

EL CRECIMIENTO ECONOMICO RECIENTE Y EL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSION

Introducción

En lo transcurrido de la década de los años 1980, Colombia ha experimentado tres fases de crecimiento económico. El primer período comprende los años 1980-1983, el que presentó un crecimiento anual promedio de sólo 2.2% en su PIB real. Este período constituyó una clara fase recesiva, cuyos orígenes deben buscarse en la recesión mundial, en la sobrevaluación de nuestra moneda y en los bajos precios del café. La segunda fase está dada por los años 1984-1985, la que registró un crecimiento anual promedio del 2.9%. Esta fase ha sido catalogada como de *ajuste macroeconómico* con resultados positivos no sólo en la corrección del desequilibrio externo, sino también en la meta de reactivación del sector industrial, especialmente al finalizar 1985. Finalmente, los años 1986-1987, en los que muy seguramente se obtendrá un crecimiento promedio anual del 5%, representan una fase de amplia recuperación económica, donde por primera vez en la década nos acercamos a la deseada tasa promedio de crecimiento del 5.5% anual observada durante los años sesenta.

El plan de *ajuste macroeconómico* logró un importante ordenamiento de las finanzas públicas al reducir el déficit fiscal consolidado (excluyendo las cuentas del Fondo Nacional del Café) de un 6.7% del PIB en 1984, a un 4.3% al finalizar 1985.

Adicionalmente, se alcanzó un tipo de cambio real competitivo, inclusive superior al índice que registraba esta variable en 1975, lo que implicó una depreciación *real* del orden del 28.5% durante 1985 respecto de una canasta ponderada de monedas. Por último, se inició la recapitalización del sector financiero colombiano, el cual había sido debilitado internamente por problemas de gestión y concentración del riesgo, y externamente por la crisis financiera internacional del año 1982.

El positivo impacto de este conjunto de políticas sobre el sector real de la economía se hizo evidente a partir de 1985. Fue así como el sector industrial colombiano se vio estimulado por la activa política cambiaria, la reducción de las tasas activas de interés (a este respecto véanse las Notas Editoriales de enero de 1986) y, de manera exógena, por la efímera, pero importante, bonanza cafetera de 1986. En efecto, el valor real de la producción manufacturera creció 7.1% en 1986, al tiempo que la tasa de utilización de su capacidad instalada se ubicaba en casi un 76% al finalizar dicho año, el punto más alto de todo el período 1981-1986. Así mismo, se observó una reducción leve en la tasa de desempleo, pasando del 13% al concluir 1985, al 12.3% en diciembre de 1986, no obstante el ascenso de 1.6 puntos porcentuales en la tasa bruta de participación de la fuerza de trabajo.

En pocas palabras, la economía colombiana está en el proceso de completar un ciclo corto, pasando de una recesión a un período de auge económico basado en políticas macroeconómicas consistentes e impulsado exógenamente por la corta bonanza cafetera de 1986.

Sin embargo, la evolución reciente de la formación bruta-real de capital, con caída constante desde 1983, y el alza en los índices de utilización de la capacidad instalada indican que la continuación del período de auge en 1987 y años siguientes requiere además de una efectiva recuperación de la inversión privada, particularmente en el sector manufacturero. De no ocurrir esto último, es muy factible que el auge observado en la demanda agregada, proveniente tanto de la sustitución de importaciones como de un buen comportamiento del sector exportador en su conjunto, termine por sobrepasar la capacidad instalada¹. Resulta claro, entonces, que una aceleración de la inflación causada por un mayor desfase entre la oferta y la demanda agregada sería muy perjudicial para el ajuste macroeconómico ya alcanzado.

Así pues, la relación entre el crecimiento real del PIB y las necesidades de inversión amerita un análisis particular en la coyuntura actual. Este es el tema central de las presentes Notas, donde prestamos especial atención a los determinantes de la inversión manufacturera en Colombia y al análisis de las fuentes de financiación de dicha inversión.

En la primera parte se destaca el comportamiento reciente del PIB, como elemento acelerador de la inversión. En una segunda sección se analiza la evolución sectorial de la inversión y los determinantes relacionados con la política de importaciones y la fijación del tipo de cambio. Finalmente, se incluye la evolución del crédito destinado a inversión y se esbozan algunas políticas que ayudarían a incrementar la tasa de inversión.

I. Los determinantes de la inversión en Colombia

La literatura económica distingue dos componentes en la inversión bruta-real: uno relacionado con la variación en las existencias de bienes producidos durante el presente período y otro asociado con la llamada *formación bruta de capital fijo*. Mientras el primer componente refleja la acumulación o desacumulación de inventarios según la fase del ciclo económico, el segundo determina el crecimiento real en el mediano y largo plazo.

A un nivel más detallado, se tiene que la formación bruta de capital fijo está compuesta, a su vez, por una *inversión de reposición*, dada por la tasa de depreciación de la maquinaria y equipos existentes, y por la *inversión neta*, o sea la nueva inversión destinada al ensanche de las plantas productivas. En ausencia de cambios legislativos importantes sobre la depreciación del capital fijo, resulta claro que la dinámica del crecimiento económico viene dada por la inversión neta. ¿Cuáles son entonces los determinantes de la nueva inversión en Colombia?

A nivel general, dicha inversión neta está determinada por la tasa real de crecimiento del PIB y por el costo real del capital. Mientras la tasa real de crecimiento del PIB ejerce un principio de *aceleración* sobre la inversión —i.e. mayores ritmos de crecimiento económico terminan por inducir una mayor acumulación de capital fijo—, el costo real del capital se encuentra asociado con la tasa activa de interés real del mercado.

Ahora bien, en el caso particular de Colombia, que es un país que por su

¹ Vale la pena mencionar que la demanda agregada ha continuado expandiéndose a través de un incremento sostenido de los salarios reales en la industria manufacturera, en montos del 2% y 4% en el primer trimestre de 1987, respecto de 1985 y 1986.

estructura productiva ha debido importar una alta proporción de su capital fijo (cerca del 30% de sus equipos de transporte y 78% de su maquinaria en los últimos 10 años), deben contemplarse también los efectos de: a) el control a las importaciones; b) el tipo de cambio real; y c) la disponibilidad de crédito interno y externo; los que en su conjunto afectan el costo del capital.

A continuación procedemos a analizar el ritmo de crecimiento del PIB real colombiano como elemento acelerador de la inversión. En las secciones siguientes explicaremos el comportamiento de los factores que afectan el costo del capital fijo en Colombia.

El crecimiento económico colombiano en una perspectiva internacional. Al ubicar en una perspectiva internacional el crecimiento del sector real de la economía colombiana, se aprecian dos factores importantes: de una parte, se observa que, para el conjunto de países en desarrollo, la década de los años ochenta ha sido de menor crecimiento relativo respecto del alcanzado en los años sesenta y setenta; y, segundo, que sólo los países con una clara política de exportaciones manufactureras han logrado mantener un ritmo de crecimiento similar al de décadas anteriores.

En efecto, el cuadro 1 ilustra estos hechos al mostrar, primero, que el con-

CUADRO 1

Crecimiento Real del Producto Nacional Bruto de los países en vías de desarrollo

(Tasa de crecimiento anual promedio)

	1965-1973	1973-1980	1980-1986
Total países en desarrollo	6.5	5.4	3.6
— Países de ingreso medio (a)	7.0	5.7	2.0
— Países altamente endeudados (b)	6.9	5.4	0.6
— América Latina (c)	6.7	5.7	1.1 (d)
— COLOMBIA (c)	6.0	5.2	2.8
— Exportadores de petróleo (e)	6.9	6.0	0.8
— Exportadores de manufacturas (f)	7.4	6.0	6.0
(Tasa de crecimiento anual promedio PER-CAPITA)			
Total países en desarrollo	3.9	3.2	1.5
— Países de ingreso medio (a)	4.4	3.3	-0.3
— Países altamente endeudados (b)	4.2	2.9	-1.8
— COLOMBIA (c)	3.0	3.1	1.0
— Exportadores de petróleo (e)	4.3	3.2	-1.8
— Exportadores de manufacturas (f)	4.8	4.1	4.3

a) Aquellos con más de US\$ 401 per-cápita

b) Países con severas dificultades en servicio de su deuda.

c) Aquí se han tomado las cifras del PIB.

d) No incluye el año 1986.

e) Cuyas exportaciones de petróleo y gas superan el 30% del total exportado.

f) Cuyas exportaciones de manufacturas superan el 30% del total exportado.

Fuente: Cifras del Banco Mundial, Banco de la República y Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE.

junto de países en desarrollo sólo creció a un ritmo promedio del 3.6% anual en el período 1980-1986, el que se compara desfavorablemente con las tasas del 6.5% y 5.4% logradas en los períodos 1965-1973 y 1973-1980, respectivamente. De manera muy similar, Colombia pasó de crecimientos del 6.0% y 5.2% en los períodos 1965-1973 y 1973-1980, a un crecimiento de sólo 2.8% en los años 1980-1986. No obstante, esta última cifra se compara favorablemente con las obtenidas en los años ochenta por los países de América Latina en su conjunto, que crecieron sólo un 1.1% y con las registradas por los países en desarrollo que se encuentran altamente endeudados o tienen un nivel de ingreso medio (véase cuadro 1). Nótese que estas tres últimas categorías incluyen a Colombia y de allí la relevancia de tales comparaciones.

Estos contrastes son aun más marcados cuando las comparaciones se hacen en términos *per-cápita* (véase parte inferior del cuadro 1): mientras el ingreso *per-cápita* de Colombia creció a una tasa promedio del 1.0% anual en el período 1980-1986, los países de ingreso medio *decrecieron* a una tasa anual del 0.3% *per-cápita* y los países altamente endeudados registraron una *contracción* promedio anual del 1.8% *per-cápita*. Así pues, Colombia ha empezado a beneficiarse también de la transición demográfica experimentada en las dos últimas décadas, al presentar una tasa de crecimiento poblacional de sólo 1.8% anual. No obstante, debe tenerse en mente que la actual estructura de edades aún representa un gran desafío para el país, toda vez que ésta exige el logro de un crecimiento real suficientemente rápido para absorber la expansión de la población económicamente activa.

En segundo lugar, el cuadro 1 también ilustra que sólo los países en desarrollo catalogados como exportadores de

manufacturas mantuvieron durante la presente década un ritmo de crecimiento del 6.0%, igual al de los años setenta. El caso de Colombia es particularmente interesante a este respecto, ya que, a pesar de haber cambiado su orientación moderada de productor para el mercado *externo* de manufacturas (período 1965-1973) por una orientación también moderada de productor para el mercado *interno* de manufacturas (período 1974-1980), ha logrado obtener una tasa de crecimiento promedio del 2.8% anual en el período 1980-1986. Esta última cifra, si bien resulta inferior frente a la de los países en desarrollo con una clara orientación hacia la promoción de exportaciones manufactureras, especialmente los del Sudeste Asiático, es bien superior al 0.8% alcanzado por los países exportadores de petróleo.

Ahora bien, a pesar de la reciente diversificación de las exportaciones colombianas dentro del sector primario (basada en proyectos de petróleo, carbón y ferroníquel), la volatilidad en los mercados internacionales de estos productos básicos hace necesario complementarlas con otras exportaciones del sector manufacturero. Sobre el particular, comentábamos en las Notas Editoriales de mayo pasado cómo existen una serie de mecanismos cambiarios, fiscales y financieros para apoyar las iniciativas del sector privado en este frente.

En resumen, la menor tasa de crecimiento del PIB real de Colombia durante el período 1980-1986, respecto de los años sesenta y setenta, ha constituido un factor de desaceleración de la inversión. Dicho de otra forma, el bajo dinamismo del sector real de nuestra economía durante la presente década ha permitido atender la demanda agregada existente, sin necesidad de que hasta el momento se haya realizado una mayor acumulación de capital fijo en términos reales.

Con el fin de precisar este punto, a continuación procedemos a analizar la evolución de los componentes del PIB real en el período 1980-1986 y a destacar la influencia de la política de importaciones y de la tasa de cambio real sobre la formación bruta de capital fijo.

II. El comportamiento reciente de la inversión en Colombia

A. La relación entre el sector externo y la inversión

En el cuadro 2 hemos descompuesto el crecimiento del PIB real para el período

1980-1986. En primer lugar debe notarse la alta correlación existente entre el comportamiento del sector externo y la evolución del PIB, a pesar de que las relaciones históricas de exportaciones/PIB e importaciones/PIB han fluctuado únicamente en los rangos 13%-17% y 15%-21%, respectivamente. (Véase la parte inferior del cuadro 2).

En este sentido hay que destacar el hecho de que en el caso colombiano la *composición* del comercio internacional determina una alta dependencia de los mercados externos. Con esto queremos decir que si bien el volumen relativo exportado e importado es bajo, los elementos allí involucrados ejercen un gran efecto sobre el desempeño global de la economía.

CUADRO 2
Descomposición del PIB real
(Tasas de crecimiento anual)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986 ^e
PIB real	4.1	2.3	0.9	1.6	3.4	2.4	5.1
Consumo final:	5.3	2.7	2.2	0.0	3.0	2.1	3.1
Hogares	4.4	2.9	1.5	0.5	2.9	2.6	3.0
Admón. Pública	12.6	3.7	4.6	-0.6	4.1	-0.5	3.0
Inversión:	11.0	13.2	5.3	-2.2	-5.9	-11.7	-2.1
FBCF a)	13.3	6.3	3.0	1.1	-0.1	-0.1	n.d.
Variación existencias	-0.1	52.9	15.0	-14.1	-35.9	-67.6	n.d.
Sector externo:							
Exportaciones	5.1	-11.8	-1.6	-0.9	10.3	13.1	15.0
Importaciones	18.7	4.9	8.0	-9.1	-4.0	-6.3	-4.0
	(Participaciones dentro del PIB)						
PIB real	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Consumo final	83.5	84.1	84.9	83.8	83.5	83.3	81.7
Inversión	19.6	21.8	22.7	21.9	19.9	17.2	15.9
Exportaciones	16.1	13.8	13.5	13.2	14.1	15.5	17.0
Importaciones	(19.2)	(19.7)	(21.1)	(18.9)	(17.5)	(16.1)	(14.6)

e) Estimado.

a) Formación bruta de capital fijo.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE.

1. La relación con las exportaciones

En el caso de las exportaciones, se tiene que un alto precio externo del café se tiende a traducir en un alza en el precio de compra de la cosecha cafetera. Dado que dicha producción la efectúan numerosas unidades productivas, el anterior fenómeno genera un gran efecto multiplicador sobre el gasto final de los hogares. En la medida en que el ciclo cafetero mundial presenta marcadas fluctuaciones, la demanda agregada doméstica registra también una alta inestabilidad que tiende a transmitirse a la inversión. Es claro, entonces, que sólo alcanzando un buen grado de diversificación de las exportaciones lograremos estabilizar la demanda interna y, con ella, los flujos de inversión.

Como ya lo mencionamos, apenas recientemente se han concretado proyectos mineros tendientes a evitar que, en presencia de auges cafeteros, nuestra estructura de exportaciones evolucione hacia la mono-exportación.

2. La relación con las importaciones

En cuanto a las importaciones, tenemos que ellas están constituidas principalmente por insumos y maquinaria, las que determinan no sólo la posibilidad de expandir la oferta agregada en el corto plazo, sino también la de ensanchar *el propio componente doméstico de la inversión en el largo plazo*. Esto último implica la importación de bienes de capital fijo con el propósito de impulsar la fabricación de maquinaria y equipo *domésticamente* —es el caso de buena parte de las inversiones privadas— o con el propósito de generar infraestructura —el caso típico de las inversiones públicas—. De ahí que resulte perjudicial para nuestra economía el comprimir por períodos prolongados este tipo de importaciones, como infortunadamente ocurrió en los últimos

años debido a la situación cambiaria, cuando las importaciones de bienes de capital, medidas en dólares, se redujeron a una tasa promedio del 7.6% anual en los años 1983-1986.

Una vez que se ha normalizado el flujo de divisas, resulta de crucial importancia diseñar y mantener una clara política de importaciones en el largo plazo. Tal como se explicaba en las Notas Editoriales del mes de abril de este año (Págs. xvii-xxi), dicha política de importaciones debe contemplar un proceso de inversión que permita realizar una sustitución *selectiva* de importaciones de bienes de capital. Esta es una condición *sine qua non* para la ansiada meta de crecimientos sostenidos del 5% en lo que resta de la presente década.

A este respecto, no sobra resaltar la importancia que tiene el que sea *la actividad privada* la que desempeñe el papel de liderazgo en esta nueva etapa de la sustitución selectiva de importaciones. Para que ello se concrete, debe facilitársele al sector privado un adecuado acceso a los productos del sector real (incluyendo insumos y bienes de capital importados) y a los recursos del sector financiero —i.e. el sector público debe evitar el llamado "crowding out" ya sea de carácter real o monetario.

De hecho, el sector oficial ha venido contribuyendo para que así ocurra: en lo referente a las importaciones, ha reducido su participación promedio dentro del total de importaciones de un 29% a un 18% entre los períodos 1980-1984 y 1985-1987 (junio), con lo cual ha liberado recursos externos para que el sector privado pueda importar los bienes que le son indispensables; y, en lo referente al crédito, ya hemos visto cómo el control del déficit fiscal ha permitido mantener una tasa de interés de mercado más baja que la observada en el período 1980-1984.

3. El consumo final

En línea con el desempeño del sector externo, puede observarse en el cuadro 2 que en el período recesivo 1981-1983 el crecimiento real del consumo final de los hogares estuvo en continuo descenso, pasando de 2.3% al 0.5% anual. Sin embargo, este rubro se ha recuperado al mantener una tasa de crecimiento anual cercana al 3.0% en los años de reactivación económica 1985-1986.

Por su parte, el consumo final del sector público no muestra un patrón definido. Allí sólo es posible destacar la reducción que sufriera dicho sector en 1985, como parte del programa de ajuste macroeconómico. No obstante, para 1986 el consumo final del sector público dio signos de recuperación, alcanzando un crecimiento del 3%, similar al del consumo de los hogares.

4. La inversión en general

El rubro que más nos interesa es el relacionado con la inversión. Nótese en el cuadro 2 cómo ésta ha venido descendiendo en el período 1983-1986, con una gran caída del 11.7% real en 1985. Ello ha hecho que la inversión haya reducido su participación dentro del PIB a sólo un 15.9% en 1986, lo que contrasta negativamente con las participaciones superiores al 20% del período 1981-1983 (véase la parte inferior del cuadro 2).

Esta baja participación de la inversión bruta dentro del PIB real resulta a todas luces preocupante no sólo en el contexto de nuestra historia reciente, sino en el campo internacional. Por ejemplo, Brasil registró consistentemente relaciones de inversión-bruta/PIB del orden del 26% en los períodos 1965-1973 y 1973-1980, gracias al sostenimiento de una relación de ahorro-bruto-doméstico/PIB del 23% y, obviamente, a su política de endeudamiento externo para cubrir el faltante.

Ahora bien, durante los períodos 1965-1973 y 1973-1980, Colombia logró incrementar su relación de ahorro-bruto-doméstico/PIB del 17.2% al 19.2%, pero no pudo alterar significativamente el valor del 18% en la relación inversión-bruta/PIB. Sin embargo, no por esto la política de impulso al ahorro doméstico de los años setenta puede calificarse como de inefectiva, pues fue precisamente esta política la que permitió hacer una sana sustitución de endeudamiento externo por ahorro doméstico. Sin embargo, debido a que la relación ahorro-bruto-doméstico/PIB ha venido registrando un descenso en el período 1980-1986, a pesar de la recuperación observada en 1986, resulta imprescindible realizar nuevos esfuerzos por elevar la tasa de ahorro de la economía colombiana. Dicho esfuerzo debe combinarse con la utilización de recursos externos de carácter *complementario*, a fin de alcanzar una meta, por ejemplo, del 24% en la relación inversión-bruta/PIB a mediados de los años 1990.

Recapitulando, hemos visto cómo el período 1980-1986 muestra una preocupante desaceleración de la formación bruta de capital fijo, lo que se traduce en una caída de la relación inversión-bruta/PIB. En este sentido, y desde un punto de vista más coyuntural, tenemos que los temores expresados acerca del surgimiento de posibles "cuellos de botella" en el sector manufacturero, a partir de 1987, y de un eventual "recalentamiento" de la economía colombiana, en años siguientes, parecen tener un soporte empírico. Estos planteamientos parecen válidos al menos en lo que respecta al comportamiento de la inversión real como un todo. En consecuencia, se puede inferir que la recuperación del período 1984-1986 ha venido operando sobre la utilización de la capacidad instalada que se mantenía ociosa.

A continuación, pasamos a examinar el factor de la capacidad ociosa existente y el comportamiento de la inversión por sectores económicos.

CUADRO 3

Tasas de crecimiento del Producto Interno Bruto
por sectores económicos, 1980-1986

(A precios constantes de 1975)

Años	PIB TOTAL	Sectores económicos				
		Agropecuario	Industria manufacturera	Construcción obras púb.	Minero	Resto (1)
1980	4.1	2.2	1.1	14.6	18.4	5.3
1981	2.3	3.2	-2.6	7.1	5.4	6.7
1982	0.9	-1.9	-1.4	4.0	1.8	3.0
1983	1.6	2.8	1.1	13.0	14.2	0.1
1984	3.4	1.8	6.0	6.4	22.0	2.2
1985 p	2.4	0.1	2.3	3.4	26.6	2.6
1986 e	5.1	2.1	7.8	-5.8	27.1	5.3

e. Estimado

p. Provisional

(1) Incluye comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros, servicios del gobierno, etc.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE

B. El crecimiento sectorial y el comportamiento de la inversión desagregada

El cuadro 3 ilustra el crecimiento sectorial del PIB real en el período 1980-1986. Allí se destaca el menor crecimiento que ha tenido la actividad agropecuaria a lo largo de todo el período. En contraste, la industria manufacturera y el sector minero han dado muestras claras de recuperación en los años 1984-1986, al crecer a una tasa real promedio del 5.4% y 25.2% por año, respectivamente. Incluso, informaciones preliminares del Departamento Administrativo Nacional de Estadística muestran que el sector manufacturero ha continuado creciendo a una tasa anual del 7.3% en el período enero-junio de 1987, respecto del mismo período de 1986.

No obstante, las cifras del cuadro 4 confirman que buena parte de la recuperación del sector industrial se ha basado

CUADRO 4

Utilización promedio de la capacidad instalada en
el sector industrial

(Porcentajes)

1981	71.6	1985	71.3
1982	70.2	1986	73.4
1983	67.6	1987 Febrero	74.3
1984	70.3	Mayo	73.9

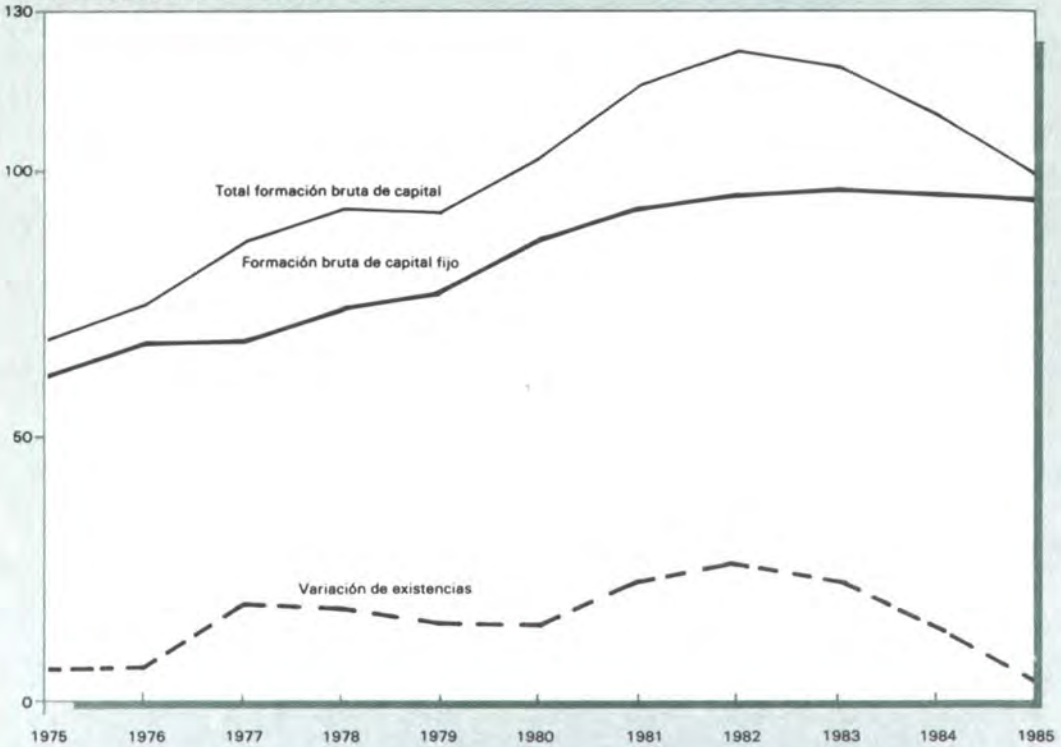
Fuente: Indicadores de actividad productiva, FEDESARROLLO.

en una mayor utilización de la capacidad instalada, la que ha pasado de un 64.3% en mayo de 1983, a un 73.9% en mayo de 1987. A este respecto es útil aclarar que, en la práctica, la utilización de la capacidad instalada solo logra llegar alrededor del 90%, debido a los márgenes de seguridad que se deben tomar para el cumplimiento de pedidos ya existentes.

GRAFICO No. 1

Formación bruta de capital

(Miles de millones, pesos constantes 1975)



FUENTE: BANCO DE LA REPUBLICA

Infortunadamente, esta recuperación no ha tenido mayor impacto positivo sobre el índice de empleo en la industria manufacturera, ya que este indicador solo se ha incrementado de un 80.4 a un 82.7 en el período 1986-I trim./1987-I trim. (donde 1980 = 100). ¿Significa esto que la industria se esté volviendo más eficiente y que ahora ella requiere de menos mano de obra por unidad producida? Es indudable que algo de este fenómeno ha venido ocurriendo por ganancias de productividad derivadas de reorganizaciones administrativas de las empresas. Una importante contrapartida de este hecho es el

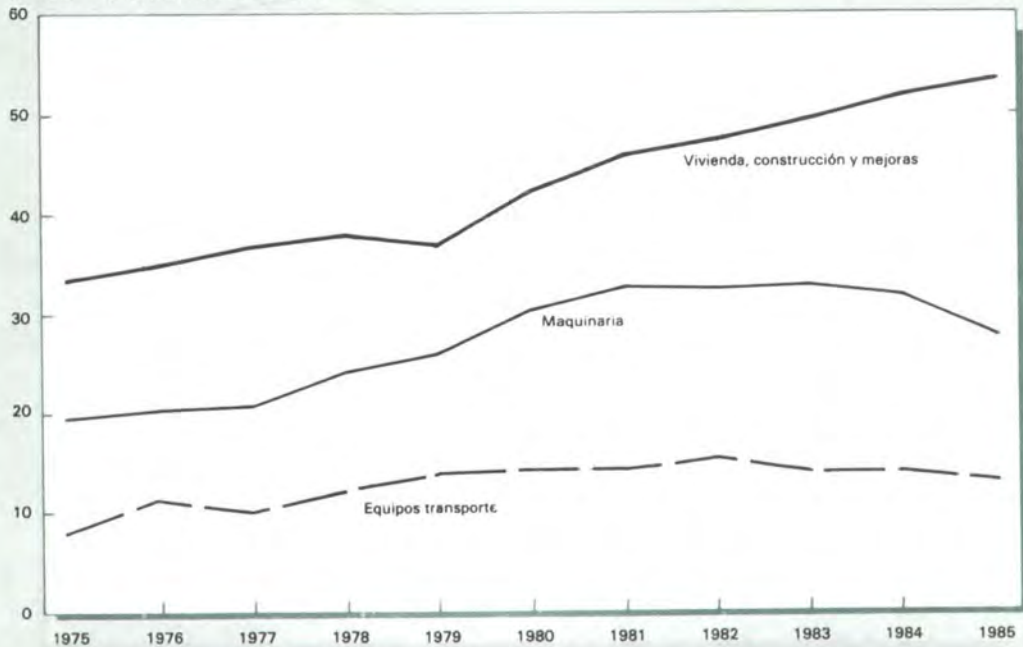
desplazamiento que se ha observado de la fuerza de trabajo hacia el sector comercio, el que al finalizar 1986 mostraba un índice de empleo del 102.5 frente al nivel de 1980 = 100. Es claro que este fenómeno no es de ninguna manera específico de la economía colombiana.

No obstante, creemos que aún prima el hecho de que el volumen producido y la inversión del sector no se han recuperado lo suficiente como para incrementar el empleo industrial a los niveles de principios de esta década. En efecto, la gráfica No. 1 ilustra la evolución de la inversión

GRAFICO No. 2

Componentes de la formación bruta de capital fijo

(Miles de millones, pesos constantes 1975)



FUENTE: BANCO DE LA REPUBLICA

real en su conjunto en el período 1975-1985. Nótese cómo el componente referido a la formación bruta de capital fijo se estanca a partir de 1983 y, dentro de sus componentes, el gráfico No. 2 señala cómo es precisamente el referido a maquinaria el que declina más pronunciadamente. Esta caída solo es parcialmente compensada por inversiones en vivienda y en construcción de edificios.

Dado que la maquinaria de origen extranjero alcanza una participación cercana al 80% dentro del total, las políticas de comercio exterior y las cambiarias

tienen una gran incidencia sobre este rubro. Ya comentamos anteriormente el efecto del primer tipo de políticas, ahora nos resta por analizar lo referente a la política cambiaria.

1. Incidencia de la política cambiaria

La política cambiaria tiene un efecto dual sobre el sector industrial. De una parte, la fijación de un tipo de cambio competitivo a nivel internacional estimula, en primera instancia, la demanda agregada (vía promoción de exportaciones y sustitución de importaciones), a la vez que

asigna precios que reflejan la abundancia o escasez relativa de los factores (en este sentido estimula el uso del trabajo en Colombia). Pero, de otra parte, dicha política eleva, en el mediano plazo, el costo de reposición y adquisición de la maquinaria que, dadas nuestras limitaciones técnicas, debe necesariamente provenir del exterior.

Es claro que en el período 1985-1987 la industria colombiana ha venido experimentando ambos efectos, lo que puede inferirse de la evolución de las tasas de cambio reales efectivas aplicables a las

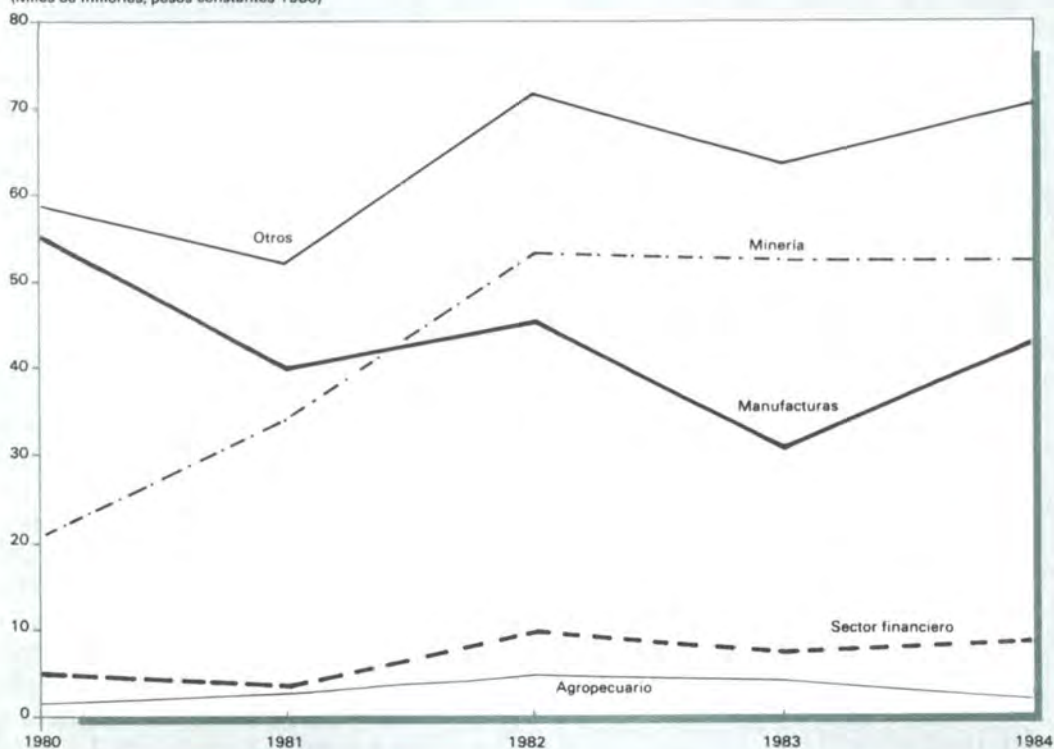
exportaciones e importaciones. En este sentido, parece importante aliviar el mayor costo real de las importaciones de maquinaria a través de un impulso *selectivo* al llamado sistema de licencias globales, el que bien administrado no tiene por qué representar un sacrificio fiscal excesivo frente a los beneficios de impulso a la inversión privada.

2. La inversión en el sector manufacturero

La gráfica No. 3 muestra que éste fue el sector más afectado por la caída en inver-

GRAFICO No. 3
Inversión real por sectores

(Miles de millones, pesos constantes 1980)



FUENTE: BANCO DE LA REPUBLICA

sión durante el período 1980-1984, con un descenso del 32.3% *real* en 1983. Infortunadamente, no es posible obtener esta discriminación sectorial para el período de recuperación 1985-1986, pero a juzgar por la caída del 11.9% *real* en la inversión en maquinaria durante 1985 (véase gráfico No. 2) y por los menores niveles de importación de bienes de capital en 1985 y 1986 (US\$ 1.1 y US\$ 1.4 mil millones, respecto de un promedio de US\$ 1.7 en el período 1980-1983), puede inferirse que, si bien ha habido una leve recuperación, aún existe la necesidad de revitalizar la inversión *privada* en la industria manufacturera colombiana. Afortunadamente, los registros de importación de bienes de capital destinados a la industria se incrementaron en un 21.9% en el primer trimestre de 1987, frente al mismo período del año anterior, lo que implicó alcanzar niveles de US\$ 320 millones.

Finalmente, no sobra recalcar que esta necesidad de revitalizar la inversión *privada* se hace aún más sentida si tomamos en cuenta que la inversión extranjera directa (neta), que venía siendo atraída por grandes proyectos del sector público, habrá de disminuir de montos de US\$ 620 millones anuales (promedio del período 1983-1986) a US\$ 380 millones anuales en el período 1987-1990.

Hasta el momento, hemos analizado la tasa de crecimiento del PIB y las políticas de importaciones y de manejo cambiario como determinantes de la inversión en Colombia. Ahora debemos examinar el papel del crédito y de mecanismos que impulsen la inversión, temas de nuestras dos últimas secciones.

III. La disponibilidad de crédito para inversiones industriales

Como lo mencionábamos en la primera sección de estas Notas, uno de los elemen-

tos que tradicionalmente ayudaría a explicar el comportamiento de la inversión es la tasa real de interés doméstica. Así, a mayor disponibilidad real de crédito y menor tasa de interés activa, los inversionistas se verían llamados a renovar o expandir su capacidad productiva.

Sin embargo, en Colombia, dada la estrechez del mercado financiero y su sesgo hacia los préstamos de corto plazo, el crédito de mercado ha servido principalmente para atender las necesidades de capital de trabajo. Esto ha implicado que la inversión de reposición y la nueva inversión deban satisfacerse a través de mecanismos especiales —tales como las líneas de crédito del Instituto de Fomento Industrial (IFI), los Fondos de Fomento Industrial del Banco de la República y las líneas de crédito externo BIRF y BID que éste administra—.

No obstante, debe tenerse claro que, en general, procedimientos ágiles de asignación crediticia constituyen apenas una condición necesaria, mas no suficiente, para impulsar la inversión real. Como ya hemos visto, el “principio de aceleración” y otros factores de política externa juegan papeles cruciales a este respecto.

1. Evolución reciente del crédito industrial de fomento

El cuadro 5 ilustra la evolución del total de los préstamos *nuevos* otorgados por entidades que canalizan directamente el crédito dirigido, en el período 1983-1986. Allí se observa un lento crecimiento de este tipo de créditos durante 1984 y una caída del 25.2% en 1985. Sin embargo, en 1986 se registró una recuperación importante del crédito industrial de fomento al crecer en casi un 100% el volumen de nuevos préstamos aprobados. En dicha recuperación jugaron un papel determinante los Fondos del Banco de la República, los que registraron un incremento del 182.5% y llegaron a representar un 75% del total.

CUADRO 5

Entidades de crédito:
Préstamos nuevos otorgados

(\$ millones)

Entidad	1983		1984		1985		1986 p	
	Valor	Var. %	Valor	Var. %	Valor	Var. %	Valor	Var. %
C.F.P. (1)	4.151	-4.4	4.428	6.7	5.477	23.7	6.439(4)	17.6
I.F.I. (2)	7.344	n.s.	10.408	41.7	5.973	-42.6	5.792	-3.0
Caja Agraria	3.654	2.9	3.827	4.7	1.563	-59.2	1.617(5)	3.4
Banco de la República (3)	17.603	28.2	17.992	2.2	14.398	-19.9	40.682	182.5
Total	32.752	n.d.	36.655	11.9	27.411	-25.2	54.530	98.9

n.s. No significativo.

(1) Corporación Financiera Popular (incluye prórrogas y refinanciaciones).

(2) No incluye refinanciaciones por valor de \$ 2.737 millones, \$ 3.370 millones, \$ 1.807 millones y \$ 3.872 millones en 1983, 1984, 1985 y 1986 respectivamente.

(3) Incluye FFI ordinario, FFI bienes de capital, FIP, FCE y líneas externas.

(4) Hasta noviembre.

(5) Dato estimado a diciembre con base en lo aprobado durante el primer semestre.

p: Provisional.

Fuente: Departamento de Crédito Industrial, Banco de la República.

CUADRO 6

Redescuentos de crédito industrial del Banco de la República según fondo

(Miles de millones de \$ corrientes a fin de:)

Fondo	1984	1985	1986		1987		Var. % 87/86	
			Jun.	Dic.	Jun.	Dic.(e)	Jun.	Dic.(e)
FFI-Ordinaria	3.2	3.4	1.3	2.8	1.4	3.6	7.7	28.6
FFI-Bienes de capital	2.1	0.6	0.4	0.6	0.4	0.5	0.0	-16.6
FIP	2.3	2.2	0.8	3.3	2.0	5.0	2.5	51.5
FCE	3.5	3.0	2.3	9.6	3.6	9.7	56.5	1.0
Líneas ext. *	3.9	5.6	3.9	9.5	7.6	18.7	94.9	96.8
Total	15.0	14.8	8.8	25.8	15.0	37.5	70.4	45.3

(e) Estimado.

* Convertidas a pesos al tipo de cambio promedio del fin de período.

FFI: Fondo Financiero Industrial.

FIP: Fondo de Inversiones Privadas.

FCE: Fondo de Capitalización Empresarial.

Fuente: Departamento de Crédito Industrial del Banco de la República.

El cuadro 6 discrimina la composición de los redescuentos (i.e. dineros efectivamente entregados a la industria) por parte de los fondos industriales del Banco de la República. Allí se observa que la línea ordinaria del Fondo Financiero Industrial, destinada básicamente a capital de trabajo de las empresas, se estancó en el período 1985-1986, aunque se prevé que en el presente año habrá de recuperarse al crecer en un 28.6% respecto de 1986, lo que implicaría alcanzar niveles superiores a los registrados en 1984. Este hecho concuerda con la reactivación industrial comentada en la sección anterior.

Sin embargo, la parte del FFI destinada a promover la adquisición de bienes de capital, después de un estancamiento durante 1986, no da muestras de vitalidad: en el primer semestre de 1987 dichas aprobaciones han caído en cerca de un 17%. La baja demanda por estos créditos está asociada con el comportamiento del sector eléctrico, el que ahora ejecuta un menor plan de inversiones y además sustituye parte de estos recursos con dineros de la Financiera Eléctrica Nacional.

Los recursos del Fondo de Inversiones Privadas (FIP) registraron una significativa recuperación en 1986, siendo el hecho más destacado la alta participación de las empresas extranjeras y mixtas de gran tamaño, las que, debido a una modificación en el tope máximo de activos, ganaron acceso a esta línea en lo referente a la porción de gastos en moneda nacional. Inclusive, para 1987 se prevé un incremento del orden del 50% en los redescuentos de estas líneas, con lo cual se alcanzarían niveles cercanos a los \$ 5.000 millones. Aquí es importante enfatizar el apoyo financiero que se ha venido dando a proyectos recientes de los subsectores de papel, imprentas y químicos, los que en su conjunto explican el 40% de los proyectos aprobados en el primer semestre del presente año.

También debemos mencionar el importante papel que han venido desempeñando las líneas externas BIRF-BID, administradas por el Banco de la República, respecto de la adquisición de bienes de capital fijo importados. En el cuadro 6 se puede observar cómo el monto de estos redescuentos han ido en constante ascenso en el período 1984-1986, pasando de \$ 3.900 millones a \$ 9.500 millones. De hecho, esta última cifra resulta similar a la de los redescuentos del Fondo de Capitalización Empresarial en 1986 y, en su conjunto, estos créditos explicaron cerca del 75% de los redescuentos de ese año.

Para 1987 se ha estimado que los redescuentos de las líneas externas podrían presentar un incremento de casi el 100%, lo que constituiría un apoyo financiero muy oportuno para lograr la recuperación de la inversión. Esta tendencia parece confirmarse al observar el desempeño de las líneas externas en el primer semestre de 1987, las que han crecido a una tasa del 94.9%.

2. Capitalización de las empresas

Los recursos del Fondo de Capitalización Empresarial (FCE) cumplieron una gran tarea en lo referente al saneamiento financiero del sector manufacturero al permitirles la sustitución de pasivos, particularmente durante 1986, cuando se otorgaron cerca de \$ 9.600 millones con dicho propósito --i.e. el 37.2% de los redescuentos del Banco de la República se dedicaron a la capitalización de las sociedades anónimas. Sin embargo, y como se comentó en las Notas Editoriales del mes de octubre del año anterior, este tipo de necesidades ya han sido superadas, lo que hizo conveniente transformar el FCE en un fondo complementario al FIP y a las líneas externas que suministran recursos de inversión, según la Resolución 24 de 1987 de la Junta Monetaria.

Vale la pena mencionar que informaciones preliminares de los estados financieros de grandes empresas del sector industrial indican que algunas de ellas han buscado, con buen criterio, una mayor autofinanciación de sus proyectos de inversión, lo cual ha sido posible no sólo gracias al programa de saneamiento financiero apoyado por el FCE, sino también gracias al nuevo régimen tributario y a la evolución de las utilidades.

En efecto, la Ley 75 de 1986 de reforma tributaria estipula, en su artículo 21, la eliminación de la llamada doble tributación a partir de 1987, que gravaba al contribuyente no sólo como socio de la empresa sino también como persona natural. Es indudable que esta medida habrá de promover la adquisición de acciones de las empresas por parte de ahorradores que ahora verán en ellas una buena alternativa financiera.

Complementariamente, dicha Ley, según su artículo 29, estimula a las empresas para que gradualmente sustituyan su endeudamiento financiero por recursos obtenidos a través de la venta de acciones y de la retención de utilidades, toda vez que en el futuro se irá reduciendo año a año la porción del pago nominal de intereses que es deducible de gravamen. La política de capitalización de las empresas basada en la colocación de bonos será especialmente atractiva para aquellos que inviertan en las sociedades anónimas, ya que la tasa impositiva que se cobra sobre las utilidades de estas empresas se irá reduciendo gradualmente de un 40% a un 30% en el período 1986-1988 (véase artículo No. 1, Ley 75/86).

3. Otras fuentes de financiación

No sobra resaltar que las corporaciones financieras han venido realizando una importante labor de saneamiento de sus finanzas, lo que les permitirá apoyar de

mejor manera los proyectos de inversión industrial. Por ejemplo, la relación entre sus deudas de dudoso recaudo y su cartera total ha logrado reducirse de un 6.2% a un 4.2% en el período 1984-1987. Este mejoramiento financiero ha permitido que el valor de las inversiones de las corporaciones financieras en las empresas del país se haya incrementado a un ritmo promedio anual del 20%, pasando de \$ 11.000 millones a \$ 21.000 millones en el mismo período.

De manera complementaria, el surgimiento de las sociedades Leasing en Colombia constituye un factor importante en el impulso que se puede dar a la inversión. En efecto, el patrimonio de dichas sociedades alcanzó montos de \$ 1.300 millones y utilidades operacionales de \$ 1.900 millones en 1985 (últimos datos disponibles). La experiencia de otros países indica que el sistema Leasing constituye una buena alternativa en proyectos que, por ejemplo, presentan un alto riesgo de obsolescencia tecnológica.

Finalmente, debe mencionarse que un mayor desarrollo del mercado de capitales en Colombia —con sus efectos benéficos sobre la inversión— también requiere de un dinámico mercado de acciones que le permita a las empresas vincular un mayor número de inversionistas. A este respecto, comentábamos en las Notas Editoriales del mes de febrero de este año cómo la recuperación del sector industrial y el nuevo tratamiento patrimonial dado a las acciones (véase artículo 47 de la Ley 75 de 1986 de reforma fiscal) han permitido que se presente un repunte de la cotización *real* de las acciones transadas en la Bolsa de Bogotá. Es claro, entonces, que se han venido dando pasos importantes en la dirección de complementar el desarrollo de los intermediarios financieros que atienden el sector industrial con el desarrollo de un mercado accionario.

IV. Conclusiones

En estas Notas hemos analizado la evolución reciente de la inversión en Colombia porque creemos que la coyuntura de recuperación que vive la economía requiere de mayor inversión en capital fijo. Una vez que el sector público ha culminado importantes obras de infraestructura en los sectores energético y minero, resulta claro que la renovación y el ensanche de los proyectos industriales en lo que resta de la presente década deberán estar liderados por empresarios del sector privado. Sólo en la medida en que estas últimas se vean satisfechas, será posible mantener en el futuro inmediato un ritmo suficiente de crecimiento de la producción como para reducir el desempleo, mantener la estabilidad de precios y elevar el nivel del ingreso *per-cápita* de los colombianos.

Como hemos visto, en el período 1983-1986 se presentó una preocupante caída de la formación bruta de capital fijo-real, lo que obedeció a tres factores primordiales:

En primer lugar, observamos que la baja tasa de crecimiento del PIB real, respecto de años anteriores, produjo un efecto de desaceleración de la nueva inversión. Esto implicó que la demanda agregada existente se hubiera podido satisfacer sin necesidad de realizar una mayor acumulación de capital fijo.

En segunda instancia, vimos cómo la restricción de importaciones, producto de la difícil coyuntura cambiaria, tuvo un efecto negativo sobre la inversión, en razón al alto componente importado de la maquinaria y equipo que aún debe traerse al país, dadas las limitaciones de nuestro desarrollo tecnológico.

Igualmente comentamos cómo el alza en la tasa de cambio real —particular-

mente en el período 1984-1986— encareció la renovación y ensanche de las plantas existentes, a pesar del efecto positivo que tuvo sobre la demanda agregada, particularmente en el sector industrial.

Como medidas de política económica que ayuden a impulsar la inversión, mencionábamos la posibilidad que existe de impulsar *selectivamente* el sistema de licencias globales de importación, siempre y cuando se trate de proyectos de inversión que no frenen el desarrollo de una industria nacional de bienes de capital. Esta medida ayudaría a renovar y ensanchar el parque industrial de Colombia en un momento en que el crecimiento de la demanda agregada así lo exige.

Adicionalmente, comentamos cómo el desarrollo de un mercado de capitales en Colombia —apoyado en el dinamismo del mercado accionario de las empresas industriales y en el proceso de fortalecimiento de las corporaciones financieras y de sus líneas de crédito— constituye un mecanismo fundamental para asegurar la revitalización de la inversión privada.

Por último, es necesario tomar conciencia de que, en general, existen condiciones propicias para que se produzca un ensanche del sector manufacturero, a saber: a) se ha alcanzado y se mantendrá una tasa de cambio competitiva a nivel internacional con el propósito de asegurar y conquistar mercados externos; b) el saneamiento financiero de las empresas debe dar campo para que éstas piensen en proyectos de ampliación, dado el buen comportamiento de la demanda agregada y la posibilidad real de exportar; c) la reforma tributaria de 1986 estimula la inversión privada y el mercado de capitales; y d) las nuevas políticas sobre inversión extranjera constituyen un buen marco de apoyo a la nueva inversión privada.

Ahora bien, las autoridades son conscientes de que estas condiciones propicias

para el impulso de la inversión surten sus mejores efectos en un ambiente de estabilidad socio-económica. De allí que el presente gobierno haya hecho un esfuerzo especial por elevar el nivel de vida de la mayoría de los colombianos; esfuerzo que se ha concretado en un incremento del 62% en los gastos de inversión durante el primer semestre de 1987, donde el llamado Plan de Rehabilitación Nacional ha jugado un papel muy importante.

Dadas estas condiciones, queda sólo hacer claro ante la clase empresarial colombiana que la presente recuperación no puede ser caracterizada, como en el

pasado, como una recuperación efímera basada en "una buena coyuntura cafetera", sino que tiene sus raíces, bien profundas, en la diversificación del sector primario y en la coherencia y estabilidad de la política macroeconómica de años recientes. Esto debe despejar la incertidumbre que puedan abrigar algunos empresarios del sector manufacturero respecto de la conveniencia de renovar y ensanchar sus plantas, lo que nos permitiría crecer sostenidamente a un ritmo del 5% anual en períodos venideros, con una desaceleración de la inflación y menores tasas de desempleo.

VIDA DEL BANCO

Nueva Junta Directiva del Banco de la República

Durante el presente mes se presentaron algunos cambios en la lista de miembros de esta Corporación, quedando de conformidad constituida como sigue, para el período bienal iniciado el 20 de julio de 1987.

En representación del Gobierno Nacional continúa el doctor Luis Fernando Alarcón Mantilla, Ministro de Hacienda y Crédito Público, quien la preside y los doctores Carlos del Castillo Restrepo y Douglas Botero Boshell, designados los dos últimos por Decreto 2003 del 8 de los corrientes, con los suplentes, doctores Arturo Ferrer Carrasco, Viceministro de Hacienda, Eduardo Sarmiento Palacios y Benjamín Martínez en su orden.

La misma norma citada permitió que se nombrara por los sectores consumidor, de la producción y distribución, y exportador,

a los doctores Jorge Carrillo Rojas, Juan Martín Caicedo Ferrer y Antonio Puerto Tovar, con las suplencias respectivas de los doctores José Miguel Vargas, Carlos Alberto Garay Salamanca y Juan Manuel Ruiseco Vieira.

Así mismo, los bancos escogieron como sus delegados principales a los doctores José Joaquín Casas Fajardo (reelegido), Hernán Rincón Gómez (reelegido) y Javier Gómez Restrepo, con las suplencias correspondientes de los doctores Luis Fernando Meza Prieto, Jesús Enrique Villamizar A. y Alejandro Figueroa Jaramillo.

El doctor Jorge Cárdenas Gutiérrez continúa como Gerente de la Federación Nacional de Cafeteros y, por consiguiente, como miembro ex-officio de la Corporación y el doctor Carlos Villamil Chaux, en su carácter de Gerente General de la Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero, participa en las deliberaciones de la Junta, con voz pero sin voto.

Adquisición de arte religioso

El Comité Ejecutivo del Banco, según acta No. 1276 del 9 de los corrientes, aprobó la adquisición de una interesante colección de arte religioso, perteneciente al doctor Carlos Martínez Solarte de la ciudad de Cúcuta.

Las piezas de la mencionada colección serán ubicadas en los principales templos de Pamplona, reemplazando las valiosas obras que de ellos salen con destino al futuro Museo Arquidiocesano de la misma ciudad.

De especial interés, dentro de la colección, son las pinturas: "San José con el Niño", "Virgen de las Mercedes", "San José Coronado, con el Niño", "Piedad", "San Antonio de Padua con el Niño", "San Antonio Abad", "Coronación de la Virgen", "El Juicio Final", y las esculturas "Virgen Inmaculada", "Cristo en la Cruz", "San Rafael Arcángel", "Ángel", "Virgen con el Niño", "Virgen de los Dolores", entre otras.

El Instituto Emisor, agente de crédito en el financiamiento externo del país

La Junta Directiva en sesión del 9 del presente mes, autorizó por una parte, la participación del Banco de la República en el financiamiento externo del país, durante el período 1987-1990, en calidad de agente de crédito, y por otra, la celebración y suscripción de los contratos inherentes a esta nueva responsabilidad de la Institución.

Dentro de esta modalidad, el Banco tiene a su cargo, en principio, el manejo administrativo del crédito por US\$ 1.060 millones, negociado con bancos comerciales del exterior por parte del Gobierno Nacional Central, de la Financiera Eléctrica Nacional y de Carbocol.