito internacional ya que es apreciado como deuda.
- La no liquidación de utilidades de las empresas tampoco es considerada como reinversión, porque ya no constituye una cuenta de capital sino de formación de ganancia que debe ser dirigida al consumo, porque de devolverse o reintegrarse a la empresa podría generar escenarios especulativos desde la misma, a causa de que la esperanza de ganancia sería mayor a la recibida inicialmente.
- El crecimiento de la planta física interna y externamente, epicentro en el que emergen como parámetros las condiciones de oferta o demanda, pero también las relaciones territoriales relacionadas con los grados de convergencia o divergencia regional frente a las barreras del mercado y las características generales de la economía.<sup>5</sup>
- Los pagos por mantenimiento de inventarios o bodegas, puesto que son recursos que salen hacia frentes de gasto y no de consumo, ya que es la forma negativa de subsidiar el exceso de oferta o de pagar administrativamente el descenso de las ganancias en el mercado, por cuanto más que un atractivo contable es un fiel reflejo de las particularidades ambivalentes de la economía a la hora de medir los resultados empresariales con

los económicos, circunstancia que de lleno indica que no siempre las alteraciones económicas tienen por qué repercutir en las empresas internamente.

- Los pasivos y pagos de deudas administrativas o institucionales como mecanismos de re-financiación o acogimiento a fondos o dinero de fomento, debido a la indexación de los recursos que inciden en la baja ganancia y al pago del capital por el capital, es decir que, la inversión en el tiempo es cero.
- Las cartas crédito sometidas o presentadas al escrutinio exterior para acceder a dineros extranjeros, elemento que de pronto choca con conceptos como banca de inversión o mesas de dinero, dado que el fin del proceso es colocar dinero en el mercado, no depositarlo, es decir, en estas alternativas la ganancia está por encima de cualquier beneficio a las empresas vía tasas de interés porque actúan como un subastador en donde lo que importa es el precio y no el manejo o disposición última del dinero (Walras).

Después de las crisis de oferta suscitadas en los periodos de 1927 a 1934, y gracias a la vigente presencia intelectual de la escuela dominante, es la inversión la variable que más preocupa a propios extraños. Los motivos que conducen a tal señalamiento tienen que ver con el agotamiento del esquema del Estado de Bienestar, vapuleado por su mejor y más allegado instrumento: El gasto público, desde el cual fue exagerado su uso en contravía de la tendencia que el mercado llevaba en pro de los equilibrios a fin de sacar las economías en avanzada en corto tiempo, so de pena que la inversión pública saliera del círculo económico a medida que la economía de mercado reaccionara ante el impulso de las maniobras del estado dirigidas a mejorar las difíciles situaciones reales como el descenso

de la producción industrial, y la desalentadora cifra de desocupados.

Con la doctrina keynesiana fue indicado el papel que cumpliría el gasto público que, incluso, tomó visos de inversión por cuanto las condiciones económicas para la instancia de la crisis del 29 así lo consideraban, a la luz del descalabro económico y financiero suscitado en dicho pasaje histórico. Pero en pocas ocasiones ha sido rescatada la importancia de los estados en la reconversión, mejoramiento y marcha de los marchitados escenarios industriales existentes, hacia la redirección de las relaciones y funciones productivas de los sectores en pro de las mejoras en las características de inversión en general, y en los mismos sectores económicos.<sup>6</sup>

La política del gasto público dirigida hacia la inversión fue la característica particular por muchos años durante la segunda mitad del siglo 20, en especial para los países hoy desarrollados, a diferencia de sus contrapartes, por cuanto mientras los primeros usaban sus propios recursos, los segundos eran sujetos del crédito internacional o de inversiones foráneas cuyas inclinaciones estaban supeditadas a su propio pensar, pero no en el país en desarrollo que les recibía sus recursos. Dichas inversiones tuvieron como destino sectores enclave.<sup>7</sup>

Precisamente con la crisis de los años 20, la brecha entre la destinación o predisposición de las inversiones fue mucho más evidente. A instancias de que el descalabro financiero ocurrió en los países de mayor protuberancia económica como Inglaterra, Estados Unidos, Alemania y Francia, entre otros, la situación develó la realidad de los países en vías de desarrollo que, por demás, se habían dedicado a la institucionalidad económica más que a la consumación de un mercado o una plaza económica reconocida a escala mundial.

El colapso sólo demostró la ausencia de condiciones industriales en los países en desarrollo, pero también que a falta de interés interno, el sector externo daba cuenta con su presencia en frentes de mayor peso o remuneración, distintos a las aleatorias ganancias provenientes de exaltaciones de los precios de los bienes primarios.<sup>8</sup>

América Latina, África e incluso algunos países de Oceanía fueron convertidos en las despensas económicas para los países desarrollados, los cuales autónomamente dispusieron las tareas económicas a las cuales se dedicarían los países menos desarrollados. Entre estas tareas, la más apreciada era el suministro de materias primas, mientras que ellos enviarían bienes y productos terminados como si se tratará de una situación de recompensas o equilibrios.<sup>9</sup>

Con el inicio de la segunda guerra mundial, se suspendió la importación de equipos y maquinaria. Si antes de la contienda la inversión era difícil de observar, ahora sí que más, ya que a raíz de los acontecimientos, las empresas, agremiaciones y multinacionales decidieron protegerse o ampararse de los altibajos macroeconómicos haciendo inversiones o desembolsos de recursos en otros renglones no propiamente productivos, pero sí relacionados con las mismas necesidades de financiamiento o producción de ahorro propio para no incurrir en moras o incumplimientos en sus compromisos internacionales. Aparece, entonces, la inversión institucional, poco estudiada hasta el momento pero que abre otra puerta en el estudio de esta temática.

La inversión institucional proviene precisamente de las hoy comunes formaciones empresariales llamadas Holding o Grupos Económicos que han entrelazados sus brazos y recursos para obtener objetivos comunes pero a la vez mancomunados en países en

donde tienen intereses o desean realizar nuevas inversiones. Esta situación ha dificultado reconocer el origen, la disposición y el destino final de dicha variable flujo, porque en los consolidados es tomada como una misma cuenta por parte de estas organizaciones, ya que para lo correspondiente a la información general lo elevan a la globalidad cuando el interés se cierne en lo micro. Eventualmente esta situación fue más elocuente con el decaimiento de las principales bolsas del mundo a causa del subregistro informativo presentado en algunas de las principales compañías de los países desarrollados en diferentes sectores económicos como los de comunicaciones, agrícolas, energéticos, telecomunicaciones y manufactura que develaron el real ocultamiento o poca observancia de los flujos en las compañías en el mundo, suceso que implicó la revisión de los esquemas y técnicas de seguimiento a los recursos de inversión en todo el mundo, pero esto no salvo a la mayoría de bolsas de valores en el mundo a un descalabro que tardó años en resolverse y aún está en proceso de investigación porque un episodio similar había ocurrido en Estados Unidos con los afamados título de crash bursátil.

## **POLÍTICAS ECONÓMICAS E INVERSIÓN EN COLOMBIA 1970- 2003**

La reorientación gradual de las discusiones hacia los temas relacionados con el ahorro y la inversión refleja, así, no sólo una tendencia de las controversias económicas sino, ante todo, la confianza de la mayor parte de los analistas en que el proceso de crecimiento que se inició en 1986 puede ser la antesala de una nueva fase de expansión económica sostenida.

El análisis de estos temas tiene amplios antecedentes en el país. Los determinantes de la inversión y, en particular, de la inver-

sión industrial han sido estudiados ampliamente en el pasado. El ahorro ha sido objeto de mucha menos atención y, por ello, no es sorprendente que en torno a él se tejan muchos mitos y aún se repitan sistemáticamente aseveraciones que carecen totalmente de asidero empírico. ”<sup>10</sup>

Son comprendidas las razones por las cuales es admitida la presencia del Estado en la economía cuando acontecen shocks económicos internacionales que afectan el desempeño de los países, pero también cuando éste hace presencia en el ámbito sectorial en alguna actividad productiva, a fin de procurar mejoras o promover avances en ellas, dentro y fuera de sus mercados naturales. Algunos autores discuten el grado de presencia estatal sobre la base de los niveles de desarrollo de los países, pero en realidad la discusión depende del tamaño de las economías y, por ende, de la participación que tienen éstas en el concierto económico global, pues, a mayor nivel de apertura o focalización económica externa más se hace indispensable la presencia del Estado, pero en detalle este no es el tema de inquietud.<sup>11</sup>

Precisamente el interés radica, de alguna manera en este primer epígrafe, en revisar con perspicacia el papel que pudo haber desempeñado la “estrategia” estatal colombiana en materia, más que en el comportamiento económico, en el desenvolvimiento de un componente vital para el mismo, como lo es la inversión. En primera instancia, el enfoque partirá de la percepción general para dar paso a la observación del tema en virtud de la industria manufacturera de carácter nacional como bastión que puede dar luces del comportamiento de la inversión sin discriminación sectorial.

La política económica es entendida como la intervención que en materia económica hace el Estado cuando busca o pretende que en

la macroeconomía se presente, cambie o se altere un fenómeno, a fin de cumplir con las funciones encomendadas a él; son ellas:

1. Asignar recursos.
2. Estabilizar la economía.
3. Distribuir riqueza.
4. Fomentar el crecimiento económico para el Desarrollo.

Dichas funciones precisamente son realizadas a través de la aplicación de una serie de políticas que componen la política económica. Esta serie de políticas son:

1. Política Fiscal: Encaminada al manejo de los Ingresos, gastos y transferencias a los gobiernos tanto nacional como a unidades descentralizadas.
2. Política Monetaria: Cedida por Constitución en muchos países a la banca o autoridad central, conocida como Banco de la República para el ámbito colombiano, o Reserva Federal para el estadounidense, desde la cual son emitidos, controlados y suministrados los medios de pagos en dinero o especies en divisas.
3. Política Cambiaria: Destinada al control, consecución y disposición de recursos en divisas extranjeras, a cargo en ocasiones del Banco Central, cuando es manejada a través de sistemas cambiarios, dolarización o sistemas mixtos, o por las libres fuerzas del mercado, en lo que respecta a un mercado flexible o flotante.

Estas políticas determinan otras como la comercial, de inversiones, sectoriales, financieras, industriales, crediticias etc., que en conjunto influyen para los cambios de tendencia o alteraciones de la inversión y que finalmente inciden en la decisión final sobre la misma en cuanto a que se realice o no.

La literatura da buena cuenta del criterio con que ha sido manejada la relación inversión

■

**Durante 1968 – 75 la agricultura comercial de exportación recibió un impulso sin precedentes (algodón, azúcar, banano, flores, etc.) y se empezaron a realizar las primeras exportaciones de manufacturas de gran escala.**

■

– políticas económicas, en cuyos antecedentes antes que nacionales, se advierte la presencia internacional, particularmente de Inglaterra y Estados Unidos, consecuentemente con los episodios de transformación histórica de la República de Colombia en nación política a la vez que económica. Las explotaciones, a escala productiva, relacionadas con carbón, caucho, petróleo, oro, níquel, añil, banano fueron los componentes de mayor importancia para estas potencias.

Posiblemente un elemento fundamental para que las relaciones productivas del país no fuesen el interés principal de las potencias radicaba, precisamente, en el desinterés de los nacionales por actividades industriales, a excepción de las textileras en gran parte de los territorios antioqueño y cundiboyacense. La explotación agraria estaba a la cabeza de las actividades productivas en el país, además, el armazón vigente creado por los comerciantes, apoyados con recursos del propio Estado, no permitía otra cosa más que pensar en la inversión extranjera a fin de con ella misma acceder a los bienes y servicios foráneos.

Sin embargo, con el boom cafetero y, de cierta manera, el petrolero, -sin dejar a un

lado el aporte aurífero aunque en menor medida por la disminución en su oferta-, ya existía, dada la crisis de la primera guerra mundial y la gran depresión, una seria inclinación por la construcción de las bases necesarias para que el país consolidara su propia plataforma productiva. Pese a que las consecuencias de las crisis le generaron alguna ventaja de tiempo para reconvertirse a propósito de la sobre oferta de producción, ésta aún estaba lejos del pensar de los dirigentes de aquella época, puesto que las convulsiones internacionales frenaron cualquier posibilidad de créditos; de igual manera, la estrategia de sustitución de importaciones, acompañada con altos costos a los productos importados, contrajo aún más la posibilidad de que la industria colombiana aglutinara el equipamiento necesario para crear la plataforma.<sup>12</sup>

No obstante, aunque la segunda guerra mundial pudo haber ocasionados estragos en los intereses y posibilidades colombianas, los altibajos políticos en el país también promovieron el colapso de las iniciativas encaminadas a la erección de la estructura industrial, pese a que ya existían algunas empresas importantes como Coltejer, Bavaria entre otras.

“Después de las crisis cambiarias de 1965 - 67 Colombia adoptó un modelo de desarrollo en el cual la diversificación de sus exportaciones se convirtió en uno de los pilares del crecimiento económico. En esos años se devaluó el peso en términos reales y se establecieron por vez primera subsidios directos a las exportaciones (Plan Vallejo, CAT, Crédito de Proexpo). Durante 1968 – 75 la agricultura comercial de exportación recibió un impulso sin precedentes (algodón, azúcar, banano, flores, etc.) y se empezaron a realizar las primeras exportaciones de manufacturas de gran escala. De otra parte, también en estos años el país recibió

préstamos externos sin precedentes en condiciones relativamente "blandas", tanto de las agencias multilaterales (Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo) como de la AID de Estados Unidos. Esto permitió aumentar significativamente en términos reales la inversión pública especialmente en infraestructura (carreteras, energía eléctrica, acueductos, puertos, etc.). Fue éste un período de alto crecimiento económico, incluyendo el sector manufacturero".<sup>13</sup>

Al comprometer el Gobierno recursos en crédito a bajo costo, promovió la aparición de estructuras oligopólicas que en vez de dirigir las ganancias de las industrias al consumo, las canalizaron hacia la especulación financiera y crediticia en sectores que incipientemente estaban en proceso de desarrollo, pauta que, al contrario de fortalecer o permitir la emersión de un sistema financiero colombiano, posibilitó el nacimiento de una estructura financiera inclinada a la ganancia por la ganancia que cualquier reinversión exige básicamente al momento de darse, medrando de paso las opciones de mejora económica. La oleada alcista contribuyó a la aparición de políticas para contrarrestar la contracción y control monetario provocados en Colombia por la manutención de dichos recursos en un sector privado, y promovió la declinación o renuncia a cualquier posibilidad de inversión nueva. Como consecuencia, la balanza se inclinó hacia la disminución de los salarios y del consumo que, pese a las bonanzas nacientes para finales de los sesenta y principios de los setenta, tuvieron que compensarse con la consolidación de la propuesta neoclásica basada en el ahorro, en el control de los medios de pago y en la apertura de la economía a través del decreto 444/67 cuyo fin era instar a devaluaciones permanentes a fin de canalizar divisas del exterior que permitieran la irrigación de recursos líquidos en el país.

La política de fomento, llevada a cabo por casi veinte años, comprometió recursos importantes de la nación que, en términos de costos externos, fueron superiores a los gastos que el Estado colombiano pensaba compensar con la estrategia de ayuda monetaria a las empresas nacientes, por cuanto la falta de liquidez obligó al Estado a crear impuestos internos y externos para paliar la situación, y reactivar el estímulo al consumo en el sector real; pero las condiciones de la demanda y la inminente caída de los salarios vaticinó la muerte de la propuesta, ya que a su paso emergería el problema inflacionario. En síntesis, el sistema financiero colombiano fue creado por los empresarios colombianos a costa del esfuerzo del Estado. Tal esfuerzo debió ser compensado con otras fuentes de financiamiento que, en vez de asegurar alguna tranquilidad, propiciaron la concentración o disputa de los recursos más allá de las condiciones de competencia que cualquier mercado soportaría. El Estado respondió redirigiendo la liquidez hacia sus arcas, mediante la creación de certificados de cambio a las transacciones, y el incremento de las tasas de interés, seguidos de la aparición de instrumentos como la UPAC (Unidad de Poder Adquisitivo Constante) con lo cual se contrarrestaría el efecto desempleo, producto del endurecimiento de las relaciones laborales y de las expectativas de ganancias de los empleados y empresas, respectivamente.

Durante los primeros 15 años del primer período, el país mantuvo tasas de cambio fijas con devaluaciones bruscas en 1957, 1962 - 63 y 1965, y con amplia libertad de movimientos de capitales. A partir de 1967 instauró un régimen de minidevaluación permanente y de control de cambios e inversión extranjera. Pero de 1975 hasta 1984 se permitió una revaluación progresiva del peso frente al dólar, que luego se corrigió entre 1984 y 1985 en una devaluación distribuida

y anunciada, pero más rápida que los ajustes posibles en la estructura productiva y, por eso, comparable con una devaluación brusca. La misma técnica de acelerar la devaluación se aplicó a mediados de 1989 para compensar la pérdida de ingresos por café". (Lorente Luis, Políticas Monetarias e inflación, Colombia 1951-1989, pp. 6-8).

En la segunda mitad de la década de los setenta, Colombia experimentó un auge externo asociado al incremento en los precios internacionales del café, su principal producto de exportación. La economía alcanzó altas tasas de crecimiento y, al mismo tiempo, se aceleró un proceso de liberación de importaciones que ya se había iniciado en forma gradual desde mediados de los años setenta. Uno de los factores que acompañaron dicho proceso de apertura parcial fue la revaluación de la tasa de cambio. El abaratamiento de los bienes de inversión inducido por este comportamiento, junto con el incremento en la inversión pública, explican el aumento en la tasa de inversión (como proporción del PIB) de 15,2% en 1970 a más de 22,3% en 1980; claro está que esto tiene una explicación que aún muchos investigadores no se han atrevido a revelar y es que durante este período se incrementó el tráfico de drogas hacia los Estados Unidos principalmente, fenómeno que generó una serie de recursos ilícitos, los cuales debían ser incorporados a la economía colombiana, y la mejor manera de hacerlo era invirtiendo en empresas existentes, o creando nuevas empresas así solo fueran de papel. Por esta razón, la inversión, durante la época en mención, se incrementa y alcanza unos niveles nunca antes vistos, pero con las consecuencias que no fueron advertidas.<sup>14</sup>

Colombia es uno de los países latinoamericanos que ha adoptado con mucho éxito el paquete de reformas estructurales, pero los resultados no han sido los esperados ya que

desde 1996, y hasta el año 2003, el crecimiento económico ha estado por debajo de la tendencia histórica, y al paso que vamos no se espera una aceleración significativa.

## PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN

En el nivel firme, la inversión es determinada por las ventajas previstas así como por fondos, en el término de la disponibilidad y del costo (tasas de interés). Las ventajas se relacionan con los efectos de la inversión en términos de los costos de valor agregado, reducidos o crecientes, una producción más grande, una competitividad más alta. Por lo tanto, se espera que los beneficios sean más altos también. En un cierto plazo, el valor de estas ventajas (y de los beneficios en detalle) se comparan con los costos de inversión. En muchos procesos de decisión, y en un cierto plazo, el valor de ventajas será descontado con un tipo de interés subjetivo para guardar la distancia e incertidumbre del tiempo de la cuenta. En otras, la decisión será basada en discusiones más estratégicas y más vitales. Los fondos para la inversión pueden darse gracias a las políticas aplicadas o pueden ser obtenidos mediante los siguientes puntos: 1. Autofinanciación, alternadamente debido a: 1.1. Acumulado más allá de beneficios; inyección 1.2. Del nuevo capital financiero de los dueños; 1.3. La amortización, es decir, permiso de la contabilidad para la última inversión, ahora considerada como costos presentes pero que no corresponden a cualquier gasto actual; 2. Préstamos de los bancos y de otras instituciones financieras: 2.1. Crédito del largo plazo en el tipo de interés fijo o variable en modalidad doméstica o foránea; 2.2. Crédito a corto plazo; 3. Finanzas del mercado de capitales, a través de la emisión de obligaciones así como a través de la aplicación de partes en la bolsa (mercado primario). La fluctuación de precio siguiente no tiene directamente nin-

gún impacto en financiar la firma. Pero es verdad que otras nuevas emisiones de partes requieren a menudo mercados de capitales positivo-orientados. 4. El dinero o capital semilla y el capital de la extensión para las firmas nuevas proporcionados por los capitalistas de empresa y los fondos privados de la equidad; 5. Fondos públicos e incentivos para la inversión de las instituciones internacionales, nacionales, regionales, locales.

Sin embargo, la evidencia empírica de micro datos demuestra que la inversión - en el nivel micro - es infrecuente y aterronada. Hay algunos períodos en los cuales las firmas deciden no invertir. Para una mejor comprensión, las inversiones en juego consideran este papel. En el modelo de IS-LM, los tipos de interés se consideran el determinante único de la inversión. En hecho, los tipos de interés juegan tres funciones distintas: 1. Influyen el valor descontado de las ventajas netas en un cierto plazo; 2. Determinan el costo de préstamos de los bancos y el índice del retorno requerido para los dueños y las instituciones de financiamiento; 3. Fijan el clima económico para los mercados financieros y verdaderos.

En la función tres, un interés más alto debe accionar una inversión más baja, puesto que el valor actual de ventajas será más bajo. No obstante, existen las inversiones que no se basan en consideraciones de los tipos de interés. Por ejemplo, las firmas tienen generalmente un número restringido de los proyectos de inversión, llevándolos hacia fuera cuando lo beneficioso está bien sobre cero. Un cambio pequeño en tipo de interés no tendría simplemente ningún impacto en cada decisión de la inversión, así sobre nivel agregado también. Por el contrario, el efecto de los cambios grandes del tipo de interés puede ser altamente asimétrico: un aumento fuerte del tipo de interés puede provocar de hecho una caída en la dinámica de la inversión, mientras que una disminución similar

puede no poder inducir la inversión, si las ventajas verdaderas de la perspectiva están careciendo.

Otros determinantes de la inversión se deben considerar como por ejemplo: La saturación de la capacidad productiva representa las referencias de una llave para que las decisiones de las firmas inviertan. Además, la innovación de la nueva tecnología y la necesidad de imitar la adopción de los competidores de la innovación pueden también forzar a las firmas a invertir, además del impacto en otras variables. Las inversiones acumuladas en un cierto plazo dan lugar al capital, abriendo la trayectoria en las mejoras en condiciones de la producción. La capacidad de la producción, la productividad potencial, la rentabilidad, la producción y la calidad del proceso serán aumentados todos en la inversión apropiado-orientada. La competitividad de la exportación debe también levantarse. El empleo puede bajar si una inversión de trabajo de la sustitución prevalece con la salida verdadera que crece menos que productividad física.

Por el contrario, otras clases de inversión y las situaciones económicas dan lugar a un aumento del empleo. Como componente del GPD (Gasto Público Doméstico) del lado de gasto doméstico actual, la inversión tiene un impacto inmediato en el GPD. Un aumento del consumo levanta el GPD por la misma cantidad. Por otra parte, puesto que la renta (GPD) es un determinante importante de la dilapidación, el aumento de la renta será seguido por un acrecentamiento en el consumo: un lazo de regeneración positivo ha sido accionado (entre la disipación y la renta) por la inversión. Debido a este mecanismo, las importaciones crecerán también. Más directamente, la inversión se dirige a menudo a las maquinarias y a las mercancías extranjeras, con un aumento inmediato de las importaciones.

**Tendencias a largo plazo:** Los países diferencian mucho lo que se refiere a niveles y a dinámica de la inversión. Algunos países han invertido pesadamente, sacrificando el consumo actual y accionando un crecimiento exportador-conducido, basado a menudo en la fabricación. Otros guardan la inversión en niveles mucho más bajos con una trayectoria del crecimiento de la seguridad.

**Comportamiento del ciclo de negocio:** Con sus fluctuaciones cortas y violentas, la inversión es una fuente clara del ciclo de negocio. Durante la recuperación, la inversión crece a un paso mucho más rápido que la consumición o el GPD, independiente de los movimientos del tipo de interés. Por el contrario, la influencia de los tipos de interés en la inversión puede ser importante en los momentos cruciales. En los picos, el aumento constante del tipo de interés empeoraría drásticamente los costos de los préstamos existentes para la última inversión. La decepción de la demanda crece y puede combinarse con este efecto para reducir dinámica de la inversión.

## EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA INVERSIÓN INDUSTRIAL Y FORMACIÓN DE CAPITAL EN COLOMBIA

La evolución de la inversión industrial colombiana ha presentado cambios cíclicos, aparentemente explicados por factores exógenos que van más allá del control de las propias decisiones de los empresarios. Entre los estudios sobre los determinantes de la inversión con que cuenta el país, se destacan aquellos que aseguran que la dinámica de la inversión está determinada por el acceso al crédito bajo un ambiente macroeconómico favorable y para la disponibilidad de créditos de salvamento para sectores en crisis. Otros trabajos encuentran que el comportamiento

de la inversión industrial no mantiene un patrón preestablecido. Ospina (1994) comprobó que los patrones de inversión en Colombia eran significativamente diferentes entre tipos de empresas industriales. Para las empresas de menor tamaño, el patrón de inversión es más volátil que para las empresas grandes. Las primeras, en general, mantienen una mayor proporción de activos líquidos debido a su menor capacidad de endeudamiento, e igualmente disponen de una mayor relación de capital de trabajo. En contraste, las empresas grandes, y particularmente las intensivas en capital, fundamentan su dinámica de inversión en su capacidad de endeudamiento. Adicionalmente, se plantea qué *shocks* agregados de oferta y demanda no explican los patrones de formación de inversión industrial.

El comportamiento de la inversión en Colombia ha mostrado varios ciclos tendenciales, debido a que durante el período 1975-1979 la dinámica de la inversión real experimentó un incremento anual cercano al 5.7% en promedio, incluyendo la actividad de refinación de petróleo. Se resalta que en 1977, la inversión total experimentó un crecimiento del 20%. Este buen desempeño hizo parte de los *shocks* de oferta de varios sectores industriales jalonados por la bonanza cafetera del período. La ampliación de la capacidad instalada se sustentó en el aumento del stock de capital, que creció a tasas superiores al 5.7%.

Al analizar la tipología sectorial según intensidades factoriales, se encuentra que los sectores catalogados como intensivos en recursos naturales y mano de obra presentaron tasas reales de crecimiento del 6.2% y 7.4% anual promedio respectivamente, muy superiores a las del período 1970-1974. En los sectores agrupados por tipo de bien, los bienes de consumo no durable presentaron el mejor desempeño, con un crecimiento promedio real del 12.1%, sobresaliendo los sectores de alimentos, bebidas y tabaco; en el sector de

bienes durables, que crecieron a un 6.6%, se destacaron imprentas y editoriales y el sector de equipo y material científico; y en los bienes intermedios, que crecieron 5.0%, sobresalieron otros refinados de petróleo, maderas, vidrio, cemento y siderurgia. Una característica de la inversión en este período es la intensificación tecnológica y el aumento de la capacidad instalada, que se reflejó en una mayor acumulación de capital.

Los sectores con mayor nivel de inversión, como los bienes de consumo no durable y durable, experimentaron una intensidad relativa de inversión en maquinaria y equipo menor a la observada en los sectores de bienes intermedios, jalonados permanentemente por la actividad de refinación de petróleo. En el período 1980-1984 el desempeño de la inversión industrial presentó un ritmo de crecimiento de 3.2%, inferior al del período anterior (1975-1979). Sin embargo, en los años de 1981 y 1982 los gastos en inversión aumentaron considerablemente, llegando a tasas de crecimiento cercanas al 20%. Posteriormente, debido a la crisis financiera, la actividad inversora industrial presentó el período de peor desempeño, cayendo a tasas negativas reales cercanas al -30% para el período 1984-1990. Dentro de los factores que explican este desempeño se encuentran: primero, el aumento de la capacidad instalada en los años previos a la crisis de 1981-1982, como consecuencia del aprovechamiento de la bonanza cafetera; en segundo lugar, la incertidumbre generada por la recesión de este período y los efectos posteriores a la crisis financiera; y, finalmente, el incremento de la inversión pública en los megaproyectos de infraestructura energética adelantados por la administración Turbay. Al parecer se presentó una sustitución, al menos parcial, de inversión privada.

Del período 1990-1996 se resalta el comportamiento negativo de la inversión en los sectores clasificados como intensivos en

mano de obra; y, dentro de la categoría por tipo de bien, los sectores de bienes de capital y los ligados al transporte –especialmente la industria de llantas–, estos últimos presentaron una caída de -7.8%, en promedio. Por el contrario, los sectores de bienes intermedios presentaron tasas de crecimiento positivas, de un 7.1%, incluso superiores a las del período anterior. Una explicación posible a este buen comportamiento es el patrón de especialización y de adaptación tecnológica soportado por los mayores niveles de inversión en los sectores de siderurgia, vidrio, sustancias químicas y madera. Cabe resaltar que aunque los sectores de bienes intermedios incrementaron sus niveles de inversión, redujeron la incorporación de maquinaria y equipo.

A partir de 1996 la inversión privada evidenció una recuperación en el conjunto industrial, llegando a tasas de crecimiento reales cercanas al 15.0% para los años 1996 y 1997. Los factores que explican este comportamiento fueron: en primer lugar, el ajuste de la capacidad productiva y el patrón tecnológico, frente al rezago de la formación de capital en el período anterior; en segundo lugar, la expansión y flexibilidad presentadas por el sistema financiero, que crearon condiciones propicias para iniciar programas de modernización y reestructuración de las unidades productivas (Chica, 1998).

En el período 1995-1999 los sectores intensivos en recursos naturales presentaron,

■  
**Una característica de la inversión  
 en este período es la intensificación  
 tecnológica y el aumento de la  
 capacidad instalada, que se reflejó en  
 una mayor acumulación de capital.**  
 ■

en promedio, un comportamiento positivo, con una tasa de crecimiento de la inversión del 16.3%; de igual manera, los sectores intensivos en mano de obra presenciaron una recuperación de la inversión, que alcanza una tasa del 6.6% (promedio anual). En la categoría por tipo de bien, los sectores ligados al sector automotor y los bienes de capital crecieron un 17.2% y 11.8%, promedio anual, respectivamente.

Los sectores de bienes de consumo no durable incrementaron su crecimiento en un 6.5%, destacándose bebidas y alimentos diversos. Los sectores productores de bienes intermedios incrementaron sus gastos en inversión, a pesar de lo cual su ritmo de crecimiento fue inferior al del anterior período; sin embargo, se resalta la mayor inversión en los sectores de textiles, cueros y manufacturas de cuero y vidrio. Cabe mencionar que los sectores que tuvieron mayor inversión fueron fortalecidos por los programas de crédito de fomento, principalmente los de inversión.

A pesar que el ritmo de crecimiento de la inversión fue superior en la mayoría de los sectores, no fue suficiente para incrementar sustancialmente la acumulación del stock de capital. Así, mientras la inversión creció en las agrupaciones de bienes de consumo durable y no durable y de bienes de capital, los crecimientos en el stock del capital fueron inferiores. Una posible explicación a este fenómeno es que ciertos segmentos de la actividad empresarial iniciaron procesos de reestructuración y de ajuste de la capacidad instalada, que se vio deteriorada durante el período de la crisis financiera. Ello se confirma con el mayor aumento de la inversión en maquinaria y equipo en buena parte de los sectores.

El comportamiento de la inversión en el período de liberalización comercial 1990-1994, presentó nuevamente un buen desempeño, con una tasa de crecimiento promedio

anual de 2.6%, destacándose el excelente crecimiento (cercano al 17%) del año de 1992. Sin embargo, en el período de transición (1990-1991), durante el desmonte del modelo de sustitución y promoción exportadora y la implantación del régimen comercial de apertura, el comportamiento de la inversión real presentó tasas de crecimiento negativas, en términos reales, del orden del - 4% al año.

Ya en el periodo 1999-2001, la inversión se vio afectada por el alza en las tasas de interés, ya que para los inversionistas no era atractivo tener sus recursos congelados en empresas que solo le reconocían por su inversión un 25%, máximo un 30%, mientras que el sector financiero les reportaba intereses promedio del 38.5%, situación que reportaba mayores y más seguros ingresos a los inversionistas. Incluso, en esta etapa se vio un incremento en los ahorros, pero a los bancos se les dificultó la colocación de estos recursos que se volvieron demasiado costosos.

Aparte de los altos costos de financiación, existen otros factores que influyen en las inversiones de manera puntual. Para el efecto, veamos algunos determinantes que influyen directamente en la consolidación de un portafolio de inversiones que permita a las empresas acceder a recursos frescos, a costos moderados y coherentes con el desempeño económico de la región o del país. Como puede apreciarse en el cuadro No.2, existen unas variables de tipo macroeconómico que impiden el buen desempeño de las inversiones por sectores, aunque quienes finalmente resultan más afectadas son las medianas y pequeñas empresas, situación que en un país como Colombia, cuya economía se basa en un 95% en empresas de este tipo, es un obstáculo para acceder a los mercados internacionales en igualdad de condiciones, en cuanto a provisión de infraestructura, tecnología y maquinaria se refiere, pues al no poder acceder a inversiones productivas, verá limitadas sus aspiraciones de mejorar las condiciones competitivas. (Ver Cuadro No.2).

## CUADRO No.2

OBSTÁCULOS PARA HACER INVERSIONES EN LAS EMPRESAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS  
POR LOS PRINCIPALES PAÍSES

Principales Variables Macroeconómicas por País	ARGENTINA	BRASIL	CHILE	COLOMBIA	MÉXICO	VENEZUELA
<b>Financiación</b>	3,15	2,47	2,59	2,60	3,47	2,76
<b>Infraestructura</b>	1,82	1,63	1,66	2,20	1,88	2,00
<b>Tasas y regulaciones</b>	3,03	3,6	3,03	2,64	3,06	3,11
<b>Inestabilidad política</b>	3,16	3,4	2,53	3,33	3,22	3,76
<b>Inflación</b>	2,21	2,57	2,06	3,40	3,50	3,55
<b>Tasas de cambio</b>	1,78	2,33	2,78	3,47	3,17	3,08
<b>Judicial</b>	2	2,34	2,03	2,33	2,41	2,71
<b>Corrupción</b>	2,55	2,52	2,00	2,67	3,17	3,43
<b>Criminalidad</b>	2,29	3,34	2,69	3,20	3,44	3,47
<b>Crimen organizado</b>	1,8	2,81	2,06	2,87	3,18	2,72
<b>Prácticas anticompetitivas</b>	2,28	2,27	1,81	2,36	2,35	2,67

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los datos presentados en Firm Size and the Business Environment: World-wide Survey Results, Discusión Paper number 43, International Finance Corporation.

**Nota:** Los valores corresponden a la siguiente numeración en escala: 1= no obstáculo, 2= obstáculo menor, 3= obstáculo moderado, 4=obstáculo importante

## CONCLUSIONES

La inversión no responde por definición a procesos de acumulación sino de ganancia futura o esperada, diferente a la propuesta neoliberal que traslapa el sacrificio como una forma de alcanzar y de recibir mejores reintegros al momento de hacer o desarrollar procesos de inversión.

Existen otras fuentes que incluso hacen las veces de fuentes de inversión como son los mismos recursos de deuda o los mismos préstamos internacionales convirtiéndose en recursos de financiación de la misma, sin necesidad de sacrificar consumo como acontece en los países en desarrollo en comparación con los desarrollados.

El comportamiento de la inversión en Colombia es un asunto que viene más de las estructuras empresariales existentes en el país, que de las mismas motivaciones que pudiera traer el afán de invertir, es decir, son las seguridades o las perspectivas claras las que mueven al empresario colombiano a movilizarse en cuanto a la inversión, pero cuando se le habla de riesgo, no lo asume, como si este parámetro no fuera de por sí ya un atenuante a considerar haya o no disponibilidad, dado que el riesgo siempre estará presente y no se puede desconocer por cuanto son las mismas fuerzas del mercado y las políticas quienes deben combatirlo, precisamente, desde la credibilidad de la inversión o la efectividad en la realización de la misma.

## ■ CITAS

- 1 En este artículo se presenta una breve descripción de los hallazgos analizados en el desarrollo del proyecto de Investigación (DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN MEDELLÍN Y EL ÁREA METROPOLITANA 1970 – 2003), en la cual se muestra como ha evolucionado la inversión en Colombia y en algunas de las principales ciudades, tomando como caso especial a Medellín, donde existe un desarrollo paulatino de la inversión como polo de desarrollo de la economía Colombiana.
- 2 En general, la política económica estuvo a merced de la emisión servida para el desarrollo industrial colombiano, en donde la variable tasa de interés no era problema a causa de la avanzada emisión monetaria a su vez que el control hecho para impedir que las tasas interés entorpecieran la política, además que la ausente dependencia de la tasa de cambio promovía el éxito de dicha estrategia.
- 3 “El período keynesiano en Colombia va de 1951 a 1971. La Ley 25 de 1923 había fijado al Banco de la República unas funciones muy restringidas; podría emitir billetes convertibles en oro y descontar documentos bancarios a muy corto plazo. Esto podría asegurar las necesidades del comercio, pero de ninguna manera las de la inversión de largo plazo. En 1951, con el Decreto 756, se cambia por completo esta visión de la banca central como reguladora del dinero y garante de su convertibilidad en oro: el Decreto 756 de ese año ordena al Banco de la República aplicar una política de crédito y de cambios que contribuya al desarrollo de la economía, así como abrir de cupos de redescuento para atender las necesidades del desarrollo en la agricultura, la industria y el comercio. Esta política de crédito daba lugar a una creación de dinero casi totalmente endógena, puesto que se adaptaba a las solicitudes del crédito y excluía solamente los usos especulativos (compraventa de propiedades tangibles y valores intangibles). En consecuencia con esta flexibilidad del redescuento, se aplicó una política de tasas de interés bajas, fijadas por normas de obligatorio cumplimiento y calculadas de acuerdo con la rentabilidad estimada de cada inversión que se pretendía estimular”. Lorente Luis. Políticas Monetarias e inflación. Colombia 1951-1989. PG. 4-5. CEGA. Vol. 7, No4. cuarto trimestre de 1990. Suplemento 2.
- 4 Libardo Sarmiento, Álvaro Zerda, “Ajuste estructural, desarrollo económico y social”, Economía Colombiana, No. 241, Enero-Febrero de 1993, p.40 ss.
- 5 “La inversión privada juega un papel fundamental en el crecimiento de la economía, pero a la vez está determinada por el propio desempeño de la actividad económica (actual o rezagada) así como de las expectativas que se tengan de su comportamiento. Por otra parte, la inversión depende del stock de capital existente y del deseado, donde en teoría el primero se acerca paulatinamente al segundo. El stock de capital deseado por los empresarios, además de otras variables, está determinado por el nivel de ventas actuales y esperadas, la tasa de interés real, los precios relativos de los bienes de capital, la carga tributaria sobre las empresas, la tasa de cambio real y las ganancias sobre capital. . En este sentido, las políticas fiscal, monetaria y cambiaria son fundamentales en las decisiones de los agentes”. La inversión Privada en los Noventa. Encuesta de Opinión Empresarial. Fedesarrollo. Coyuntura Económica. Pg51. 1999.
- 6 Ver: Paul Kraugman y Walter Isaard.
- 7 Con el efecto acelerador de la producción de Keynes y los neo keynesianos se plantea que la inversión depende de la demanda o del mismo aumento del PIB pero en ningún caso responde a manifestaciones relacionadas con la acumulación o los procesos de ahorro que en definitiva entorpecen cualquier incentivo a la inversión debido a la baja en la ganancia futura en comparación con la actual dependiente de la capacidad instalada fija.
- 8 Sectores cuya distribución de las riquezas giraban no pasaban mas allá de los factores o recursos que los generaban, hecho que indicaba de alguna manera mas un proceso de acumulación que propiamente de derrame como podría esperarse de actividades importantes para cualquier país, pero por sus características o estructuras sería imposible pensar en su impacto general.

- 9 Incluso en la explotación de los bienes primarios también llegaron las inversiones extranjeras, pero es en este campo en donde más han tenido repunte. Las circunstancias que aplaudieron su presencia fueron manifestadas en la incapacidad del Estado de atraer recursos sanos que no condicionaran las nefastas formas productivas llevadas a cabo en los países, en las cuales la presencia feudal es aún abrumadora, siendo este modo de producción el más asimilado en dichos países en paralelo con el de los comerciantes, los cuales aparejaron fuerzas para que por antonomasia fuera la presencia forastera la que inyectara recursos de inversión en dichos países.
- 10 Modelo de Crecimiento Empobrecedor como así lo llamo Raúl Prebisch a la malsano intercambios entre bienes primarios de los países en vías de desarrollo y bienes terminados de los desarrollados, en lo cual era evidente en cuanto a los términos de intercambio (Precios) a quienes favorecería dicha situación al igual que a los perjudicados. Ocampo José Antonio. El Proceso Ahorro – Inversión y sus Determinantes en Colombia. Macroeconomía, Mercado de Capitales y Negocio Financiero. Asociación Bancaria de Colombia. 1989. PG. 103
- 11 “La mayor demanda por capital humano de obra educada desde mediados de los ochenta estuvo relacionada con sesgos en la demanda por capital humano al interior de cada industria y no a desplazamientos intra -sectoriales en la composición de la demanda laboral que, más bien amortiguó estos sesgos. Esto puede interpretarse como evidencia de cambio técnico. Debe anotarse, sin embargo, que las estimaciones de funciones de producción para la industria manufacturera en el período 1980 – 1995 de Cárdenas y Gutiérrez (1996) indican que existe complementariedad entre capital físico y capital humano (trabajadores de “cuello blanco” en estos ejercicios). El aumento de la demanda y en los salarios relativos de los empleados puede verse, así, como resultado del auge en la inversión en capital fijo durante el período 1992-1995, como resultado de la fuerte disminución en precio relativo de los bienes de capital.” PG37.
- 12 “La década se inició en medio de una fuerte tendencia ascendente de la inflación, inducida por la decisión de acelerar la devaluación desde mediados de 1989, para enfrentar el colapso del Pacto Internacional del Café y compensar los efectos sobre la cuenta corriente de la apertura comercial que se inició a comienzos de 1990. OCAMPO, José Antonio, PÉREZ, María José, TOVAR, Camilo Ernesto y LASSO, Francisco Javier. Macroeconomía, Ajuste Estructural y Equidad en Colombia: 1978-1996. Archivos de Macroeconomía. Documento 79. Marzo 19 de 1998. PG 8.
- 13 OSPINA, Sardi Jorge. Manejo Macroeconómico, Déficit Fiscal y Mercado de Capitales. Perspectivas Para la Década del Noventa. Macroeconomía, Mercado de Capitales y Negocio Financiero. ASOBANCARIA. 1989. PG. 176-200.
- 14 “Ante la acelerada alza de los precios, se decidió aplicar medidas contraccionistas; a comienzos de 1972 se implantó un tope a las colocaciones bancarias que restringió el crédito para comercio y otros usos que no fueran los contemplados por los Fondos de Fomento. Simultáneamente, hacia mitad de ese año inicia operaciones un nuevo sistema de captación de ahorros para financiar la construcción de vivienda; las Unidades de Poder Adquisitivo Constante, Upac, que garantizaban intereses reales positivos gracias a un mecanismo de corrección monetaria a la par con la inflación. El período que comienza en 1974, y que aún continúa, corresponde a la visión clásica del manejo monetario. La reforma financiera de ese año desmontó gran parte de los redescuentos en el banco emisor, simplificó la estructura de la tasa de interés, redujo las colocaciones forzosas, limitó la corrección monetaria del sistema Upac y elevó los intereses para las cuentas de ahorro y los depósitos a términos en los bancos, a fin que pudieran competir en la captación de recursos financieros. Pero el elemento más dinámico fueron las operaciones de mercado abierto, primero para compensar la monetización de divisas con los Certificados de Cambio y luego como instrumento general de congelación de medios de pago. La presencia de estos papeles de renta fija ha sido una competencia formidable para las acciones y, lejos de presentarse la esperada financiación de inversiones privadas

a través de la emisión de nuevas acciones, las empresas se vieron en la necesidad de recurrir cada vez más al crédito y, como es natural, cada vez más a plazos más cortos.” Lorente Luis. Políticas Monetarias e inflación. Colombia 1951-1989. PG. 6-8. *Ibíd.*

## ■ BIBLIOGRAFÍA

AUER BACK, Alan and Kotlikoff, Laurence (1998): Fiscal policy, saving, and Growth, in: *Macroeconomics an integrated Approach*, Chapter 6, Boston, Massachusetts Institute of Technology.

BARRO, R. (1997): *Macroeconomía: teoría y política*, Santa fe de Bogotá, McGraw Hill Interamericana.

CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2002): Anexo estadístico del Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, varios números.

CHÁVEZ J. A. y Budedo M. G (2000): Logros y retos de las finanzas públicas en México, en *Revista de la CEPAL*, No.112, Santiago de Chile, junio.

CHICA, R. (1984) “Apreciaciones sobre la productividad Industrial en Colombia” *Estrategia Económica y Financiera* N. 83.

\_\_\_\_\_ (1994) “Crisis y Reversión en la Industria Colombiana: Marco Analítico y Diagnóstico” *Problemas de Desarrollo*. Instituto de Políticas de Desarrollo IPD/Universidad Javeriana.

CLAVIJO, S. (1998): *Política fiscal y Estado en Colombia*, Bogotá, Ediciones Uniandes.

\_\_\_\_\_ (1991) “Interrelaciones entre el Crecimiento, la Productividad y el Sector Externo: Algunas Estimaciones y Simulaciones para Colombia” *Desarrollo y Sociedad* N. 28, Septiembre. CEDE-Uniandes.

\_\_\_\_\_ (2003), “Crecimiento, productividad y la nueva economía: implicaciones para Colombia” *Borradores de Economía* N. 228, Banco de la República.

DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas) (2002): *Estadísticas fiscales*.

DIAN (Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales) (2002): *Información estadística*. DIAN, Estatuto Tributario, varios años.

DNP (Departamento Nacional de Planeación) (2002): *Indicadores de coyuntura*, capítulo de finanzas públicas, Bogotá, varios números.

ENDERS, W. (1995): *Applied Econometric Time Series*, London, John Wiley & Sons.

ESLAVA MEJÍA, Marcela (1999): Crisis y recuperación de las finanzas públicas: lecciones de América Latina para el caso colombiano, en revista *Archivos de Macroeconomía*, DNP, Bogotá, julio.

ECHAVARRÍA, J. (1990) "Cambio Técnico, Inversión y Reestructuración Industrial en Colombia" Coyuntura Económica Vol. 20 N.2, Junio.

ECHAVARRÍA, J., GONZÁLEZ, J., VILLAMIZAR, M. (2004) "Desarrollo Industrial en el Siglo XX y Determinantes de la Productividad en el Último Cuarto de Siglo" Mimeo, Agosto.

FERNANDES, A. (2003) "Trade Policy, Trade Volumes and Plant-Level Productivity in Colombian Manufacturing Industries" Banco Mundial, Abril 6.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI), Estadísticas Financieras, varios números.

FRANKEL, J.A. and Razing, A. (1994): Fiscal policies and the world economy

GAVIRIA, A., ECHAVARRÍA, J & ARBELÁEZ, M. (2001), "Colombian long run growth and the crisis of the 1990s". Fedesarrollo.

GRACIA, O. (2004) "Colombian Productivity: Looking at the Main Stylized Facts and New Hypotheses" Presentado en el Seminario "Proyecto Mercado Laboral y Competitividad en Colombia" organizado por el Banco Mundial. Septiembre 30 del 2004, Bogotá, Colombia.

HENDERSON, J.M y Quandt, R.E. (1985): Teoría Microeconómica, tercera edición, Barcelona, Editorial Ariel S.A.

M. 02), "Economic growth in Colombia: A reversal

HERITAGE FOUNDATION & THE WALL STREET JOURNAL (2004) "Index of Economic Freedom".

HERITAGE FOUNDATION, THE WALL STREET JOURNAL (2004) "index of Economic Freedom".

MELÉNDEZ, M., MEDINA, P. & KASSEM, D. (2002), "La Dinámica de la Productividad en el Sector de Alimentos". Documento Cede 2002-11, CEDE-Uniandes, Octubre.

MELÉNDEZ, M, SEIM, K. & MEDINA, P. (2003), "Productivity Dynamics of the Colombian Manufacturing Sector" Documento CEDE 2003-23, Agosto.

RAMÍREZ, J. (1995) "Eficiencia y Productividad en la Industria Manufacturera Colombiana 1978-1991" Coyuntura Económica Vol. 25 N. 1, Marzo.

ROMER, D (2002) "Macroeconomía Avanzada" McGraw Hill.

SÁNCHEZ, F, ROA, N. & STEVENSON, C. (1995) "Infraestructura, Productividad y Competitividad" Planeación y Desarrollo V.26 N.3, Julio. Departamento Nacional de Planeación (DNP).

SÁNCHEZ, F., RODRÍGUEZ, J. & MÉNDEZ, J. (1996) "Evolución y Determinantes de la Productividad en Colombia: Un Análisis Global y Sectorial" Archivos de Macroeconomía N.50, Agosto. DNP.

TYBOUT, J., CLERIDES, S. (1998) "Is Learning by Exporting Important? Micro-Dynamic Evidence from Colombia, Mexico and Morocco" The Quarterly Journal of Economics, Vol. 113, No. 3. Agosto.

INSTITUTE FOR MANAGEMENT DEVELOPMENT (2004) "World Competitiveness Yearbook".

WORLD ECONOMIC FORUM (2004) "The Global Competitiveness Report"