

# La Inversión Privada en la Coyuntura Actual

*Fedesarrollo\**

## I. INTRODUCCION

Después de un período de recesión que se prolongó durante casi cinco años, la economía colombiana ha registrado dos años continuos de vigorosa recuperación. El dinamismo reciente ha sido particularmente notable en las actividades industriales: su crecimiento fue del orden del 7% tanto en 1986 como en 1987.

A la par con la recuperación económica, los ritmos de inflación han mostrado una tendencia al alza prácticamente continua desde mediados de 1986. La tasa de crecimiento de los precios registrada en febrero de 1988 fue del 26.1%, una de las más altas de la década actual y varios puntos por encima del promedio de los últimos años.

Esta combinación de circunstancias podría ser indicativa de que la economía ha llegado rápidamente a una situación de recalentamiento, por incapacidad de sus sectores productivos para responder con la velocidad y en las magnitudes requeridas a las expansiones de la demanda.

\* La encuesta especial sobre inversión utilizada en este trabajo fue diseñada y analizada por Catalina Crane de Durán. El procesamiento de la información estuvo a cargo de Guillermo Bonilla.

La validez de un diagnóstico de esta naturaleza depende crucialmente del comportamiento de la inversión productiva y de su relación con la disponibilidad actual y esperada de capacidad instalada para aumentar la producción. Con el fin de analizar estos temas con base en información directa y detallada, FEDESARROLLO efectuó una encuesta especial sobre el comportamiento y los determinantes de la inversión fija en los sectores industriales. Los empresarios encuestados fueron todos los informantes regulares de la Encuesta de Opinión Empresarial, cuya representatividad y confiabilidad son ampliamente reconocidas.

Puesto que la encuesta especial de FEDESARROLLO sólo provee información sobre el comportamiento de la inversión en los últimos años, es preciso enmarcar su análisis dentro de tendencias de más largo plazo. Únicamente así es posible establecer si los cambios recientes que ha experimentado la inversión son compatibles con el mantenimiento de las tendencias actuales de crecimiento de la producción.

## II. TENDENCIAS DE LA INVERSION

El indicador más utilizado para analizar el comportamiento agregado de la inversión es el coeficiente de participación de la for-

mación bruta de capital en el PIB. De acuerdo con este indicador simplificado, la inversión cayó de un nivel máximo equivalente al 20.6% del PIB en 1981 a un 9% en 1985 y luego a un 18% en 1986. El deterioro de la inversión durante un período de tiempo relativamente prolongado y su falta de respuesta a la recuperación económica iniciada en 1986 ha sido motivo de preocupación para los analistas. En efecto, si la inversión no responde en forma oportuna y vigorosa al crecimiento económico, el dinamismo de la demanda puede tropezarse rápidamente con insuficiencias de capacidad productiva que conducirían a una situación de alza acelerada de precios.

Sin embargo, sería equivocado saltar a una conclusión de este tipo con base en un indicador tan simplificado como la participación de la inversión total en el PIB de la economía. Es preciso tener en cuenta, en primer lugar, que la inversión total comprende no sólo la formación de capital fijo potencialmente productivo sino, también, la acumulación de inventarios que en el caso colombiano se encuentra muy influida por lo que ocurre con las existencias de café exportable. En segundo término, debe tenerse presente que la formación de capital en la economía colombiana es realizada en una proporción alta pero inestable por el sector público, cuyas inversiones tienen características de maduración y productividad muy diferentes a las del sector privado. Por último, y por razones semejantes a las señaladas en relación con la composición institucional de la inversión, es conveniente distinguir entre los diferentes tipos de bienes que intervienen en la formación de capital total de la economía.

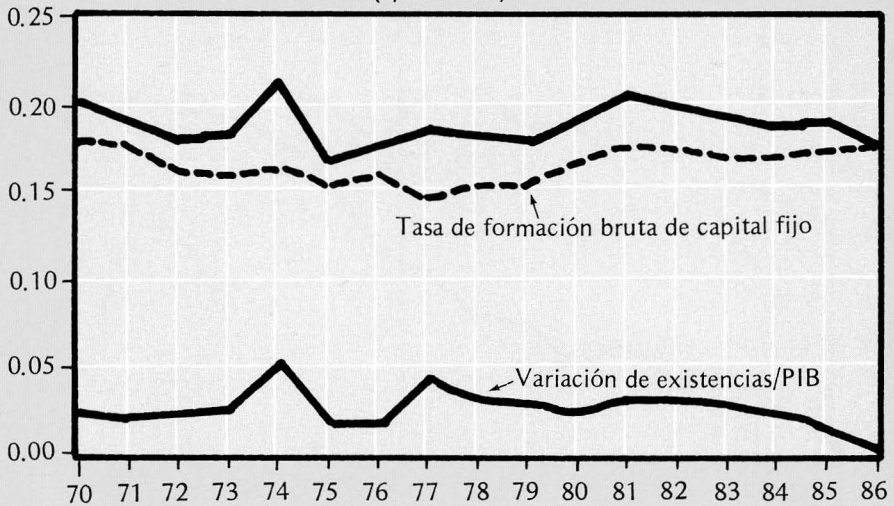
De acuerdo con estos criterios, en esta sección se analiza la información disponible sobre inversión en la economía colombiana en los últimos años. Del análisis saldrá en claro que el panorama actual de la inversión en Colombia es más complejo aunque menos crítico de lo que sugeriría la simple inspección del indicador referente a la participación de la inversión total en el PIB.

Para comenzar, el Gráfico 1.A muestra la descomposición de la tasa de inversión total de la economía entre la formación bruta de capital fijo y la variación de existencias. Allí se confirma la significativa caída de la tasa de inversión durante la primera mitad de la década de los ochenta, pero también se aprecia cómo esta caída no se refleja en la participación de la formación bruta de capital fijo en el PIB. Por el contrario, la tasa de formación bruta de capital fijo muestra sólo una muy ligera reducción en 1983 y 1984 y alcanza en 1986 un nivel prácticamente igual al de 1981 (17.7%). La caída de la tasa de inversión total está explicada casi exclusivamente por lo ocurrido con la variación de las existencias. En efecto, la participación de esta variable en el PIB se reduce de un nivel cercano al 3% en 1981 y 1982, a sólo 0.3% en 1986. La baja acumulación de existencias durante estos años puede ser atribuida en una proporción muy alta a lo sucedido con las existencias de café. Esto se comprueba en el Gráfico 1.B, donde se observa cómo las fluctuaciones de este tipo de existencias han sido determinantes de las variaciones globales de existencias y, como ya hemos visto, de los cambios de participación de la inversión total en el PIB.

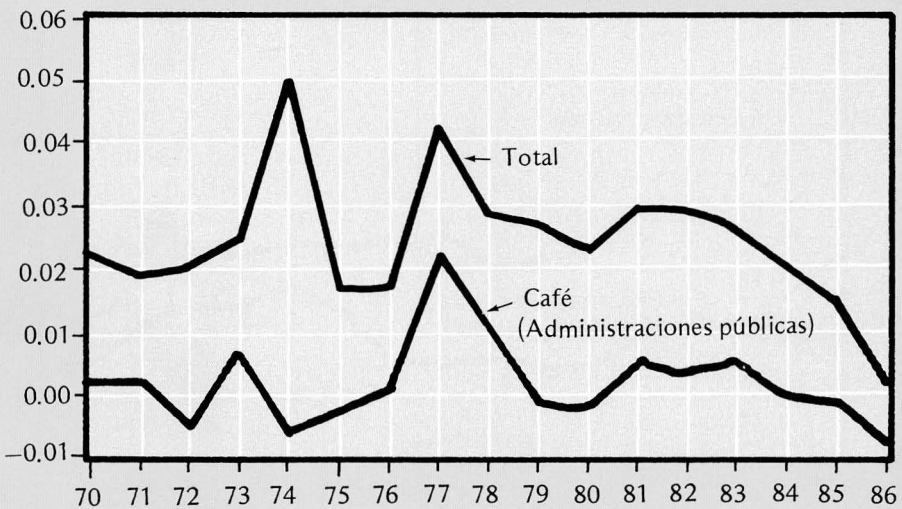
La información sobre formación bruta de capital fijo a precios constantes (Gráfico 2.A) confirma también el hecho de que la recesión del primer lustro de los ochenta no generó una reducción en la inversión en capital fijo. La tasa de crecimiento promedio anual durante el período 1980-86 fue de 2.33% la cual, si bien es inferior a la del período 1970-79 (4.3%), no es muy desfavorable si se compara con lo que sucedió con los ritmos de crecimiento de la inversión en capital fijo en la mayoría de los países latinoamericanos durante ese mismo período, los cuales fueron negativos, ni cuando se tiene en cuenta la diferencia en los ritmos de actividad económica entre los dos períodos. En efecto, en los setentas la tasa promedio de crecimiento de la economía fue de 5.5%, bien por encima del 2.4% correspondiente al período 1980-1986. Es posible que a pesar de la recesión,

**GRAFICO 1**  
**EVOLUCION DE LA TASA DE INVERSION Y SUS COMPONENTES**

**A. Tasa de inversión total (% del PIB)**

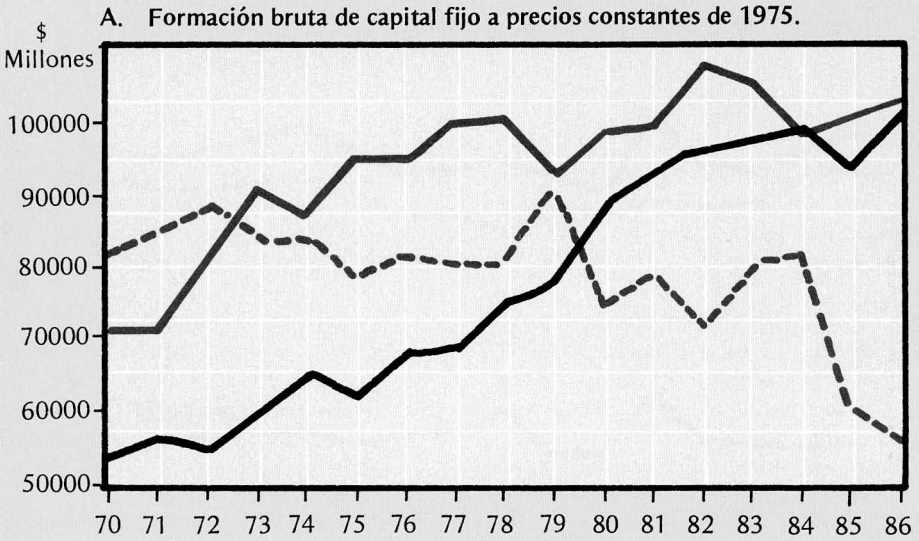


**B. Variación de existencias totales y de café (% PIB)**

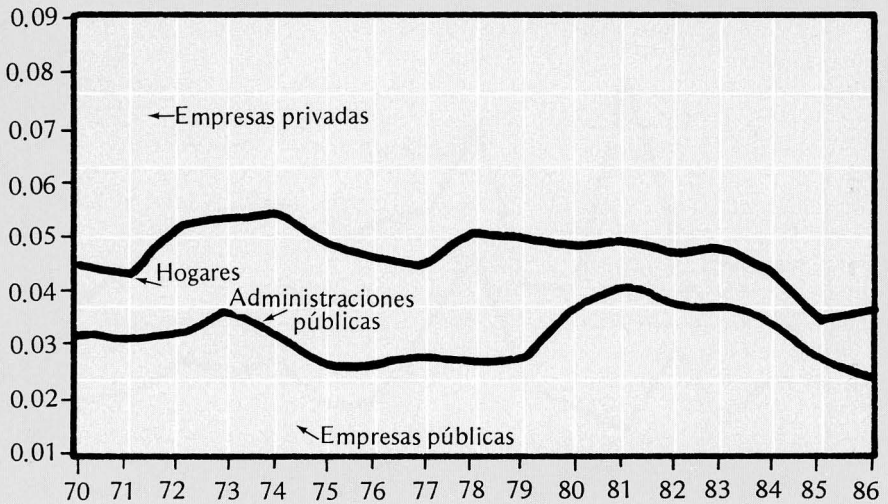


Fuente: DANE - Cuentas Nacionales.

**GRAFICO 2**  
**EVOLUCION DE LA FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO**



**B. Formación bruta de capital fijo por sectores institucionales (% de PIB)**



Fuente: DANE - Cuentas Nacionales.

la inversión se haya visto favorecida por el abaratamiento relativo de los bienes importados por efecto de la revaluación cambiaria de la primera mitad de los ochentas. Cuando este fenómeno se corrigió drásticamente en 1985, su efecto inicial sobre la inversión real posiblemente fue desfavorable, dado el estancamiento de la actividad económica y las dificultades para importar. Así, en este año la inversión en capital fijo se contrajo en 5.2%. Sin embargo, al año siguiente, una vez iniciada la recuperación económica y suavizadas las restricciones a las importaciones, la acumulación de capital fijo registró un aumento apreciable, de 8.1%.

Dentro de este patrón de relativa estabilidad de la inversión en capital fijo existen sin embargo grandes diferencias de comportamiento entre los diferentes sectores institucionales (Gráfico 2.B.). Como veremos, estas diferencias son de gran interés para comprender la evolución de la inversión en la industria manufacturera. Por un lado, se destaca el dinamismo de la inversión de las empresas públicas, gracias al cual ellas prácticamente duplican su participación en la inversión como proporción del PIB. Así, entre 1980 y 1986, la inversión de estas empresas se eleva del 3.3% al 6.4% como proporción del PIB, debido en especial a los grandes proyectos oficiales en los sectores de carbón, hidrocarburos y electricidad. En contraste, el resto de la inversión oficial, que es realizada por las administraciones públicas, decrece casi continuamente en el mismo período, cayendo su participación en el PIB del 3.8% en 1980 al 2.4% en 1986. Los hogares tienen un comportamiento similar pero más acentuado, puesto que reducen su inversión en capital fijo de un 4.8% del PIB en 1980 a un 3.7% en 1986, a pesar de la ligera recuperación que logran en este último año. En este comportamiento se mezclan la inversión en vivienda y un conjunto de inversiones en todas las formas de capital fijo que realizan las pequeñas empresas y unidades productivas que no son sociedades de capital. Como veremos más adelante, la pérdida de participación de la inversión de este grupo institu-

cional se debió exclusivamente al segundo de estos componentes, ya que la inversión en vivienda continuó aumentando rápidamente durante los ochentas. Por último, la inversión en capital fijo de las empresas privadas presenta dos períodos claramente identificables: uno de reducción en su tasa de inversión en capital fijo, entre 1981 y 1984, cuando pasa de 5.4 a 4.1% y otro de recuperación, en los dos años siguientes, cuando la inversión en capital fijo se eleva nuevamente como proporción del PIB de 4.1 a 5%. Aunque la evolución de la inversión en las empresas privadas revela el desestímulo que produjo la recesión sobre la formación de capital, también fue la continuación de una tendencia que provenía desde los años setenta, cuando la inversión de las empresas privadas había venido perdiendo participación en el PIB a medida que aumentaba en cambio la importancia de la empresas públicas.

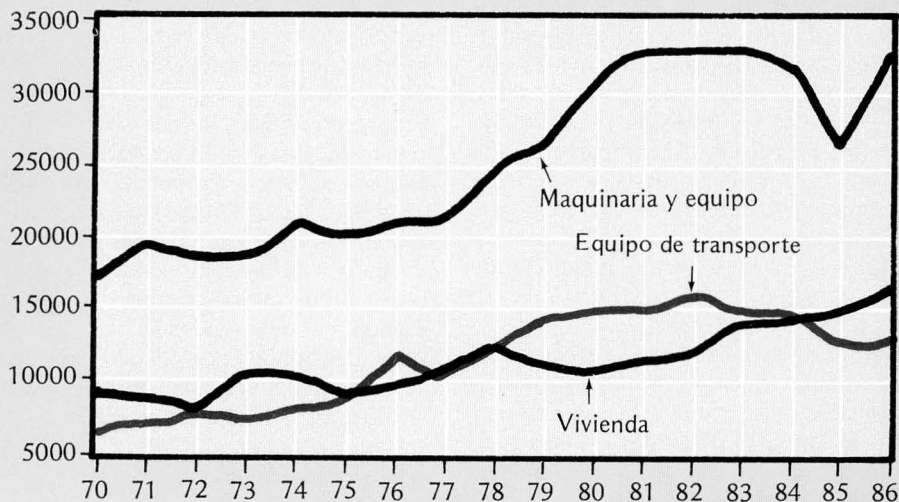
El análisis de las series de inversión en capital fijo en pesos constantes según tipos de bienes complementa en forma muy conveniente la descripción anterior por sectores institucionales (Gráfico 3). Durante la primera mitad de la década de los ochenta el tipo de inversión más dinámico fue el de vivienda, el cual creció a un ritmo promedio anual de 7% entre 1980 y 1986. Como ya se observó, el hecho de que este dinamismo no se refleje en la participación de la inversión de los hogares se debe a que la formación bruta de capital fijo de las pequeñas y medianas empresas cayó significativamente en esos años, especialmente en el sector agropecuario.

Por otro lado, la inversión en equipo de transporte creció a tasas negativas de 2.5% promedio anual durante estos años, debido al menor gasto en este tipo de bienes, especialmente a partir de 1983, posiblemente por efecto de la restricción de importaciones y del posterior encarecimiento relativo del equipo importado.

Finalmente, la inversión en maquinaria y equipo, que es el rubro más importante dentro de la inversión en capital fijo, au-

GRAFICO 3  
EVOLUCION DE LA FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO  
POR TIPO DE BIEN

\$ Millones de 1975



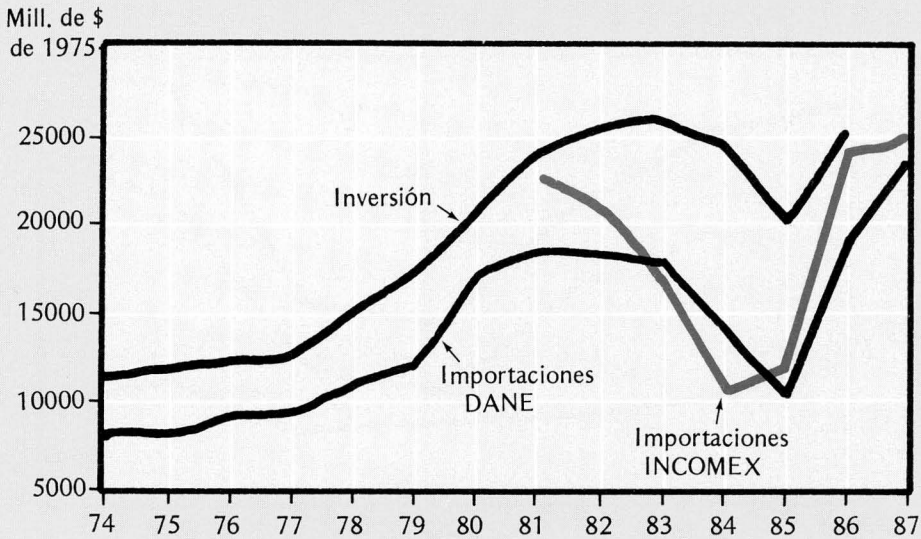
Fuente: DANE - Cuentas Nacionales.

mentó a tasas muy lentas durante los ochentas (1%). Es preciso observar sin embargo que este relativo estancamiento de la inversión en maquinaria y equipo se dio en niveles elevados y significativamente más altos que los registrados durante la mayor parte de la década de los setentas. En el Gráfico 3 se aprecia además que la caída real de la inversión en capital fijo en 1985 se debió exclusivamente a lo sucedido en el rubro de inversión en maquinaria y equipo, del cual cerca de un 80% es importado. Como ya se mencionó, el retroceso de la inversión real en este año estuvo asociado a la fuerte devaluación real del tipo de cambio (30%). Sin embargo, como veremos más adelante, la devaluación real no fue la explicación exclusiva y posiblemente ni siquiera la más importante en la contracción de la inversión en ese año. Además, al año siguiente, una vez iniciada la recuperación de la actividad económica, este efecto quedó totalmente contrarrestado, ya que la inversión en maquinaria y equipo regresó nuevamente a sus niveles anteriores en términos reales.

Es interesante observar que del total de la inversión en maquinaria y equipo, tan sólo el 5% corresponde a la inversión hecha por el sector agrícola mientras que el resto corresponde a los demás sectores de la economía, y en una gran proporción a la industria. Una vez se excluye el sector agrícola, puede deducirse que la inversión en maquinaria y equipo con destino a la industria creció a una tasa de 1.5% entre 1980 y 1986, que es ligeramente mayor a la del conjunto de la economía para este mismo tipo de bienes.

Por las razones anteriores, no es sorprendente que la evolución de la inversión total en maquinaria y equipo no agrícola esté claramente relacionada con el comportamiento de las importaciones de bienes de capital para la industria. En efecto, como puede verse en el Gráfico 4, hay una estrecha relación entre ese tipo de inversión y el monto de las importaciones de bienes de maquinaria y equipo no agrícola reportadas por las Aduanas. En el mismo gráfico pue-

**GRAFICO 4**  
**INVERSION EN MAQUINARIA Y EQUIPO NO AGRICOLA**  
**E IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL PARA LA INDUSTRIA**

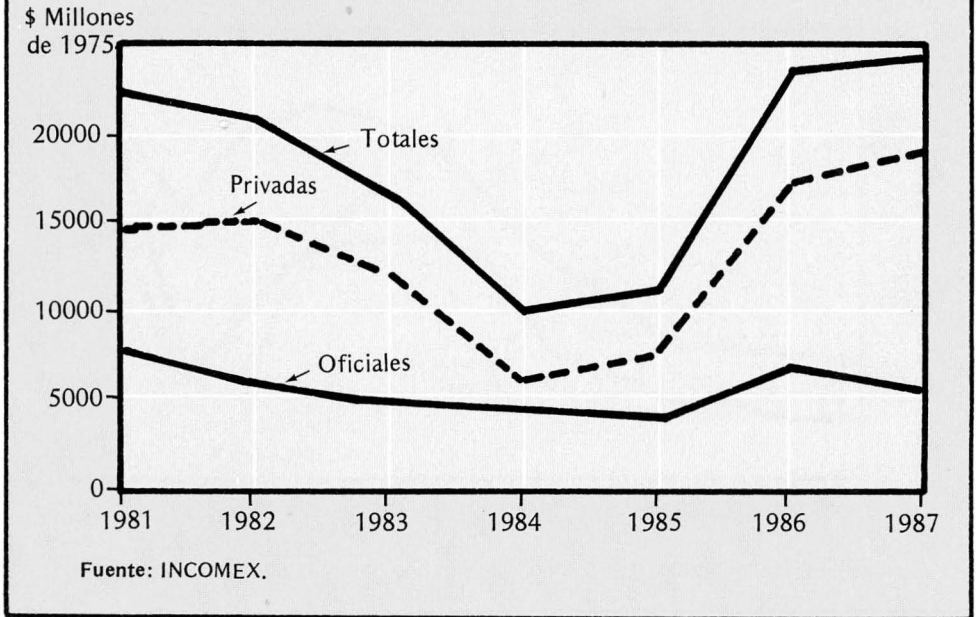


Fuente: Cuentas Nacionales, DANE e INCOMEX.

de apreciarse que también hay una relación estrecha entre dichas importaciones y la serie de importaciones de bienes de capital para la industria según los registros del INCOMEX, aunque en este caso con un rezago de un año. La existencia de este rezago sugiere que la caída que registró la inversión en maquinaria y equipo en 1985 no se debió exclusivamente a la evolución del tipo de cambio real ya que, según se aprecia en el Gráfico 4, la concesión de licencias para la importación de bienes de capital había caído bruscamente en 1983 y 1984. Las licencias para este tipo de importaciones se empezaron a aumentar ligeramente en 1985, pero ello sólo se tradujo en aumentos en la inversión en estos bienes hasta 1986. En 1986, el valor de las licencias aprobadas en pesos reales aumentó 110%, al tiempo que las importaciones efectivas según las Aduanas crecieron 82%. Estas extraordinarias tasas de crecimiento fueron producto de la demanda acumulada durante los años de restricción, aunque seguramente también de los nuevos planes de in-

versión generados por la recuperación económica. No es así de extrañar que en 1987 el crecimiento de las licencias se hubiera desacelerado notablemente, aumentando sólo 3.89%. Sin embargo, debido a la estructura de rezagos ya explicada, las importaciones de bienes de capital efectivamente realizadas siguieron creciendo a tasas muy satisfactorias (26%), según lo revelan las últimas estadísticas disponibles con base en los manifiestos de Aduanas, que cubren el primer semestre de ese año. Con todo, la desaceleración de las licencias de importación no significa tampoco que deba esperarse una disminución proporcional en la tasa de crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo en la industria en 1988, ya que la concesión de licencias para la importación de bienes de capital para la industria se ha moderado en buena medida gracias a la caída de las importaciones reales de estos bienes realizadas por el sector público (-15.7% en 1987), mientras que las licencias aprobadas al sector privado crecieron a una tasa de 11.3%. Este ritmo

GRAFICO 5  
IMPORTACIONES APROBADAS DE BIENES DE CAPITAL  
PARA LA INDUSTRIA



de crecimiento es considerable cuando se tiene en cuenta que ya se ha normalizado la situación de los controles a las importaciones, que generó su extraordinario crecimiento el año anterior (Gráfico 5). Así las cosas, no hay bases para pensar que la inversión en maquinaria y equipo destinada al sector privado esté entrando en un período de estancamiento. Antes bien, en vista de que el aumento en la concesión de licencias para la importación de bienes de capital para el sector privado aún no se ha reflejado enteramente en las importaciones efectivamente realizadas, es de esperar que la inversión en este tipo de bienes continúe aumentando vigorosamente.

Una fuente estadística alternativa y mucho menos utilizada para analizar el comportamiento de la inversión en la industria es la proporcionada por la Encuesta Anual Manufacturera. La escasa utilización de esta fuente es explicable porque adolece de serios problemas de calidad. Sin embargo, algunos de ellos han sido adecuadamen-

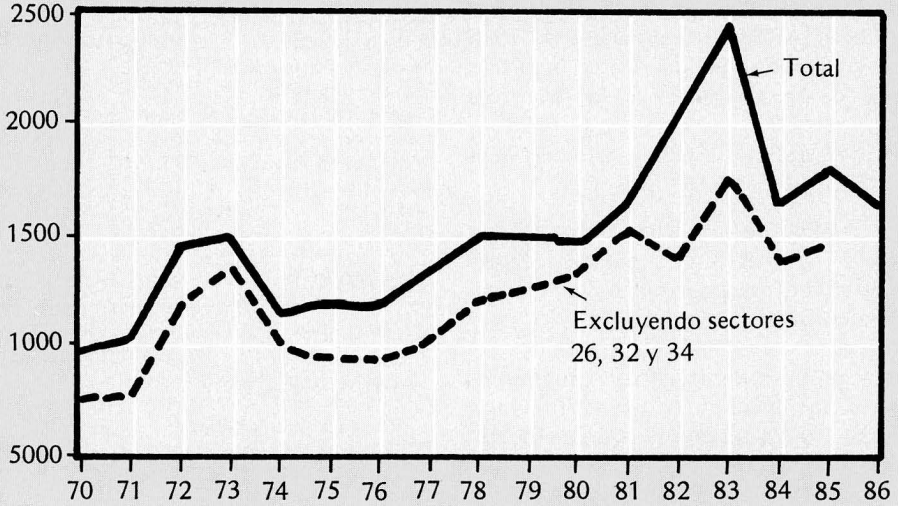
te detectados y corregidos en estudios recientes<sup>1</sup>, de los cuales se extraen las series que aparecen en el Gráfico 6. Estos datos muestran una tasa de crecimiento de la inversión industrial de 20% promedio anual entre 1980 y 1986, la cual esconde, sin embargo, un crecimiento excepcional de 27% real en 1981 y de 18% en 1983, que se explica por el comportamiento de la inversión en los sectores de petróleo y sus derivados y de metales básicos. En efecto, estos fueron los años de fuertes inversiones en el sector petrolero y en la industria de ferrocarril de Cerromatoso. La inversión industrial, excluyendo los sectores anteriores (y el de muebles, por tener problemas de información), crece durante el período 1980-85 a una tasa más modesta de 1.8% anual. Vale la pena anotar sin embargo, que los datos de inversión en la industria para los dos últimos años disponibles resultan

<sup>1</sup> Ricardo Chica, Un diagnóstico de la crisis de la acumulación industrial, por publicar, CEE, Universidad de los Andes, 1987.



GRAFICO 6

## INVERSION EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA

Millones de \$  
de 1958

Fuente: Cálculos de Ricardo Chica con base en datos de la Encuesta Anual Manufacturera.

inconsistentes con lo que podría inferirse de la inversión industrial según los datos de Cuentas Nacionales. En efecto, según la Encuesta Anual Manufacturera, la inversión creció en 1985 un 10% en términos reales y cayó casi un 9% en 1986. En contraste, según hemos visto, las estadísticas de Cuentas Nacionales indican que la inversión en maquinaria y equipo no agrícola cayó fuertemente en 1985 y se recuperó en 1986. Esta inconsistencia arroja serias dudas sobre la calidad o el cubrimiento de las estadísticas de la Encuesta Anual Manufacturera.

Del análisis de las diferentes fuentes de información disponible puede concluirse en todo caso que, aunque el comportamiento de la inversión en la industria manufacturera no parece haber sido muy dinámico entre 1980 y 1986, por lo menos no disminuyó en términos reales a pesar de la fuerte crisis por la que atravesó el sector industrial en la primera mitad de la década. El moderado crecimiento de la inversión ha si-

do suficiente para mantener la fuerte recuperación del sector en los últimos años porque la inversión se mantuvo de todas formas en niveles altos en términos históricos, excepto en 1985 por razón de la devaluación y de los recortes en la concesión de licencias en los años anteriores. Como el crecimiento de la producción fue muy lento hasta 1985, se acumularon importantes excesos de capacidad instalada, que luego han permitido mantener un crecimiento muy rápido de la producción sin generar cuellos de botella, excepto en algunos sectores aislados<sup>2</sup>. Además, puesto que la inversión en maquinaria y equipo volvió a acelerarse en 1986 y se amplió sustancialmente la concesión de licencias para maquinaria con destino al sector privado, la capacidad productiva industrial entró nue-

<sup>2</sup> Ver el capítulo de "Actividad Económica Urbana", de *Coyuntura Económica* de diciembre de 1987, para un análisis sobre la situación de la utilización de capacidad en la industria colombiana.

vamente en una fase de crecimiento compatible con la expansión continuada de la producción. Según veremos en la sección siguiente, estos patrones de comportamiento más recientes aparecen confirmados por los resultados de la Encuesta Especial que realizó FEDESARROLLO en enero de 1988 entre los empresarios del sector industrial acerca de la situación de la inversión.

### III. ENCUESTA SOBRE INVERSION DE FEDESARROLLO

El objetivo de la Encuesta especial que realizó FEDESARROLLO entre las empresas del sector industrial fue evaluar el comportamiento de la inversión en 1987 y sus perspectivas para 1988. La Encuesta también se propuso detectar cuáles fueron los factores que tuvieron la mayor influencia sobre las decisiones de inversión de los empresarios en 1987 y cuáles los principales impedimentos que podrían desalentar la inversión en el futuro. Según veremos, los resultados de estas preguntas son de especial interés para analizar la eficacia de algunas de las decisiones recientes de política económica y para prevenir las consecuencias que podrían acarrear algunos cambios en las políticas fiscales, tributarias, cambiarias y de comercio exterior.

La representatividad de la Encuesta es altamente satisfactoria. Las respuestas obtenidas provienen del 62% de las empresas que contestan regularmente la Encuesta de Opinión Empresarial del sector industrial, las cuales, a su vez, constituyen una muestra fuertemente representativa del total de la industria en el país. Así lo demuestra la estrecha relación de sus variables que son comparables con las series estadísticas producidas por las instituciones oficiales<sup>3</sup>.

La representatividad de la Encuesta Especial sobre inversión para cada uno de los

CUADRO 1

#### REPRESENTATIVIDAD DE LA ENCUESTA DE INVERSION

	a)	b)	c)
Alimentos y bebidas	70.1	21.1	18.7
Textiles y confecciones	60.0	15.8	16.4
Madera y Muebles	42.9	2.7	3.9
Papel e Imprentas	54.2	5.9	6.7
Químicos	86.5	10.3	21.2
Minerales no metálicos	33.3	5.4	6.4
Metales básicos	22.2	2.7	2.8
Maquinaria	67.9	24.8	22.6
Otros	60.0	1.4	1.4
TOTAL	61.8	100.0	100.0

- a) Porcentaje de empresas que respondieron como proporción de las que responden la Encuesta de Opinión Empresarial.  
 b) Composición porcentual por sectores de la Encuesta de Inversión.  
 c) Composición Porcentual por sectores de la Encuesta de Opinión Empresarial.

diferentes subsectores industriales es menos confiable, aunque, en términos generales, corresponde a la estructura de la Encuesta regular de Opinión Empresarial (Cuadro 1). Es preciso observar, sin embargo, que en los sectores de metales básicos, papel e imprentas, madera y muebles y otras manufacturas la cobertura es insuficiente para efectuar análisis detallados sobre los determinantes de la inversión. Por consiguiente, en la discusión que sigue se hace énfasis en los resultados agregados para toda la industria y en los correspondientes a los sectores de alimentos y bebidas, textiles y confecciones, químicos y maquinaria, cuyas muestras son más representativas.

El primer asunto que se indagó en la Encuesta fue acerca del crecimiento de los gastos de inversión en 1987. Según los resultados obtenidos, el 35% de las empresas aumentaron sus gastos en capital fijo en más de 25%, lo cual implica crecimientos en términos reales de estos gastos (Cuadro 2). Este 35% está distribuido entre un 13% de empresas que aumentaron sus gastos nominales de inversión entre 25% y 35%, un 5.4% que lo hicieron entre 35

<sup>3</sup> Véase al respecto Melo, Alberto, "MIPI: Un modelo de predicción del índice de producción industrial basado en variables de opinión", *Coyuntura Económica*, septiembre de 1987. Véanse también los capítulos regulares de Actividad Económica General de esta revista.

CUADRO 2  
INCREMENTOS EN LA INVERSION EN 1987  
Porcentaje de Empresas

	Alimen- tos Bebidas	Textiles Confec- ción	Made- ras Mue- bles	Papel Impren- ta	Qui- micos	Minera- les No metá- licos	Meta- les Bási- cos	Maqui- naria	Otros	Total
Disminuyó	15.2	17.1	16.7	15.4	11.6	25.0	0.0	14.5	0.0	14.6
Aumentó 0-25%	45.7	42.9	66.7	46.2	60.5	50.0	33.3	54.5	0.0	50.2
Aumentó 25-35	8.7	11.4	16.7	23.1	9.3	25.0	33.3	10.9	66.7	13.2
Aumentó 35-45	8.7	2.9	0.0	7.7	4.7	0.0	0.0	5.5	33.3	5.5
Aumentó 45-55	0.0	5.7	0.0	0.0	2.3	0.0	0.0	5.5	0.0	2.7
Aumentó más de 55	21.7	20.0	0.0	7.7	11.6	0.0	33.3	9.1	0.0	13.7
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

y 45%, un 20% entre 45 y 55% y un 13.50% que los aumentaron más de 55%. Sin embargo, hubo un 50% de las empresas encuestadas que aumentaron su inversión en menos de 25%, lo cual implica un descenso en sus gastos reales de inversión, y un 14% que los redujeron incluso en términos nominales. La Encuesta no permite precisar cuál fue la variación real de la inversión para el conjunto de la industria en 1987. Sin embargo, el número relativamente importante de empresas que aumentan su inversión más de un 55% pesaría de tal forma en el total que muy posiblemente se obtendrían crecimientos significativos. Además, como veremos más adelante, las respuestas sobre expansión de capacidad confirman esta presunción.

Los sectores que registran los mayores porcentajes de empresas con aumentos reales en la inversión fueron, en primero y segundo lugar, los de manufacturas diversas y de metales básicos. Sin embargo, conviene recordar que estos sectores tienen una cobertura deficiente en la Encuesta y, por lo tanto, la confiabilidad de sus resultados es escasa. Los siguientes sectores con los mayores aumentos en inversión son el de textiles, en el que un 40% de las empresas reportaron incrementos reales, de los cuales la mitad fueron mayores de 30% (55% o más en términos nominales); y el sector de alimentos y bebidas donde un 39% de las

empresas tuvieron aumentos reales, con un 21% de las empresas con incrementos superiores al 30% real. En el sector de papel e imprentas, un 37% de las empresas informó haber tenido aumentos reales en sus gastos de inversión, pero éstos estuvieron más concentrados en aumentos relativamente moderados. Por último, en el sector metalmecánico un 31% de las empresas incrementó sus gastos de inversión, un 9% de ellas con aumentos superiores al 30% real.

En términos generales, puede detectarse una relación directa entre los sectores con mayores niveles de utilización de capacidad a finales de 1986 y los de mayor crecimiento en la inversión en 1987. Por ejemplo, la industria de textiles y confecciones tenía el mayor nivel de utilización en noviembre de 1986, el cual se mantuvo constante en el rededor de 84%, a pesar del aumento sustancial en los índices de producción durante el mismo período<sup>4</sup>. Esto demuestra no sólo que los aumentos de inversión correspondieron a las necesidades de expansión sino, además, que sí se tradujeron rápidamente en incrementos en la capacidad productiva. De igual forma, el sector productor de metales básicos, que tenía también uno de los más altos niveles de utilización

<sup>4</sup> Datos de la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

CUADRO 3  
INCREMENTOS EN LA INVERSION EN 1988  
Porcentaje de Empresas

	Alimen- tos Bebidas	Textiles Confec- ción	Made- ras Mue- bles	Papel Impren- ta	Quí- micos	Minera- les No metá- licos	Meta- les Bási- cos	Maqui- naria	Otros	Total
Disminuirá	8.7	8.6	16.7	0.0	13.3	0.0	0.0	5.4	0.0	7.8
Aumentará 0-25o/o	41.3	45.7	33.3	45.5	48.9	36.4	50.0	50.0	0.0	45.2
Aumentará 25-35	17.4	22.9	50.0	27.3	13.3	36.4	16.7	19.6	66.7	21.0
Aumentará 35-45	0.0	8.6	0.0	18.2	4.4	0.0	16.7	12.5	33.3	7.3
Aumentará 45-55	2.2	0.0	0.0	0.0	2.2	9.1	0.0	0.0	0.0	1.4
Aumentará más de 55	30.4	14.3	0.0	9.1	17.8	18.2	16.7	12.5	0.0	17.4
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

de capacidad en 1986, y tuvo fuertes crecimientos de la inversión según los reportes de las empresas que contestaron la Encuesta. Sin embargo, en este sector los niveles de utilización aumentaron ligeramente en 1987, a pesar de las inversiones realizadas, debido a que, como veremos más adelante, el 83% de las empresas de este sector dedicó sus gastos de inversión a reposición de maquinaria sin ampliación de la capacidad instalada. El sector de alimentos y bebidas también tenía en 1986 un alto nivel de utilización de capacidad, que justificaba emprender las grandes inversiones que efectivamente se hicieron en 1987 y las cuales condujeron a *reducir* esa utilización de capacidad a finales de 1987. En contraste, la industria química, que ocupaba a finales de 1986 el tercer lugar entre los porcentajes de utilización de capacidad (77.1%), no reporta en la Encuesta grandes incrementos en la inversión en 1987, lo cual es consistente con el aumento bastante importante en su nivel de utilización de capacidad en 1987, el cual llegó a 80.4%.

En el Cuadro 3 se presentan los resultados relacionados con los planes de inversión para 1988. En general, las empresas del sector industrial planean realizar incrementos reales en sus gastos de inversión mayores que el año pasado: un 21% de las empresas encuestadas tendrá aumentos nominales entre 25 y 35%, un 8.7% entre 35 y 55%, y un 17.4% más de 55%. Por otro lado, el porcentaje de empresas con disminución real en sus gastos de inversión

será menor al de 1987. Los resultados anteriores permiten afirmar que el dinamismo de la inversión será mayor en 1988 que en 1987, con lo cual se completarán tres años continuos de rápido crecimiento de los indicadores de la inversión privada, contrarrestando la tendencia de la primera mitad de la década de los ochenta.

En cuanto a la composición sectorial de la inversión que se llevará a cabo en 1988, se puede destacar que los mayores aumentos se darán nuevamente en los sectores de alimentos y bebidas y en textiles y confecciones. En estos sectores un 50 y un 46% de las empresas respectivamente tendrán aumentos reales en su inversión y un 34 y un 14% respectivamente efectuará aumentos superiores al 30% real. Aunque estos sectores ya habían realizado inversiones significativas en 1987 y habían reducido sus niveles de utilización de capacidad, la inversión adicional puede estar explicada porque estos sectores, por ser productores de bienes de consumo, son los que han tenido que atender la mayor parte del aumento de la demanda agregada de los últimos años de recuperación económica. Otro sector que planea incrementos sensibles en sus gastos de inversión es el de minerales no metálicos, el cual prácticamente no tuvo aumentos en su inversión en 1987 y vió aumentados sus niveles de utilización de capacidad a lo largo de ese año. Así, en este sector, un 36% de las empresas encuestadas planea efectuar aumentos reales de inversión del orden de 10% y un 18% espera

lograr incrementos superiores al 30% real. El sector de maquinaria también planea tener incrementos en la inversión real en un alto porcentaje de sus empresas (46%). Este sector no realizó inversiones importantes en 1987 y sus niveles de utilización de capacidad se elevaron sensiblemente, lo cual es consistente con los incrementos planeados en los gastos de inversión en el presente año. Este parece ser también el caso de la industria química, donde un 39% de las empresas planea aumentar su inversión en 1988, tras un aumento importante de los niveles de utilización de capacidad del sector y modestos aumentos en la inversión en 1987. En términos generales, todos los sectores, con la excepción del de metálicas básicas, tendrán en 1988 aumentos en su inversión mayores que en 1987.

La Encuesta indagó, en segundo término, acerca de las características básicas de la inversión. Los resultados correspondientes están resumidos en los Cuadros 4 y 5. En el agregado, en 1987 el 48% de las empresas dedicó sus gastos de inversión a la reposición de maquinaria y equipo, sin aumentos en la capacidad instalada. Este alto porcentaje refleja una necesidad sensible de renovar y actualizar la planta productiva tras varios años continuos de estancamiento en la inversión, que debieron implicar necesariamente deterioro y obsolescencia de los equipos existentes. Sin embargo, el 30% de las empresas encuestadas invirtió para expandir su capacidad de producción (sin cambiar la tecnología), y un 34.3% adicional invirtió en nueva tecnología y en modernización de sus procesos de producción. De esta manera, cerca de dos terceras partes de las empresas expandió su capacidad instalada o mejoró su productividad en 1987.

La inversión en reposición de equipos fue particularmente importante en los sectores de metálicas básicas, papel e imprentas y alimentos, mientras que los sectores de textiles, maquinaria y productos químicos concentraron sus inversiones en nueva tecnología.

En cuanto a la inversión planeada para 1988, se mantiene la concentración, aunque en menor medida que en 1987, en reposición de maquinaria y equipo (42.5% de las empresas), y aumenta la proporción destinada a la introducción de nuevas tecnologías (38.2%). Si se cuenta este tipo de inversión como expansión en el potencial productivo de la industria, tenemos que el 71% de las empresas ampliarán su capacidad instalada en 1988. Los gastos de reposición de equipos son bastante homogéneos en todos los sectores, mientras que la inversión en nueva tecnología se concentra en los sectores de alimentos, papel e imprentas, textiles y confecciones y maquinaria. Esto implica que especialmente la industria de textiles y la metalmecánica están atravesando una etapa de cambio tecnológico importante.

El tercer tópico de investigación de la Encuesta fue el concerniente a los determinantes de la inversión. Para una mejor comprensión de los resultados, es conveniente reseñar brevemente primero las principales conclusiones a que han llegado diversos trabajos empíricos realizados en Colombia, para diferentes períodos, sobre los determinantes de la inversión industrial<sup>5</sup>. En todos ellos se encuentra que el mecanismo del acelerador (captado a través de variables tales como la producción industrial y la utilización de capacidad) ha sido el determinante básico de la inversión industrial en Colombia, con alguna estructura de rezagos que capta el plazo entre las decisiones de inversión y la realización de la misma. La presencia de este mecanismo indica que la inversión en Colombia es en gran medida un fenómeno endógeno al mismo crecimiento económico, y que tiende a estar asociado con él. Las investigaciones han encontrado también en varias oportunidades una relación de la inversión con la disponibilidad de divisas para importar los bienes

<sup>5</sup> Ver José A. Ocampo, J.L. Londoño y L. Villar, "Ahorro e inversión en Colombia", *Coyuntura Económica*, Vol. XV, No. 2, junio, 1985, para una revisión crítica de los diversos trabajos realizados sobre este tema.

CUADRO 4  
TIPO DE INVERSIÓN EN 1987  
Porcentajes de Empresas

	Alimen- tos Bebidas	Textiles Confec- ción	Made- ras Mue- bles	Papel Impren- ta	Qui- micos	Minera- les No metá- licos	Meta- les Bási- cos	Maqui- naria	Otros	Total
Reposición	56,5	35,3	40,0	58,3	47,6	63,6	83,3	42,6	0,0	47,9
Expansión capacidad	34,8	26,5	40,0	41,7	31,0	9,1	16,7	24,1	100,0	29,6
Nueva tecnología	26,1	52,9	20,0	0,0	38,1	27,3	0,0	42,6	0,0	34,3
TOTAL	117,4	114,7	100,0	100,0	116,7	100,0	100,0	109,3	100,0	111,7

Nota: Los totales suman más de cien porque hay empresas que contestaron más de una opción.

CUADRO 5  
TIPO DE INVERSIÓN EN 1988  
Porcentaje de Empresas

	Alimen- tos Bebidas	Textiles Confec- ción	Made- ras Mue- bles	Papel Impren- ta	Qui- micos	Minera- les No metá- licos	Meta- les Bási- cos	Maqui- naria	Otros	Total
Reposición	40,0	38,2	50,0	35,7	41,5	54,5	33,3	45,5	33,3	42,5
Expansión capacidad	28,9	35,3	33,3	21,4	36,6	27,3	33,3	32,7	66,7	33,0
Nueva tecnología	48,9	38,2	16,7	35,7	31,7	18,2	33,3	41,8	0,0	38,2
TOTAL	117,8	111,8	100,0	92,9	109,8	100,0	100,0	120,0	100,0	113,7

Nota: Los totales suman más de cien porque hay empresas que contestaron más de una opción.

de capital necesarios, aunque ésta varía según el período que contemple cada estudio. En cuanto a las variables de disponibilidad de crédito y recursos propios, los estudios no permiten concluir nada definitivo, y sobre la tasa de interés encuentran que su efecto sobre la inversión es muy pequeño. Por otro lado, en un estudio de FEDesarrollo, donde se confirman los resultados anteriores, se encontró además una elasticidad significativa de la inversión en maquinaria y equipo a los precios relativos de estos bienes (los cuales están determinados básicamente por la tasa de cambio real y su precio externo) y una influencia también significativa e inversa de las restricciones de importaciones sobre este tipo de inversión<sup>6</sup>.

En los Cuadros 6 y 7 se resumen las respuestas a la pregunta sobre los principales factores favorables para la inversión. En la Encuesta se pidió que se señalaran los tres principales factores en orden de importancia. En el Cuadro 6 se resumen únicamente los que fueron citados como los primeros en importancia. Como allí se aprecia, el 44% de las empresas mencionaron a la demanda como el factor más favorable para la inversión. Esto coincide con la importancia que según todos los estudios tiene el efecto acelerador como determinante de la inversión y es consistente con el dinamismo que registró la demanda desde 1986<sup>7</sup>.

A la demanda le siguen en importancia una serie de variables que pueden ser consi-

<sup>6</sup> *Ibid.*

<sup>7</sup> Véase al respecto el análisis de coyuntura en esta misma revista.

**CUADRO 6**  
**PRINCIPAL FACTOR FAVORABLE PARA LA INVERSION**  
 Porcentajes de Empresas

	Alimen- tos Bebidas	Textiles Confec- ción	Made- ras Mue- bles	Papel Impren- ta	Quí- micos	Minera- les No metá- licos	Meta- les Bási- cos	Maqui- naria	Otros	Total
Alta demanda	29.3	47.1	60.0	54.5	45.2	70.0	0.0	50.9	33.3	44.6
Incentivos exportaciones	2.4	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	33.3	2.5
Protección frente importaciones	0.0	8.8	0.0	0.0	0.0	0.0	40.0	7.5	0.0	4.4
Reforma tributaria 1986	7.3	2.9	0.0	0.0	7.1	10.0	0.0	3.8	0.0	4.9
Relación precio-costo satisfactoria	9.8	8.8	20.0	18.2	9.5	10.0	0.0	5.7	0.0	8.8
Disponibilidad crédito y costos financieros	9.8	5.9	0.0	9.1	7.1	0.0	20.0	1.9	33.3	6.4
Disponibilidad recursos propios	9.8	5.9	0.0	9.1	9.5	0.0	20.0	9.4	0.0	8.3
Disponibilidad innovacio- nes tecnológicas	12.2	8.8	0.0	0.0	2.4	0.0	20.0	7.5	0.0	6.9
Facilidad para importar maquinaria	2.4	2.9	0.0	9.1	2.4	0.0	0.0	1.9	0.0	2.5
Capacidad organizacional	17.1	2.9	20.0	0.0	16.7	10.0	0.0	9.4	0.0	10.8
<b>TOTAL</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**CUADRO 7**  
**PRINCIPALES FACTORES FAVORABLES A LA INVERSION EN 1987**  
**PARA EL TOTAL DE LA INDUSTRIA**  
 Porcentajes de Empresas

	Prioridad 1	Prioridad 2	Prioridad 3
Alta demanda	44.0	10.1	3.7
Incentivos exportaciones	2.4	1.7	4.9
Protección frente importaciones	4.3	11.2	4.3
Reforma tributaria 1986	4.8	5.1	4.9
Relación precio-costo satisfactoria	8.7	12.9	16.0
Disponibilidad crédito y costos financieros	6.3	16.3	13.6
Disponibilidad recursos propios	8.2	12.9	12.3
Disponibilidad innovaciones tecnológicas	6.8	6.7	14.2
Disponibilidad mano de obra	0.0	3.9	3.1
Facilidad para importar maquinaria	2.4	3.9	4.3
Capacidad organizacional	10.6	15.2	18.5
<b>TOTAL</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

deradas factores internos a la empresa o al sector industrial correspondiente: la existencia de la capacidad organizacional necesaria para adoptar los cambios (10.6%), una relación precio-costo satisfactoria (8.7%) y la disponibilidad de recursos propios (8.2%). El primero de ellos no se capta en ninguno de los trabajos realizados por no ser cuantificable, pero se puede interpretar como un elemento estructural que interviene en las decisiones de inversión y no como un factor específico a la coyuntura actual. Por su parte, la importancia atribuida por los industriales a la relación satisfactoria entre precios y costos es consistente con el aumento de los márgenes de ganancia de las empresas durante 1987, debido a que el fortalecimiento de la demanda industrial permitió a los empresarios transmitir los aumentos de costos a los precios, recuperando parcialmente el terreno que habían perdido los márgenes durante la crisis del sector<sup>8</sup>. El cuarto factor en importancia, la disponibilidad de recursos propios, es uno de los determinantes principales de la inversión según las teorías postkeynesianas, que resulta corroborado en funciones de inversión para la industria colombiana<sup>9</sup>. Esta también fue una variable que debió tener un comportamiento favorable durante 1987, por su relación con el ciclo económico. En efecto, un estudio realizado recientemente encuentra un comportamiento procíclico de los márgenes de ganancia<sup>10</sup>, al tiempo que según otra investigación existe un comportamiento contracíclico de la demanda de crédito, incluso a la de largo plazo, cuyo principal destino son los proyectos de inversión en capital fijo<sup>11</sup>. Todo lo anterior permite deducir que la disponibilidad de recursos propios de las

empresas debió haber aumentado durante 1987, favoreciendo así el crecimiento observado de la inversión.

En contraste, la disponibilidad de crédito y los costos financieros no muestran mucha importancia como incentivos para la inversión, según los resultados de la Encuesta. Tal cosa es consistente con la mayoría de los estudios, y en particular con las conclusiones del último trabajo mencionado sobre el comportamiento de la demanda de crédito a lo largo del ciclo. Además, como veremos más adelante, es compatible con la importancia relativamente baja que tiene el crédito bancario y comercial en el financiamiento de los proyectos de inversión.

Por otro lado, los factores exógenos que pueden ser afectados directamente por la política económica no tuvieron mayor relevancia para las decisiones de inversión en 1987. Las variables de política incluidas en la Encuesta fueron los incentivos a las exportaciones, la protección frente a las importaciones, la reforma tributaria de 1986 y la facilidad para importar maquinaria. Ninguna de ellas fue mencionada por un porcentaje apreciable de empresas como el principal factor favorable a la inversión. Una explicación de la poca importancia que tuvieron estas variables en las decisiones recientes de inversión reside en el hecho de que en 1987, e incluso en el año anterior, no se dieron cambios significativos en ninguna de ellas, con la excepción obvia de la reforma tributaria<sup>12</sup>. Más adelante se verá que las expectativas sobre estas variables sí pueden en cambio ser de importan-

<sup>8</sup> Véase el capítulo de Actividad Económica Urbana de Coyuntura Económica de diciembre de 1987.

<sup>9</sup> Ricardo Chica, "La financiación de la inversión en la industria manufacturera colombiana", *Desarrollo y Sociedad*, No. 15.

<sup>10</sup> Eduardo Lora y José Antonio Ocampo, "Política macroeconómica y distribución del ingreso en Colombia: 1980-1990", *Coyuntura Económica*, Vol. XVI, No. 3, octubre de 1986.

<sup>11</sup> Eduardo Lora, "Macroeconomía del sistema bancario: Un modelo aplicado a Colombia", *Coyuntura Económica*, Vol. XVIII, No. 4, diciembre de 1987.

<sup>12</sup> En el estudio de Mauricio Rubio, "Estimación de una función de inversión para la industria colombiana", *Mimeo*, CCRP, agosto, 1983, se encuentra que las reformas tributarias tienen el efecto neto de trasladar la inversión para el año siguiente, lo cual se desvirtuaría con este resultado de la encuesta.



cia en las decisiones futuras de inversión. Además, en el caso de las facilidades para importar maquinaria, su escasa importancia en las decisiones de inversión en 1987 sugiere que en este año no existían ya demandas represadas de años anteriores.

Al hacer un análisis de los resultados por sectores resulta interesante destacar los referentes a alimentos y bebidas. En estas ramas industriales la demanda aparece con un efecto apreciable pero menos importante que en el promedio de la industria, lo cual es consistente con el hecho de que las tasas de crecimiento de estos sectores durante los dos años de recuperación industrial han sido inferiores a los de la mayoría de los otros sectores. Esto resulta aparentemente contradictorio con el dinamismo que muestra la inversión en este sector, tanto en 1987 como en 1988, según los resultados de la Encuesta ya analizados. Sin embargo, entre los otros factores favorables que son importantes para estos sectores, se destaca la influencia que tienen aquellos de tipo estructural, más que coyuntural, tales como la capacidad organizacional de las empresas y la disponibilidad de innovaciones tecnológicas. Dado que estos sectores enfrentan una demanda bastante inelástica y, por lo tanto, estable, que no les permite esperar crecimientos muy acelerados en el futuro, resulta razonable que las decisiones de inversión dependan en mayor medida que en otros sectores de elementos de tipo estructural.

En la primera columna del Cuadro 7 se repiten los resultados agregados referentes a los factores mencionados en primer lugar por los empresarios como determinantes de la inversión. Las dos columnas siguientes corresponden a estos mismos factores, pero cuando fueron mencionados en segundo o tercer lugar. Para interpretar estos resultados conviene considerar los primeros como factores *decisivos* para las decisiones de inversión, y los siguientes como factores *complementarios*. Estos resultados revelan que la demanda pierde importancia a medida que disminuye el nivel de prioridad, lo cual se debe a que es el determinante esen-

cial de la inversión. En la segunda prioridad aparece como el más importante un elemento que no había sido muy destacado en la primera, cual es la disponibilidad de crédito y los costos financieros. Este resultado es coherente con la mayoría de los estudios econométricos, según los cuales la relación entre inversión y disponibilidad de crédito no es muy marcada, aunque sí es significativa en algunos períodos, cuando opera como una restricción para los planes de los empresarios. En el segundo rango de prioridad también aparece como un elemento de relativa importancia (11%) la protección frente a las importaciones.

En el tercer rango de prioridades surge como un factor muy importante la disponibilidad de innovaciones tecnológicas, cuyo peso era muy reducido en las prioridades anteriores. Este es un elemento de tipo más estructural, que, si bien no determina que se emprenda o no un proyecto de inversión, sí puede convertirse en un incentivo para realizar inversiones destinadas a aumentar la productividad. Los demás factores, básicamente los controlados por la política económica, siguen sin ser incentivos importantes, aún como segunda o tercera opción.

Por otro lado, en la Encuesta se indagó también sobre los factores desfavorables para la inversión, distinguiendo las respuestas según su prioridad. Estos resultados se presentan en los Cuadros 8 y 9. Como se puede observar, la baja demanda aparece como el principal impedimento para la inversión, lo cual no contradice el hecho de que también haya sido mencionado como el principal factor favorable. Antes bien, implica que un mayor crecimiento de la demanda estimularía aún el desarrollo de nuevas inversiones. Además, esto es consistente con otras evidencias que señalan que todavía no se ha llegado a una situación de recalentamiento de la economía, al menos no en lo que concierne al sector industrial<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Véase el Capítulo sobre Actividad Económica Urbana de *Coyuntura Económica*, diciembre de 1987.

CUADRO 8

PRINCIPAL FACTOR DESFAVORABLE PARA LA INVERSION  
Porcentajes de Empresas

	Alimen- tos Bebidas	Textiles Confec- ción	Made- ras Mue- bles	Papel Impren- ta	Quí- micos	Minera- les No metá- licos	Meta- les Bási- cos	Maqui- naria	Otros	Total
Baja demanda	18.9	20.0	40.0	10.0	13.3	40.0	0.0	27.1	0.0	20.9
Desincentivos exportaciones	5.4	3.3	0.0	0.0	3.3	0.0	0.0	2.1	0.0	2.8
Protección inadecuada importaciones	2.7	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.5	0.0	4.5
Exceso de impuestos	21.6	10.0	40.0	10.0	13.3	0.0	0.0	10.4	50.0	13.6
Relación precio-costo insatisfactoria	10.8	3.3	20.0	10.0	30.0	10.0	20.0	6.3	0.0	11.9
Escasez de crédito	5.4	16.7	0.0	30.0	0.0	10.0	0.0	8.3	50.0	9.0
Escasez recursos propios	16.2	13.3	0.0	20.0	20.0	0.0	0.0	16.7	0.0	14.7
Costos financieros des- favorables	5.4	10.0	0.0	0.0	6.7	10.0	20.0	10.4	0.0	7.9
Falta de innovacio- nes tecnológicas	2.7	3.3	0.0	10.0	3.3	0.0	40.0	2.1	0.0	4.0
Dificultad para importar maquinaria	8.1	16.7	0.0	10.0	6.7	30.0	20.0	4.2	0.0	9.6
Dificultades organi- zacionales	2.7	0.0	0.0	0.0	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
<b>TOTAL</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

CUADRO 9

PRINCIPALES FACTORES DESFAVORABLES A LA INVERSION  
PARA EL TOTAL DE LA INDUSTRIA  
Porcentajes de Empresas

	Prioridad 1	Prioridad 2	Prioridad 3
Baja demanda	20.9	4.7	5.6
Desincentivos a las exportaciones	2.8	7.4	3.2
Protección inadecuada importaciones	4.5	2.0	5.6
Exceso de impuestos	13.6	18.9	11.3
Relación precio-costo insatisfactoria	11.9	11.5	8.9
Escasez de crédito	9.0	10.1	8.1
Escasez de recursos propios	14.7	11.5	10.5
Escasez de mano de obra	0.0	2.0	4.8
Costos financieros desfavorables	7.9	17.6	19.4
Falta de innovaciones tecnológicas	4.0	0.7	4.8
Dificultad para importar maquinaria	9.6	10.1	12.9
Dificultades organizacionales	1.1	3.4	4.8
<b>TOTAL</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

Sigue en importancia como uno de los principales impedimentos para la inversión la insuficiente disponibilidad de recursos internos de las empresas (15%). La escasez de crédito y los costos financieros, sin embargo, sólo son mencionados como principal factor desfavorable por el 9 y el 8% de las empresas respectivamente. Esto confirma así que el elemento más importante relacionado con el financiamiento de la inversión es la disponibilidad de recursos propios de las empresas, más que la posibilidad de obtención de crédito. Así mismo, estas respuestas son consistentes con la evidencia de un comportamiento contracíclico de la demanda de crédito, dada la favorable coyuntura económica actual.

En tercer lugar de importancia aparece el exceso de impuestos, el cual es mencionado por el 14% de los encuestados. Este resultado es consistente con la poca importancia asignada por los empresarios a la reforma tributaria de 1986 como elemento favorable a la inversión. En efecto, no obstante la reforma, los encuestados consideran que los niveles actuales de impuestos siguen siendo un desincentivo importante. Las políticas comerciales de protección frente a las importaciones e incentivos a las exportaciones, si bien no tuvieron un efecto positivo sobre la inversión, tampoco fueron desfavorables a ella, ya que sólo fueron mencionadas en esta pregunta por el 5 y el 3% de las empresas, respectivamente. Esto indica que es poco lo que la política comercial puede hacer para aumentar la inversión industrial, excepto tal vez algo en lo que respecta a la facilidad para importar maquinaria, lo cual sí es mencionado como impedimento por un mayor porcentaje de empresas (10%).

La relación entre precios y costos de la inversión, aunque fue uno de los principales incentivos a la inversión de un número apreciable de empresas, aparece como un factor negativo para el 12% de las empresas, en particular para las del sector de productos químicos (30%).

En cuanto a la distribución por sectores de los problemas para la inversión, la falta

de demanda fue importante para los sectores de minerales no metálicos y madera y muebles (40%) y, en menor medida, para los de maquinaria (27%) y textiles (20%). Los sectores que acusaron mayores problemas de financiamiento, tanto el proveniente de crédito como de recursos propios, fueron los de papel e imprentas (30 y 20% respectivamente), textiles y confecciones (17 y 13%) y el de maquinaria (8 y 17%). Los costos financieros, sin embargo, fueron un problema menos significativo para estos sectores.

Si se ordenan nuevamente los problemas más importantes en cada una de las escalas de prioridad (Cuadro 9), se confirma que la insuficiencia de demanda es el elemento más determinante y que, como elementos complementarios, son de importancia los altos costos financieros, al tiempo que aumenta la importancia del exceso de impuestos. Otro problema complementario que aparece como tercera prioridad es el de la dificultad para importar maquinaria. Este es un elemento que ha sido muy estudiado en los estudios realizados sobre determinantes de la inversión y aparece como una restricción significativa para la inversión en casi todos ellos. Las variables relacionadas con la protección a la producción nacional y los incentivos a las exportaciones no resultan importantes en ningún nivel de prioridad, confirmando así su reducida importancia en las decisiones de inversión en las empresas industriales colombianas.

En términos generales, hay una gran coincidencia entre los factores positivos y negativos que inciden en la inversión. Los dos tipos de respuestas son consistentes en señalar la importancia de continuar con el proceso de crecimiento económico dentro de un marco de estabilidad de las políticas económicas para estimular la inversión. Los únicos cambios de política que sugerirían los resultados de la encuesta son aquellos tendientes a reducir los impuestos y a facilitar más las importaciones de bienes de capital. Sin embargo, en una situación de restricción fiscal, la primera de estas medidas sólo podría tener lugar reduciendo

simultáneamente el gasto público, lo cual tendría una incidencia desfavorable sobre la demanda que sería mucho más perjudicial para la inversión privada. Las medidas relacionadas con una mayor libertad de importaciones de bienes de capital podrían ser más viables, aun cuando también deberían consultar las perspectivas de la balanza de pagos y las posibilidades de producción competitiva por parte de la industria doméstica.

La Encuesta también investigó la importancia de una serie de posibles impedimentos futuros para realizar inversión. Esta sección de la Encuesta estuvo dirigida a captar la incidencia de factores de mediano y largo plazo que influyen sobre las decisiones actuales y futuras de inversión. De acuerdo con las respuestas de los empresarios, el principal obstáculo para la inversión es la incertidumbre sobre el crecimiento futuro de la demanda (50%). Así como un nivel alto de demanda es una condición necesaria para que se piense en invertir, la posibilidad de predecir su comportamiento en el futuro es un factor determinante para llevar a cabo los planes de inversión. Por otra parte, es interesante notar que, aunque los factores regidos por la política de comercio exterior no han tenido mucha importancia sobre las decisiones recientes de inversión, la incertidumbre sobre estas variables sí tiene un efecto negativo importante: es así como la inseguridad sobre la posibilidad de importar insumos aparece como el segundo impedimento futuro para la inversión (11.5%), seguido por la incertidumbre sobre la protección frente a las importaciones (10.4%). Igual importancia tiene la incertidumbre sobre los precios de los insumos (10.4%), por su efecto sobre la rentabilidad de la inversión en el largo plazo. Las variables de tasa de cambio, impuestos y salarios no causan en cambio mucha preocupación entre los empresarios, quizás por la forma más o menos estable y predecible como han sido manejadas por la política económica en el pasado. La incertidumbre sobre los incentivos a las exportaciones tampoco aparece como un problema importante, a pesar de que la inestabi-

lidad de su manejo ha sido muy marcada durante los últimos años. Sin embargo, esta respuesta refleja el hecho de que las inversiones industriales que se hacen con miras al mercado externo son muy pocas, además de que la misma inestabilidad histórica de estos incentivos ha dado como resultado que no se tengan en cuenta como un elemento del análisis de la rentabilidad de los proyectos de exportación, y se consideren, cuando se dan, como meras ganancias extraordinarias.

Aunque el problema de la incertidumbre sobre la demanda afecta en forma más o menos homogénea a todos los sectores, hay otros problemas que sí tienen una importancia especial para algunos de ellos. Este es el caso de la incertidumbre sobre la protección del mercado interno, que es especialmente notoria para el sector productor de maquinaria, ya que su producción es altamente competitiva de las importaciones; esta preocupación también está relacionada con la inestabilidad de las políticas de compras oficiales, las cuales representan buena parte de la demanda del sector. Una estrategia de estímulo al sector de bienes de capital debe tener en cuenta más la estabilidad de la demanda oficial que propiamente los niveles de protección. De hecho, la protección parece estar en un nivel adecuado, ya que tuvo un efecto positivo sobre la inversión en este sector (ver Cuadro 6) y no aparece mencionada como un factor negativo (Cuadro 8). Esta conclusión confirma un argumento contenido en un trabajo de Caballero, Echavarría y Londoño, según el cual el problema de la industria metalmeccánica en Colombia no es de falta de competitividad frente a los productos importados sino de inestabilidad de la demanda, debido a la ausencia de una política adecuada de compras oficiales<sup>14</sup>.

Por otro lado, los sectores altamente dependientes de insumos agrícolas para su

<sup>14</sup> J.J. Echavarría, C. Caballero y J.L. Londoño, "El proceso de industrialización. Algunas ideas sobre un viejo debate", *Coyuntura Económica*, Vol. XIII, No. 3, septiembre, 1983.

CUADRO 10  
 PRINCIPAL IMPEDIMENTO FUTURO PARA LA INVERSION  
 Porcentajes de Empresas

	Alimen- tos Bebidas	Textiles Confec- ción	Made- ras Mue- bles	Papel Impren- ta	Quí- micos	Minera- les No metá- licos	Meta- les Bási- cos	Maqui- naria	Otros	Total
Incertidumbre sobre crecimiento demanda	43.2	65.6	80.0	33.3	31.0	70.0	50.0	50.0	50.0	49.5
Incertidumbre sobre protección	13.5	6.3	0.0	0.0	10.3	0.0	0.0	17.3	0.0	10.4
Incertidumbre sobre incentivos exportación	5.4	3.1	0.0	11.1	10.3	0.0	0.0	1.9	50.0	4.9
Incertidumbre sobre importación insumos	10.8	0.0	0.0	0.0	13.8	10.0	33.3	19.2	0.0	11.5
Incertidumbre sobre salarios	0.0	6.3	0.0	0.0	6.9	0.0	16.7	0.0	0.0	2.7
Incertidumbre sobre tasa de cambio	8.1	6.3	0.0	22.2	10.3	0.0	0.0	3.8	0.0	6.6
Incertidumbre sobre impuestos	0.0	0.0	20.0	22.2	3.4	20.0	0.0	1.9	0.0	3.8
Incertidumbre sobre precios insumos	18.9	12.5	0.0	11.1	13.8	0.0	0.0	5.8	0.0	10.4
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

producción, como el de alimentos y bebidas, el de textiles y, en menor medida el de papel e imprentas, son los más preocupados por la inestabilidad de los precios de sus insumos. Esto pone de presente la falta de confianza de los empresarios en las políticas de estabilización de precios de productos básicos manejadas por el IDEMA. Por su parte, los sectores con un alto componente de insumos importados (químicos, metálicas básicas y maquinaria) lógicamente mencionan la incertidumbre sobre la capacidad de importar insumos como una de sus principales preocupaciones para el futuro, así como aquellos que exportan (papel e imprentas y químicos) tienen un cierto grado de preocupación sobre la estabilidad de los incentivos.

En la evaluación de los problemas como segunda prioridad (Cuadro 11) se destaca nuevamente la incidencia desfavorable de la inestabilidad de los precios de los insumos (23%). Los demás problemas que surgen como importantes en este rango de prioridad refuerzan aún más la importancia de la estabilidad de la política comercial como un factor decisivo para el desempeño de la inversión en el futuro. Esto se refleja en la

incertidumbre sobre el suministro de insumos importados (21%) y sobre la evolución de la tasa de cambio (13%). Todos estos también son los más importantes entre los de tercera prioridad, al tiempo que cobra mayor importancia la incertidumbre sobre la protección y sobre los impuestos.

El último tema que investigó la Encuesta fue el relativo a las modalidades de financiamiento de la inversión. Con el fin de determinar la composición del financiamiento, se pidió a los encuestados que indicaran los porcentajes aproximados en los que diferentes modalidades de financiamiento habían contribuido a cubrir el valor de las inversiones realizadas en 1987. Las modalidades consideradas fueron los recursos propios de las firmas, la emisión de acciones, tres formas alternativas de crédito (fomento, comercial y externo) y el arrendamiento financiero ("leasing"). La misma pregunta se repitió también para los planes de inversión que tienen los empresarios para 1988. Los principales resultados sobre este tema aparecen en los Cuadros 12 a 15.

En el primero de estos cuadros se muestra la participación relativa de las diferen-

## CUADRO 11

**PRINCIPALES IMPEDIMENTOS FUTUROS A LA INVERSION  
PARA EL TOTAL DE LA INDUSTRIA  
Porcentajes de Empresas**

	Prioridad 1	Prioridad 2	Prioridad 3
Incertidumbre sobre crecimiento de demanda	49.1	10.2	8.1
Incertidumbre sobre protección frente a importaciones	10.4	8.4	11.0
Incertidumbre sobre incentivos a exportaciones	4.9	6.6	5.9
Incertidumbre sobre importación de insumos	11.5	20.5	13.2
Incertidumbre sobre salarios	2.7	7.2	2.9
Incertidumbre sobre tasa de cambio	6.6	13.3	12.5
Incertidumbre sobre impuestos	3.8	9.0	14.0
Incertidumbre sobre precios de insumos	10.4	22.9	22.1
Incertidumbre sobre avances tecnológicos	0.0	1.8	10.3
<b>TOTAL</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

tes modalidades de financiación para el total de la industria en 1987. El resultado más destacado es, sin duda, la gran importancia que tuvieron los recursos propios de las firmas como fuentes de financiamiento del gasto en capital fijo. Para el conjunto de la industria, esta fuente de recursos cubrió el 57% del gasto en inversión efectuado en ese año, confirmando así la importancia asignada por los empresarios a la disponibilidad de recursos propios en sus decisiones de inversión. Las fuentes que le siguen en importancia son, respectivamente, el crédito comercial y el crédito de fomento, cuyas participaciones en 1987 fueron 18 y 15%. Las demás fuentes aportaron magnitudes relativamente poco importantes al financiamiento de la inversión, y en todos los casos alrededor del 3%.

El mismo Cuadro 12 revela además que no son extraños los casos en los cuales prácticamente toda la inversión es financiada con recursos internos de las firmas. En

efecto, un 22% de las empresas encuestadas indicó haber financiado más del 90% de su inversión en 1987 con sus propios recursos, y otro 12% informó haber utilizado esta modalidad para financiar entre un 70 y un 90% de la inversión. Dada esta situación, no es sorprendente así que entre los principales determinantes de la inversión en 1987, el crecimiento de la demanda y el aumento de los márgenes brutos de ganancia hayan ocupado lugares muy destacados, puesto que estas dos variables son los más importantes determinantes de la generación de recursos propios de las firmas. Ninguna otra fuente de financiamiento llega a cubrir porcentajes tan altos de la inversión de manera frecuente. Por ejemplo, tan solo un 5% de las empresas financiaron más del 70% de sus inversiones con crédito comercial o de fomento. De igual manera, apenas un 21% de las firmas se valieron del crédito de fomento para financiar más del 30% del total de su inversión. La situación fue muy semejante para el crédito co-

## CUADRO 12

MODALIDAD DE FINANCIACION DE LA INVERSION INDUSTRIAL  
EN 1987  
(%o empresas)

Rangos (%)	Recursos Propios	Acciones	Crédito Fomento	Crédito Comercial	Crédito Externo	Leasing	Total
0-10	5.46	6.01	8.74	6.56	6.01	5.46	—
10-20	9.84	6.56	6.56	8.20	1.64	1.64	—
20-30	18.03	0.55	4.37	9.29	3.28	0.55	—
30-40	8.74	1.64	5.46	4.92	3.28	0.55	—
40-50	10.38	0.55	4.37	7.65	0.55	1.09	—
50-60	7.10	0.00	2.19	4.92	0.55	0.00	—
60-70	5.46	0.55	4.37	1.09	0.00	0.00	—
70-80	6.56	0.00	3.28	3.28	0.00	0.55	—
80-90	6.01	0.00	1.64	1.09	0.00	0.55	—
90-100	22.40	0.00	0.00	1.09	0.00	0.55	—
TOTAL	57.15	2.81	15.48	18.29	3.31	2.96	100.00

## CUADRO 13

MODALIDAD DE FINANCIACION DE LA INVERSION INDUSTRIAL  
EN 1988  
(%o empresas)

Rangos (%)	Recursos Propios	Acciones	Crédito Fomento	Crédito Comercial	Crédito Externo	Leasing	Total
0-10	1.76	5.88	7.65	10.59	6.47	9.41	—
10-20	12.35	2.94	8.24	5.88	2.35	0.00	—
20-30	18.24	1.18	7.06	12.94	1.76	1.18	—
30-40	13.53	1.76	6.47	5.29	4.12	0.00	—
40-50	15.88	2.94	8.82	7.06	3.53	0.00	—
50-60	7.65	0.00	2.94	4.71	1.18	0.00	—
60-70	4.71	1.18	5.88	1.76	0.00	1.18	—
70-80	5.88	0.00	1.76	2.35	0.00	0.00	—
80-90	5.29	0.59	1.18	0.00	0.00	0.59	—
90-100	14.71	1.76	0.59	0.00	0.00	0.00	—
TOTAL	51.42	6.26	19.01	16.08	5.08	2.15	100.00

mercial, puesto que esta fuente sólo cubrió por encima del 30% de la inversión en el 24% de los casos. De esta manera, puede afirmarse que los recursos crediticios constituyeron en realidad fuentes complementarias a los recursos propios de las firmas para realizar la inversión.

En el Cuadro 13 aparecen los resultados correspondientes a 1988. Es interesante observar que las empresas aspiran a aumentar la colocación de acciones y el acceso al crédito de fomento y de origen externo para financiar en mayores proporciones su gasto de inversión. En contraste, esperan que se reduzca la participación de los recursos propios y del crédito comercial, lo cual puede sugerir que estos son los recursos que más alto costo de oportunidad tienen para las empresas. También es notable que las empresas aspiran a diversificar las fuentes de financiamiento con el fin de reducir la alta dependencia con respecto a los recursos propios. Esto puede ser indicativo de que la estructura de financiamiento adoptada en 1987 no fue enteramente satisfactoria para las firmas y que, por consiguiente, estarían inclinadas a acudir más a los mercados accionario y crediticio para financiar la inversión. La viabilidad de esta alternativa depende, por supuesto, de la disponibilidad de crédito y de la situación de las tasas de interés.

En los dos cuadros restantes aparecen las participaciones totales de las diferentes mo-

dalidades de financiamiento para cada uno de los principales sectores industriales en 1987 y en 1988. En el Cuadro 14 se observa que la composición del financiamiento varía en forma apreciable entre los diferentes sectores. Las participaciones más elevadas para los recursos propios corresponden a las empresas productoras de metálicos básicos, productos químicos, alimentos y maquinaria. Por su parte, los recursos de crédito de fomento son de especial importancia para los sectores productores de muebles, manufacturas diversas y textiles y confecciones, donde posiblemente se encuentra el mayor número de empresas medianas y pequeñas. En contraste, el crédito comercial representa una fuente más importante de recursos para las empresas de los sectores productores de minerales no metálicos y papel e imprentas, los cuales se encuentran conformados por grandes empresas, que tienen más fácil acceso al financiamiento bancario. La utilización del mecanismo del leasing como fuente de financiamiento aparece como muy importante únicamente para el sector productor de manufacturas diversas (36%). En los demás casos llega a lo sumo al 5% (textiles y confecciones). La emisión de acciones no tiene mayor importancia como fuente de recursos para ningún sector industrial, con la posible excepción de minerales no metálicos donde alcanza a representar el 7% del valor de la inversión. Por último, la participación del crédito externo es aún menos importante pues apenas alcanza el 6% de la

CUADRO 14  
MODALIDAD DE FINANCIACION DE LA INVERSION  
Por Sectores Industriales en 1987

	Alimen- tos Bebidas	Textiles Confec- ción	Made- ras Mue- bles	Papel Impren- ta	Quí- micos	Minera- les No metá- licos	Meta- les Bási- cos	Maqui- naria	Otros	Total
Recursos propios	58.40	48.58	41.25	42.77	59.65	30.00	72.08	56.14	27.66	57.15
Emisión de acciones	1.84	3.01	0.00	3.14	4.29	7.44	1.95	3.18	0.00	2.81
Crédito de fomento	18.56	27.08	43.75	22.01	10.99	19.07	14.94	10.86	36.17	15.48
Crédito comercial	15.80	11.15	15.00	32.08	20.11	34.88	11.04	23.68	0.00	18.29
Crédito externo	3.83	4.42	0.00	0.00	3.49	6.05	0.00	3.07	0.00	3.31
Leasing	1.53	5.49	0.00	0.00	1.47	2.56	0.00	3.07	36.17	2.96
<b>TOTAL</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>



**CUADRO 15**  
**MODALIDAD DE FINANCIACION DE LA INVERSION**  
**POR SECTORES INDUSTRIALES EN 1988**

	Alimen- tos Bebidas	Textiles Confec- ción	Made- ras Mue- bles	Papel Impren- ta	Quí- micos	Minera- les No metá- licos	Meta- les Bási- cos	Maqui- naria	Otros	Total
Recursos propios	46.89	40.35	27.08	24.18	51.07	69.40	51.55	58.67	27.66	51.42
Emisión de acciones	7.66	11.02	0.00	15.38	6.28	16.94	18.56	1.55	0.00	6.26
Crédito de fomento	22.81	31.10	21.88	20.88	12.97	3.28	20.62	14.25	36.17	19.01
Crédito comercial	15.47	7.28	51.04	23.08	23.66	8.20	4.12	19.01	0.00	16.08
Crédito externo	5.90	6.10	0.00	15.38	4.14	2.19	4.12	4.64	0.00	5.08
Leasing	1.28	4.13	0.00	1.10	1.87	0.00	1.03	1.88	36.17	2.15
<b>TOTAL</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

inversión en el mismo sector de minerales no metálicos y coeficientes menores en los demás casos.

Por último, en el Cuadro 15 puede verse que las empresas de la mayoría de los sectores planean modificar de manera importante la composición del financiamiento de la inversión en 1988. En los sectores productores de muebles, papel e imprentas y metálicas básicas, los empresarios aspiran a disminuir sustancialmente su dependencia de recursos propios, mediante la obtención de más crédito comercial en el primer caso y a través de una mayor diversificación de las fuentes de financiamiento en los otros dos. En el sector de textiles y confecciones, el principal cambio esperado en las fuentes de financiamiento será un aumento en la importancia de las acciones, a costa principalmente del crédito comercial. En el sector de minerales no metálicos, las empresas también planean acudir más a la emisión de acciones, para complementar así la mayor disponibilidad prevista de recursos propios con el fin de disminuir su alta dependencia al crédito comercial y de fomento.

#### IV. CONCLUSIONES

La Encuesta Especial realizada por FE-DESARROLLO entre las empresas industriales permite sacar importantes conclusiones sobre el comportamiento reciente y sobre los determinantes de la inversión privada en Colombia. En relación con el desem-

peño de la inversión, la Encuesta muestra de manera concluyente que las empresas del sector industrial han aumentado recientemente sus gastos en formación de capital fijo en términos reales y que planean efectuar inversiones adicionales de importancia en 1988. Los mayores gastos de inversión ya se han reflejado en expansiones de capacidad en algunos de los sectores que registraban en 1986 los más altos niveles de utilización, amenazando con convertirse así en cuellos de botella para la recuperación económica. Los planes de los empresarios para 1988 muestran igualmente que los mayores aumentos en la inversión se darán este año en aquellos sectores que registran actualmente los mayores niveles de utilización de su capacidad instalada.

Desde el punto de vista de los empresarios, la situación actual y esperada de la demanda es el factor que ha tenido la mayor influencia en las decisiones recientes y en las posibilidades futuras de la inversión. Este resultado es consistente con los estudios empíricos sobre el tema, que se basan en la conocida teoría del acelerador, según la cual, la inversión es una variable endógena al proceso de crecimiento económico. La fuerte respuesta que ha tenido recientemente la inversión a los crecimientos de la demanda se ajusta perfectamente a estas teorías. Además, indica claramente que la insuficiencia de capacidad productiva difícilmente puede convertirse en un obstáculo al crecimiento económico actual.

Aparte de la demanda, las dos variables de mayor influencia en las decisiones de inversión son la disponibilidad de recursos propios y la relación entre los precios y los costos de producción de las firmas. Como ambas variables tienen una relación muy marcada con el ciclo económico, constituyen canales adicionales a través de los cuales el crecimiento económico incide sobre la inversión. En efecto, en los períodos de rápido crecimiento, debido al fortalecimiento de la demanda, las firmas están en capacidad de elevar sus márgenes de ganancia, lo cual mejora su relación precio/costo y aumenta la generación de recursos propios, que, de acuerdo con los resultados de la Encuesta, constituyen la fuente básica de financiamiento de la inversión. De esta manera, el crecimiento económico hace posible la expansión de la inversión, que a su vez permite sostener el dinamismo de la producción a través del tiempo.

Las variables de política no demuestran haber tenido una influencia importante en el dinamismo actual de la inversión. En particular, la reforma tributaria no fue un factor favorable de importancia en las decisiones de inversión en 1987, como tampoco las políticas comerciales externas relacionadas con los sistemas de promoción de exportaciones menores, con las mayores faci-

lidades para importar maquinaria o con la protección de los mercados internos. Antes bien, el exceso de impuestos y las dificultades para importar maquinaria aparecen como obstáculos para un crecimiento más fuerte de la inversión. Además, la incertidumbre en relación con algunas áreas de política constituye un impedimento importante para el aumento futuro de la inversión.

Las conclusiones anteriores sugieren que un proceso de crecimiento económico sostenido puede ir correspondido con incrementos continuos y significativos de la inversión en el sector privado si se eliminan los principales elementos de incertidumbre relacionados con el crecimiento de la demanda y con la estabilidad de las políticas comerciales y cambiarias externas. Las políticas de pare y siga en los frentes fiscal y monetario, con las que suele responderse a las presiones inflacionarias, son contrarias a la posibilidad de un crecimiento económico sostenido porque desalientan la inversión y facilitan por consiguiente posteriores aumentos de precios. De igual manera, los intentos de liberación de importaciones que responden a la necesidad de facilitar el manejo monetario y al propósito de reducir las presiones inflacionarias son desestimulantes para la inversión y terminan por frenar el crecimiento.