

# *Tendencias del ahorro, la inversión y el crecimiento en Colombia*

LUIS BERNARDO FLÓREZ ENCISO<sup>1</sup>

*Profesor Asociado de la Universidad Nacional de Colombia  
y Codirector de la Junta Directiva del Banco de la República.*

147

## INTRODUCCIÓN

Este escrito recoge parcialmente la transcripción de la exposición audiovisual que preparé para los asistentes a la Cátedra Manuel Ancízar del 30 de octubre de 1999. Por ello, aún conserva en algunas partes el estilo de una charla más que de un escrito formal, aunque he corregido aquí y allá problemas de redacción que son inevitables en este tipo de presentaciones y he reelaborado y ampliado argumentos y explicaciones para buscar una mayor comprensión por parte de los eventuales lectores. El texto también incluye la bibliografía básica que utilicé para la exposición, orientada en especial al numeroso auditorio no economista que estuvo en la conferencia, e incorpora otras referencias para lectores más especializados<sup>2</sup>.

1 Las opiniones aquí expresadas son de la exclusiva responsabilidad del autor. Agradezco la valiosa y eficaz colaboración de la Dra. Martha Misas Arango.

2 Por razones de espacio se excluyen unas consideraciones sobre los problemas de medición de las variables, los cambios metodológicos que se han dado en el Sistema de Cuentas Nacionales y las dificultades que ello conlleva en la elaboración de proyecciones completas y consistentes de las principales variables agregadas. Las series estadísticas que se utilizan, con base en las Cuentas Nacionales, se han construido a partir de: Banco de la República-GRECO, DNP 1998, Cárdenas y Escobar [1997], Proyecciones de DGPM, Ministerio de Hacienda, y reestimaciones del autor.

El objetivo de esta presentación es examinar las principales tendencias del ahorro y de la inversión y sus relaciones con el proceso de crecimiento en Colombia, con énfasis en la situación de auge y crisis de la década de los años noventa. Para ese propósito, primero se ofrecen las definiciones básicas, se exponen los debates más relevantes de teoría y política económica que se han dado sobre estos temas y se reseñan las conclusiones de algunos estudios empíricos efectuados. En segundo lugar, se presentan someramente las principales características del desempeño económico del país en el largo plazo. Finalmente, se analiza con mayor detalle el auge y colapso del ahorro, la inversión y el crecimiento en la última década y se proponen los temas centrales que, a juicio del autor, deben resolverse para retomar la senda hoy perdida del desarrollo nacional.

#### DEFINICIONES BÁSICAS

En el recuadro se resumen las variables agregadas y las ecuaciones sobre las cuales se desarrollará el análisis, acudiendo a los conceptos definidos en el Sistema de Cuentas Nacionales<sup>3</sup>. Para los propósitos de esta presentación, se clasifican el ingreso, el consumo, el ahorro y la inversión en dos grandes tipos de actividades o sectores: sector privado y sector público<sup>4</sup>.

Las relaciones contables permitan resaltar varios hechos importantes:

- En una economía cerrada (sin  $X$  ni  $M$ ), la demanda agregada es igual al producto, o PIB, en un período cualquiera (usualmente la contabilidad nacional se refiere a períodos anuales).
- En una economía abierta, cuando la demanda interna o "absorción" como también se le denomina (consumo más inversión de los sectores privado y público) supera al producto, ese exceso de demanda puede satisfacerse mediante mayores importaciones o menores exportaciones, ocasionando desequilibrios en las relaciones económicas con el exterior.

3 Una explicación sencilla de los conceptos y relaciones incluidos en el recuadro y de las diferencias que existen cuando se hace referencia al producto interno o al nacional, a la valoración a costo de factores o a precios de mercado, y a las variables expresadas en términos brutos o netos, se puede encontrar en: Lora, E., José A. Ocampo y R. Steiner [1994].

4 Existen, por supuesto, múltiples clasificaciones alternativas, entre ellas, la que diferencia ingresos, ahorro y gastos según los agentes o factores productivos, como asalariados, capitalistas y rentistas.

- La generación de ahorro de cada sector depende de la diferencia entre los ingresos que genera y el consumo que realiza. El ahorro así obtenido puede ser suficiente o no para financiar la inversión. De allí se deduce, entonces, que cada uno de los sectores puede ser superavitario o deficitario (o, claro, estar en equilibrio).
- El resultado contable más interesante tiene que ver con las interrelaciones entre la situación interna y la situación externa. En efecto, si ambos sectores son deficitarios (exceso de inversión frente al ahorro), la brecha resultante tendrá por necesidad –y por definición– que financiarse mediante el ahorro externo (equivalente al déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos). Puesto en otras palabras, cuando la inversión total es mayor (menor) que el ahorro nacional, el resultado es un déficit (superávit) de la misma magnitud en la cuenta corriente de balanza de pagos: ello implica, a su vez, que aumentan (disminuyen) los pasivos netos con el exterior o disminuyen (aumentan) los activos netos en moneda extranjera.
- Estas modificaciones se efectúan a través de cambios (aumentos o disminuciones) en las siguientes variables: endeudamiento externo público y privado, inversión extranjera en el país, inversión de colombianos en el exterior, reservas internacionales netas.
- Como es obvio, y ha sucedido en el país, existen otras posibilidades de combinaciones, como sería el caso de un sector superavitario (como el privado) y un sector deficitario (como el público), que se podrían compensar total o parcialmente entre sí, generando desequilibrios menores o nulos en la cuenta corriente de balanza de pagos.

*Sean:*

- PIB = Producto Interno Bruto  
 YP = Ingreso Disponible del Sector Privado  
 CP = Consumo del Sector Privado  
 IP = Inversión del Sector Privado  
 SP = Ahorro del Sector Privado  
 YG = Ingreso del Sector Público  
 CG = Consumo del Sector Público  
 IG = Inversión del Sector Público  
 SG = Ahorro del Sector Público  
 SP+SG = SNAL = Ahorro Nacional  
 X = Exportaciones  
 M = Importaciones

*Definiciones básicas:*

- (1) Oferta Agregada = Demanda Agregada
- (2) Oferta Agregada = PIB + M
- (3) Demanda Agregada = CP + CG + IP + IG + X
- (4) PIB = YP + YG

Reemplazando y arreglando las anteriores ecuaciones, se tiene:

- (5)  $PIB = CP + CG + IP + IG + X - M$
- (6)  $(YP - CP) + (YG - CG) = IP + IG + (X - M)$
- (7)  $(SP - IP) + (SG - IG) = (X - M)$

Con base en esta última ecuación, podemos hacer las siguientes definiciones:

- SP - IP = Brecha Privada (Superávit o Déficit del Sector Privado)  
 SG - IG = Brecha Pública (Superávit o Déficit del Sector Público)  
 X - M = Brecha Externa o Ahorro Externo (Superávit o Déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos)

(Nota: Para el análisis las variables se expresan como porcentajes del PIB)

Las anteriores relaciones son de enorme utilidad para entender los orígenes y los efectos de los desequilibrios que se generan en una economía y en sus procesos de crecimiento. En particular, son la base para examinar los factores que llevaron primero al auge y luego a la profunda crisis del ahorro, la inversión y el crecimiento en Colombia a lo largo de la década del noventa. Sin embargo, su potencial explicativo es limitado puesto que no permite establecer relaciones de comportamiento y causalidad entre ahorro, inversión y crecimiento.

Esto último ha sido, y sigue siendo, uno de los temas centrales en los debates de teoría y política económica que han tenido los economistas desde hace muchos años y que seguirá por mucho tiempo más. Las preguntas de estos debates han sido innumerables y todavía las diversas corrientes teóricas están a la búsqueda de las respuestas. ¿Las economías crecen más porque ahorran más, o ahorran más porque crecen más? ¿Las economías invierten más porque ahorran más, o ahorran más porque invierten más? ¿Porqué algunas economías ahorran e invierten más que otras? ¿Para aumentar el ahorro es necesario concentrar más los ingresos o distribuirlos mejor?

#### DEBATES AHORRO-INVERSIÓN-CRECIMIENTO

Naturalmente, no es posible dar respuesta en esta presentación a las preguntas anteriores, que constituyen temas básicos no sólo de estudio teórico y académico sino también de decisiones alternativas y muy controvertibles de política económica. Pero sí se pueden ilustrar brevemente algunas de las principales controversias en torno a estas relaciones<sup>5</sup>. Para este propósito, pueden agruparse inicialmente las explicaciones de teoría y política en dos grandes enfoques: los enfoques de oferta y los de demanda, si bien existen amplias ramificaciones y respuestas específicas diferentes al interior de cada uno de ellos.

Los *enfoques de oferta* trabajan con base en la especificación de funciones de producción en las cuales el crecimiento del producto depende de la disponibilidad, la forma de combinación y la eficiencia en la utilización de los distintos factores productivos (capital, trabajo, tierra, tecnología). Así, una mayor dotación de capital, una mayor productividad de la fuerza

5 Algunas de estas reflexiones y de los debates que se han presentado en América Latina y en Colombia los he señalado en Flórez Enciso Luis B. [2000].

de trabajo o un mayor cambio tecnológico constituyen factores determinantes de la tasa de crecimiento de una economía. En sus versiones más tradicionales se considera que —dado un coeficiente “normal” de relación entre el capital y el producto, correspondiente por ejemplo a un cierto nivel de tecnología— la acumulación de capital es la variable central para el incremento de la producción. La tasa de acumulación de capital depende, a su vez, de la capacidad de generación de ahorro en la economía, por lo cual la restricción fundamental al crecimiento se encuentra en este último coeficiente y en las decisiones inter-temporales de ahorro/consumo de la población. Estas decisiones estarían, a su vez, influidas por la tasa de interés como expresión de la remuneración al esfuerzo de ahorro.

En su presentación más generalizada, la teoría trabajó con modelos de competencia perfecta, en los cuales se suponían funciones de producción con rendimientos constantes a escala, sustitución entre factores productivos, flexibilidad en los salarios y la tasa de interés y rendimientos decrecientes de factores. En esta perspectiva, una mayor acumulación de capital llevaría a una caída en su productividad marginal y a un estancamiento en el crecimiento de la economía, a pesar de que hubiese una mayor generación de ahorro. Frente a estos resultados, se postularon, entonces, versiones alternativas. Unas consideraron que el aumento en la eficiencia o productividad de la fuerza de trabajo podría compensar el rendimiento decreciente del capital, y con ello se seguirían manteniendo los supuestos básicos del modelo y tasas positivas de crecimiento económico. En otras versiones, que se convirtieron en referencia para la discusión dentro de la teoría neoclásica del crecimiento, los incrementos del ahorro y la inversión sólo tienen efectos transitorios sobre el ingreso y es el progreso tecnológico —que se considera constante y exógeno— el que determina la tasa de crecimiento per capita de largo plazo, la cual en razón de los supuestos adoptados es estacionaria<sup>6</sup>.

6 En la literatura esta explicación se origina en el “modelo de crecimiento de Solow” formulado originalmente en 1957. Las controversias en torno a los resultados e implicaciones de este modelo han sido muy amplias, en particular referidas a si el crecimiento económico está determinado o no por factores exógenos, si las decisiones de ahorro e inversión no desempeñan un papel en el crecimiento y a los efectos de la modificación de algunos supuestos (como los rendimientos constantes a escala). Una explicación e interpretación de estos amplios debates y sus implicaciones, que sirve de base a esta presentación, se encuentra en Cesaratto, S. [1999].

En modelos posteriores se buscó recuperar la importancia del ahorro como determinante del crecimiento. En algunos se postuló que el progreso tecnológico depende del efecto que tienen sobre el conjunto de la economía —las denominadas externalidades— las decisiones que toman las firmas individuales al incrementar el uso relativo del capital. Estas externalidades conducen a una mayor productividad de los recursos productivos y son generadas por factores tales como los impactos de la inversión sobre la transferencia y aplicación de tecnología, los procesos de aprendizaje (“learning by doing”) y la educación y calificación de la fuerza de trabajo. En otros aportes, al suprimir la restricción de rendimientos constantes a escala se da paso a la posibilidad de tasas acumulativas de crecimiento del producto en el largo plazo.

Como surge de los modelos anteriores, la generación de ahorro a través de su efecto sobre la inversión se constituye en factor central del crecimiento, cuando se toma en consideración que el cambio técnico no es exógeno, y que una mayor acumulación de capital incrementa la productividad del trabajo e induce, a su vez, a mayores inversiones en tecnología y en formación de capital humano.

Los *enfoques de demanda*, como lo indica su denominación, hacen énfasis en los componentes de la demanda agregada como los factores centrales que generan el crecimiento económico. En la medida en que el consumo se supone relativamente estable como proporción del ingreso, el aumento en la inversión pública o privada juega el papel principal en el incremento de la producción. Así, un incremento de la inversión es, a la vez, un aumento de la demanda y una mayor acumulación de capital que al generar más crecimiento económico crea, por decirlo así, el ahorro necesario para financiarla. Adicionalmente, en una economía abierta, una mayor demanda externa puede generar un mayor nivel de producto y desencadenar un proceso de crecimiento. Sin embargo, en estos enfoques se encuentran de nuevo diversas explicaciones teóricas sobre los mecanismos a través de los cuales se produce el proceso de crecimiento.

En las versiones más keynesianas es el propio ritmo de crecimiento económico el que se encarga de multiplicar y “acelerar” los efectos iniciales de una mayor tasa de acumulación. Y esta mayor tasa puede proceder debido al objetivo de los capitalistas de acrecentar sus ganancias mediante innovaciones que reducen los costos de producción, incrementan la productividad de los recursos productivos y aumentan el tamaño de los mercados. Así que en una relación de causalidad diferente a la de los enfoques

---

de oferta, de todas formas la inversión, el progreso técnico y las externalidades y complementariedades juegan una función esencial en la aceleración del crecimiento, pero el ahorro es más un resultado que una pre-condición.

En otras perspectivas teóricas, el crecimiento económico tiene que ver más con la composición del producto —que con su tasa de incremento— y con la estructura de la demanda agregada, por lo cual se hace énfasis en los patrones sectoriales de demanda e inversión y en las formas de propiedad agrícola<sup>7</sup>. El aumento de la tasa de acumulación requiere incrementar la producción de bienes salario y restringir la demanda de bienes de consumo de los capitalistas. En el caso de la agricultura, es necesario modificar el patrón de propiedad como condición para mejorar su productividad, aumentar la producción de alimentos y elevar los niveles de ingreso de la población más pobre<sup>8</sup>.

En la aplicación de los anteriores enfoques al estudio de las economías subdesarrolladas, especialmente en América Latina, surgieron interpretaciones más específicas cuyos aportes se han recogido bajo el nombre de “la economía del desarrollo”<sup>9</sup>. Entre los diversos autores se encuentran, sin embargo, énfasis variables en las restricciones de oferta o de demanda al crecimiento y, con ello, en las políticas más adecuadas para superarlas.

Dos factores presentes en forma generalizada en estas explicaciones se refieren al dualismo y a los círculos viciosos. Según el primero, estas economías se caracterizan por la existencia de dos sectores muy diferenciados: un sector atrasado (el agrícola), en el cual se concentra la mayor parte de la población con muy escaso poder de compra, baja productividad, situación extendida de desempleo disfrazado y baja utilización de capital; y un sector

---

7 Es decir, se suprime la restricción de que existe una relación única y constante entre el capital y el producto y, en su lugar, se considera que dicha relación es diferente entre sectores, por lo cual una economía puede lograr tasas más altas de crecimiento con menores requerimientos de capital si se modifica la composición del producto y la demanda hacia sectores menos intensivos en capital.

8 Robinson, Joan [1979]. Otros autores keynesianos trabajaron desde la perspectiva de los modelos de crecimiento para establecer las condiciones en las cuales el producto podía crecer continuamente con base en incrementos en el ahorro y la inversión, dada una relación constante entre el capital y el producto; en particular, el popular modelo “Harrod-Domar”, que tuvo amplia influencia en América Latina.

9 Una compilación que incluye varias de las contribuciones de los autores de la “teoría económica del desarrollo” se encuentra en Agarwala, A. N. y S. P. Singh [1963].

moderno (el industrial), con mayor productividad y utilización de capital pero de tamaño limitado y cuyo crecimiento está obstaculizado por el reducido nivel de ingreso y demanda de la mayoría de la población. Este dualismo se expresa en círculos viciosos, tal como los define Nurkse en su obra clásica de 1953:

La oferta de capital se rige por la capacidad y el deseo de ahorrar; la demanda de capital se rige por los estímulos para invertir. Existe una relación circular en ambos lados del problema de formación de capital en las zonas empobrecidas del mundo. Del lado de la oferta está la poca capacidad de ahorro, que resulta del bajo nivel del ingreso real. El escaso ingreso real es un reflejo de la baja productividad, que a su vez se debe en gran parte a la falta de capital. La falta de capital es el resultado de la poca capacidad de ahorro, y así el círculo es completo. Del lado de la demanda, el estímulo a invertir puede ser bajo a causa del escaso poder de compra de la población, que se debe a su reducido ingreso real, lo que a su vez es atribuible a la baja productividad [Nurkse 1955].

El problema esencial para el crecimiento consiste, precisamente, en cómo romper esos círculos viciosos según cuál sea la restricción clave que se identifique. En un célebre trabajo, Arthur Lewis asigna todo el énfasis a la muy escasa generación de ahorro que resulta de la concentración de la población en un "sector de subsistencia" con productividad baja, nula o incluso negativa y con salario de subsistencia, equivalentes a condiciones de desempleo disfrazado. El crecimiento depende del otro sector de la economía —el "sector capitalista"— de mayor productividad, en el cual se maximizan ganancias y cuya expansión depende de la inversión de esas ganancias para acumular más capital. Entre mayor sea esa inversión, más se expandirá el sector, absorbiendo progresivamente el exceso de fuerza de trabajo del sector, de subsistencia hasta su eventual desaparición. En palabras de Lewis: "El problema central de la teoría del desarrollo económico es entender el proceso mediante el cual una comunidad que estaba ahorrando e invirtiendo 4% ó 5% de su ingreso nacional, o menos, se convierte en una economía cuyo ahorro voluntario se eleva al 12% a 15% del ingreso nacional o más". Su respuesta se origina en una mayor participación de las ganancias en el ingreso, las cuales son la fuente del ahorro y de la acumulación de capital. Así también, el crecimiento se asocia con una mayor desigualdad de ingresos a favor de las ganancias y en contra de los sa-

larios, que permanecen constantes, un argumento que ha sido bastante debatido<sup>10</sup>.

En otros enfoques, que adoptaron relaciones parecidas de causalidad, el aumento del ahorro se logra, en parte, mediante mecanismos de ahorro forzoso (como la tributación) y a través de la incorporación de ahorro externo vía mayor inversión extranjera o mayores exportaciones netas. La CEPAL, que tuvo honda influencia en el pensamiento económico latinoamericano y en las políticas aplicadas en la región en diversas épocas, hizo énfasis en la restricción de ahorro tanto interno como externo (especialmente ante la baja disponibilidad de divisas) y en la baja productividad de la agricultura debida a la estructura de propiedad y tenencia de la tierra. A partir de esa identificación sus propuestas de política se centraron en la sustitución de importaciones, la promoción de exportaciones, la obtención de financiamiento externo y el adelanto de programas de reforma agraria<sup>11</sup>.

Otros autores concentraron su explicación en el otro lado del círculo vicioso: las restricciones que surgen de la insuficiencia de demanda, determinada por bajos niveles de ingreso per capita y de productividad. Acudiendo a la tradición de la economía clásica, argumentaron que el crecimiento resulta de la interacción entre la división del trabajo, la especialización, la generación de externalidades y el tamaño y la tasa de crecimiento del mercado. Así, el problema esencial reside en las fuerzas que restringen esa interacción y que se originan, ante todo, en la baja movilidad de la fuerza de trabajo que se concentra en la agricultura tradicional en una situación de desempleo disfrazado masivo: debido a ese hecho, el tamaño y el crecimiento del mercado son muy pequeños y no se generan los estímulos para que la economía invierta, ahorre e incorpore tecnologías más productivas y rentables. Para resolver ese problema se proponen políticas orientadas a la mayor movilidad de la fuerza de trabajo, mediante el impulso a sectores que pueden crecer rápida y autónomamente (como las exportaciones o la cons-

10 Lewis, W. Arthur. "Economic Development with Unlimited Supplies of Labour", *The Economics of Underdevelopment*, 400-449. En los años ochenta otros enfoques criticaron la importancia asignada a la concentración de ingresos como condición necesaria para aumentar el ahorro. Argumentaron, por el contrario, que una mayor equidad contribuye a la más alta generación de ahorro y a un crecimiento más dinámico: en la medida en que los grupos más pobres tengan mayor acceso a la educación, la tierra, el crédito, los servicios básicos y los activos productivos en general, incrementan la productividad, el ahorro y los ingresos de la economía.

11 La literatura sobre estos tópicos es muy amplia. Ver por ejemplo: Rodríguez, O. [1980].

trucción) y cuya expansión ha estado restringida por factores institucionales o por políticas económicas inadecuadas<sup>12</sup>.

La síntesis anterior ha ilustrado algunos de los debates centrales en torno a las relaciones entre los procesos de ahorro, inversión y crecimiento. Si bien el ahorro y la inversión se encuentran en todos ellos como factores esenciales, el orden de las relaciones de causalidad puede ser muy distinto. Ello es importante, no sólo para la validez de las explicaciones teóricas en sí mismas, sino también porque define orientaciones muy diferentes en torno a la dirección, el alcance y los impactos de las políticas económicas dirigidas a acelerar el crecimiento económico.

#### LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

En el contexto de estos aportes teóricos y analíticos se han producido múltiples trabajos encaminados a mostrar desde un punto de vista empírico, cuáles son las tendencias y relaciones más significativas para explicar los determinantes del crecimiento económico y para investigar el papel que juegan el ahorro, la inversión, el cambio tecnológico, el capital humano y otras variables macroeconómicas y microeconómicas. Los análisis están condicionados, sin duda, por los supuestos, la especificación de los parámetros y las técnicas seleccionadas y, por ello, se encuentran resultados a veces contradictorios. A pesar de estas limitaciones existen pruebas con conclusiones significativas y "robustas" que ilustran esas interrelaciones y constituyen, así, antecedentes necesarios para analizar el caso colombiano.

En un simposio organizado en 1998 por el Banco Mundial se presentaron diversos estudios empíricos dirigidos a analizar las relaciones de largo plazo entre ahorro, inversión y crecimiento, basados en una muestra amplia de países, mediante la aplicación de muy variadas y sofisticadas técnicas [Banco Mundial 1998]. Aunque los trabajos y enfoques son disímiles, vale la pena resumir sus conclusiones centrales.

Como cabría suponer, se presentan correlaciones significativas entre ahorro, inversión y crecimiento. Pero en términos de causalidad, se muestra que el crecimiento económico es la causa (en el sentido estadístico) de la inversión y del ahorro, si bien algunos de los resultados son débiles y no persisten a través del tiempo. Asimismo, se encuentra que un aumento en la in-

12 Ver, en especial, los numerosos escritos del Profesor Lauchlin Currie. Algunos de ellos se recogieron en *Cuadernos de Economía* No. 18-19, Universidad Nacional de Colombia, 1993.

versión genera efectos posteriores en el tiempo sobre el ahorro, aunque el grado de asociación entre inversión y ahorro puede depender del acceso de un país a los flujos internacionales de capital: en otras palabras, un país en el que la inversión puede financiarse en mayor proporción con ahorro externo (crédito o inversión extranjera) encuentra menores limitaciones para su crecimiento económico al no tener que depender exclusivamente de su ahorro interno<sup>13</sup>.

En general se encuentra que las correlaciones entre la tasa de interés y el ahorro no son significativas ni confiables y que el ahorro, especialmente el privado, responde más fuertemente al crecimiento del ingreso y la productividad y con mayor intensidad en los países subdesarrollados que en los desarrollados. Como se menciona en algunos de estos trabajos, parece así establecerse un "círculo virtuoso" en el que mayor crecimiento genera más ahorro y mayor acumulación de capital, por lo cual las políticas estatales deberían hacer énfasis en los factores que incidan más directamente sobre el crecimiento y la productividad.

En otras correlaciones más específicas se muestra que el ahorro privado se deteriora por efecto de las políticas de liberalización financiera y por las menores restricciones crediticias, es decir, por las mayores posibilidades de acceso a fuentes externas de financiamiento. Con ello, el ahorro interno y el ahorro externo son más sustitutos que complementarios. Igualmente, el mayor ahorro público (debido, por ejemplo, a mayor tributación o a menor gasto público) tiene un impacto negativo sobre el ahorro privado, pero menos que proporcional: esto es, el incremento del ahorro público contribuye positivamente a la generación de ahorro nacional.

En un trabajo dirigido a investigar empíricamente las tesis expuestas por Arthur Lewis sobre la transición de un bajo a un alto nivel de ahorro como determinante esencial del crecimiento, se concluye que, por el contrario, es el propio crecimiento económico el causante de una mayor tasa de ahorro. En consecuencia, se indica que no deben ser prioritarias las políticas económicas orientadas a incentivar el ahorro nacional sino aquellas que estimulan y hacen más rentable la inversión, inclusive mediante subsidios públicos de distinta naturaleza [Rodrik, D. 1998].

---

13 En un análisis basado en 81 países para el período 1960-1987 se mostró precisamente que las oportunidades de inversión —y de crecimiento del ingreso— están limitadas por las restricciones de crédito externo que enfrenta un país. También se señala que las teorías que hacen énfasis excesivo en el capital humano omiten la importancia explicativa de otros factores, como los relacionados con el mercado internacional de capitales. Ver Cárdenas, M. [1992].

En estudios elaborados para América Latina, y para países específicos, permanecen con igual significación varias de las conclusiones antes reseñadas. Primero, el incremento del ahorro depende de un aumento previo y sostenido en la tasa de crecimiento de la economía, por lo cual las bajas y fluctuantes tasas de crecimiento en la región están asociadas con factores estructurales que han limitado esas oportunidades de crecimiento. Segundo, es necesario emprender y consolidar reformas de estabilización y de liberación de los mercados, aunque ellas ocasionen efectos transitorios sobre la disminución del ahorro nacional, deterioren la balanza de pagos y generen una mayor dependencia de los flujos externos de capital<sup>14</sup>.

En otra perspectiva analítica reciente sobre el desarrollo de América Latina se destaca, de nuevo, que el crecimiento económico —que puede estar inducido por factores “autónomos”— es el factor esencial para determinar los niveles tanto de ahorro como de inversión. También se hace énfasis en otros resultados significativas como los siguientes: primero, una estrecha relación entre la inversión y el ahorro nacional debido a la imposibilidad de sostener en forma permanente altos niveles de ahorro externo (es decir, déficit continuos en la cuenta corriente de la balanza de pagos); segundo, en los períodos en los cuales hay una mayor disponibilidad de ahorro externo se incrementa el consumo público y privado y se deteriora el ahorro interno; tercero, un alto coeficiente de ahorro interno es necesario para hacerle frente a los ciclos de fuertes ingresos de capital externo; cuarto, hay un nexo directo entre el ahorro empresarial (en la forma de utilidades no distribuidas y reservas para depreciación) y el total del ahorro nacional, pero no es significativo el impacto de la tasa de interés; quinto, la inversión es muy sensible a la estabilidad macroeconómica e institucional y a los precios relativos de los bienes de capital; sexto, el crecimiento económico impacta el ahorro, la inversión y la productividad a través de las inversiones en capital humano, el cambio tecnológico y las complementariedades y externalidades en las decisiones de inversión [Ocampo, José A. 1998].

14 Gavin, M. *et al.* [1997]. Otros autores, que comparten el primer resultado pero son escépticos ante las propuestas asociadas al segundo, destacan que los problemas de deterioro y vulnerabilidad de estas economías han tenido que ver con el tipo y la secuencia de las políticas que se adoptaron en la región desde los años ochenta bajo los criterios del llamado “Consenso de Washington”.

DESEMPEÑO ECONÓMICO DE LARGO PLAZO<sup>15</sup>

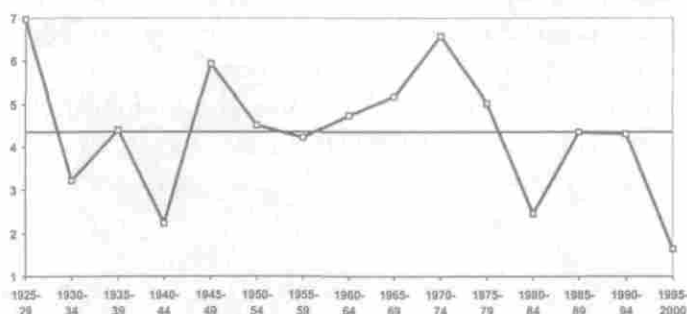
Enseguida se abordarán, en forma general, las principales tendencias del desempeño económico de Colombia en el largo plazo y se contrastarán algunas de las explicaciones teóricas y empíricas que se han mencionado en las secciones anteriores.

*El crecimiento*

La tasa promedio de crecimiento de Colombia en los últimos 75 años, medida por el incremento del PIB real, ha sido alrededor del 4,5% anual (Gráfico 1). Los tres quinquenios con los resultados más insatisfactorios fueron el primero de los cuarenta, el primero de los ochenta y el segundo de los noventa. Precisamente estos dos últimos se caracterizaron por intensos desequilibrios macroeconómicos en las cuentas fiscales y externas del país. El período de "oro" de crecimiento se registró en la primera mitad de los años veinte y en la década de la época de posguerra. Luego, se dio un ciclo de crecimiento dinámico entre comienzos de los sesenta y finales de los setenta. En general, los últimos veinte años desde 1980 muestran un deterioro en las tasas de crecimiento económico frente a períodos anteriores.

A lo largo del siglo, el tamaño de la economía se amplió continuamente, empezando naturalmente desde una base muy reducida y con un nivel de ingreso muy precario. Entre 1925 y 1945 el PIB real duplicó su tamaño, y entre 1945 y 1995 aumentó en diez veces. Así que hoy la economía colombiana es 10 veces más grande en términos de su capacidad de producción de bienes y servicios, de lo que era hace 50 años.

GRÁFICO 1  
CRECIMIENTO PROMEDIO ANUAL DEL PIB POR QUINQUENIOS 1925-2000



15 Un análisis básico y pedagógico de estos temas se encuentra en Ocampo, José A. [1994]. Sobre los temas de ahorro se puede consultar: Sánchez, Fabio [1998].

A pesar de los resultados anteriores, la tasa de crecimiento del PIB per capita ha sido en el largo plazo algo inferior al 2% (Gráfico 2). Ello significa que parte del esfuerzo general de crecimiento y ampliación en la capacidad de producción de la economía ha tenido que dirigirse a generar ingresos para una población que ha crecido en el largo plazo alrededor del 2,5% anual. Aunque, naturalmente, por efecto de la transición demográfica y de los patrones de cambio social asociados con ella, en especial durante la segunda mitad del siglo, el ritmo de incremento poblacional se ha atenuado<sup>16</sup>.

GRÁFICO 2  
CRECIMIENTO PROMEDIO ANUAL DEL PIB PER CÁPITA  
POR QUINQUENIOS 1925-2000



En todo caso, con las tendencias antes anotadas se requieren 35 años para duplicar el ingreso per capita de los colombianos. Supóngase, por comparación, que en los últimos cincuenta años el ingreso per cápita hubiera crecido anualmente al 3%, debido a una combinación entre un menor crecimiento de la población y un mayor incremento del PIB: en este caso, el ingreso promedio actual de los colombianos sería el doble del que efectivamente se percibe.

En un estudio reciente elaborado por el Grupo GRECO se compara el crecimiento del país en el siglo XX con el ocurrido en los países desarrollados

16 Ver una explicación detallada de estos aspectos en Flórez, Carmen Elisa [2000].

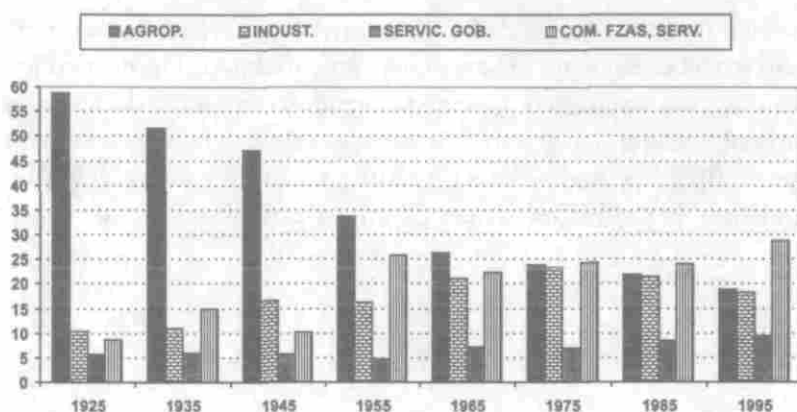
durante sus respectivos períodos de transición al desarrollo. Los resultados muestran que la comparación sería bastante favorable para Colombia en términos del incremento en el PIB real pero menos positiva en cuanto al crecimiento del PIB per cápita. Cuando se efectúa la comparación con los países del este asiático durante la segunda mitad del siglo, Colombia aparece bastante rezagada en el incremento de su PIB per cápita e inclusive el ritmo de crecimiento durante los últimos 25 años se desacelera mientras que el de esos países se vuelve más dinámico [Urrutia, Miguel 1999].

¿Qué explican esas divergencias? El estudio antes citado al reseñar un trabajo para 127 países, basado en un modelo de crecimiento "a la Solow", muestra que el bajo producto por trabajador en Colombia frente a los países desarrollados —e incluso frente a varias de las economías del este asiático— se debe a la baja productividad de la población laboral y a su menor nivel de educación, que no compensan los efectos de una intensidad de capital en el país (la relación capital/producto) relativamente elevada.

En un enfoque alternativo se indica que si bien la acumulación de factores (capital y trabajo) y la productividad "explican" cuantitativamente el crecimiento del producto, las distintas fases de crecimiento económico del país han estado determinadas por las interrelaciones entre la disponibilidad de divisas y los cambios estructurales en el patrón de producción de la economía. Así, períodos de escasez de divisas y de pérdida de dinamismo en la transformación estructural debilitan el ritmo de crecimiento y restringen el incremento de la productividad. Mientras el primer factor fue más importante entre 1950 y 1970, el segundo se ha convertido en la principal restricción desde mediados de los años setenta [Ocampo, José A. 1991].

A lo largo del siglo se produjo un cambio fundamental en la estructura de producción de la economía asociado con el proceso de desarrollo y de urbanización del país, pero ese cambio se debilitó desde finales de los setenta (Gráfico 3). En el año 1925 la agricultura representaba el 60% del total del PIB de la economía, y esa participación cayó fuertemente en los siguientes 30 años: en 1965 era apenas el 25% del total de la producción y hoy es alrededor del 18%. El sector industrial, por su parte, más que duplicó su contribución al PIB entre 1925 y 1975, como reflejo del proceso de industrialización de la economía colombiana especialmente a partir de 1945. Sin embargo, con posterioridad a 1975 su participación prácticamente se estancó, mostrando el carácter limitado de la industrialización en términos de diversificación, incorporación de nuevas ramas productivas y liderazgo de largo plazo.

GRÁFICO 3  
COMPOSICIÓN DEL PIB REAL 1925-1995 (PORCENTAJES)



El sector gobierno mantuvo una participación de alrededor del 5% del PIB hasta los años cincuenta. A partir de entonces empezó a crecer más rápidamente que el conjunto de la economía, de tal forma que para 1995 representaba el 10% del PIB. Finalmente, el amplio sector de los servicios (modernos y tradicionales) incrementó su participación en el PIB del 8% en 1925 al 30% que hay actualmente.

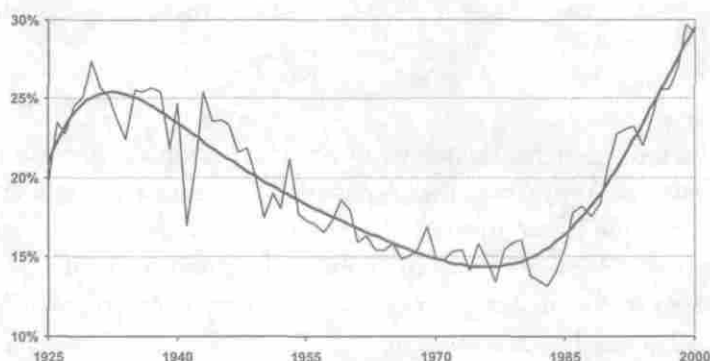
Es decir, la redistribución de la producción nacional ha implicado una importante caída en la participación agrícola a cambio de una mayor "terciarización" de la economía y de un proceso débil e incompleto de industrialización, con los efectos antes anotados de pérdida de dinamismo en el cambio estructural de la economía.

En relación con la contribución de las exportaciones al crecimiento económico del país, la tendencia de largo plazo muestra varios hechos significativos: en la primera mitad del siglo fue una economía más abierta (medida como la relación entre exportaciones y PIB, en precios constantes). Entre los años cincuenta y la primera parte de los ochenta el coeficiente de exportaciones declinó radicalmente hasta llegar a niveles inferiores al 15% del PIB. Es decir, el sector exportador creció a tasas inferiores a las del PIB durante este último período, lo cual denota su falta de dinamismo y de liderazgo en el crecimiento económico general y refleja el predominio de un modelo de desarrollo "hacia adentro". Naturalmente en períodos más cortos, las diversas épocas de bonanza de las exportaciones cafeteras inci-

dieron positivamente sobre el ritmo de crecimiento y sobre la generación de ahorro.

Sólo desde mediados de los años ochenta se revierte radicalmente esa tendencia y el coeficiente exportador prácticamente se duplica en los últimos quince años (Gráfico 4), constituyéndose en factor de liderazgo del crecimiento económico general. Este mayor esfuerzo ha ido de la mano con una estructura exportadora más diversificada, aunque todavía es altamente dependiente de productos básicos de origen agrícola y minero.

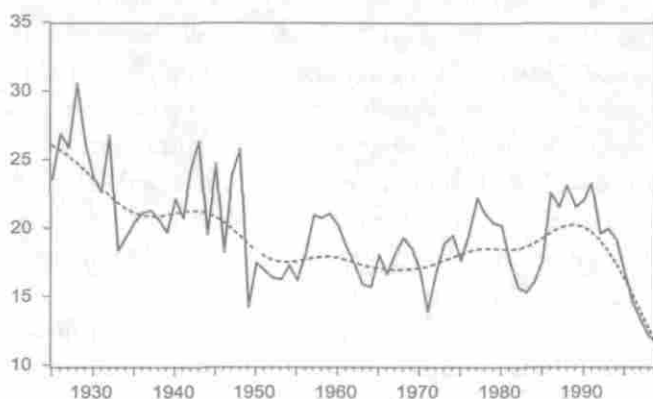
GRÁFICO 4  
EXPORTACIONES 1925-2000  
(% DEL PIB, EN PESOS CONSTANTES)



#### *El proceso ahorro-inversión*

La tendencia de largo plazo de la tasa de ahorro nacional permite identificar tres grandes períodos: el primero, entre 1925 y 1950, cuando registró una evolución declinante, si bien es preciso tener algún cuidado con la calidad de la información más antigua que sirve de base a este resultado. El segundo período, que abarca casi treinta y cinco años, entre 1950 y mediados de los años ochenta, mantiene una estabilidad en su componente de largo plazo con un promedio de alrededor del 18% del PIB, aunque con diversos ciclos de auge y contracción. Finalmente, entre 1985 y 1990 se presenta un ciclo de ascenso y a partir del año 90 se descuelga en forma dramática hasta llegar a finales de la década al nivel más bajo que ha tenido en el siglo (Gráfico 5). En todo caso, no parece darse una estrecha correspondencia entre los cambios en la tasa de ahorro y los períodos específicos de mayor o menor dinamismo en el crecimiento de la economía.

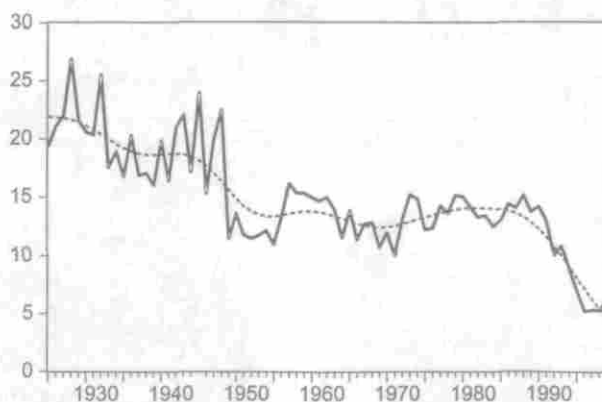
GRÁFICO 5  
 AHORRO NACIONAL 1925 - 2000 (% DEL PIB)



Componente permanente Filtro de Hodrick - Prescott

El comportamiento del ahorro del sector privado ha determinado en buena parte las tendencias del ahorro nacional (Gráfico 6). El coeficiente de ahorro privado cae entre los años treinta y comienzos de los cincuenta; luego, su componente de largo plazo se mantiene alrededor del 12% del PIB entre 1950 y 1985 y, finalmente, colapsa durante los años noventa hasta llegar a niveles de sólo el 5% del PIB, registro éste que, de nuevo, resulta ser el más bajo del siglo.

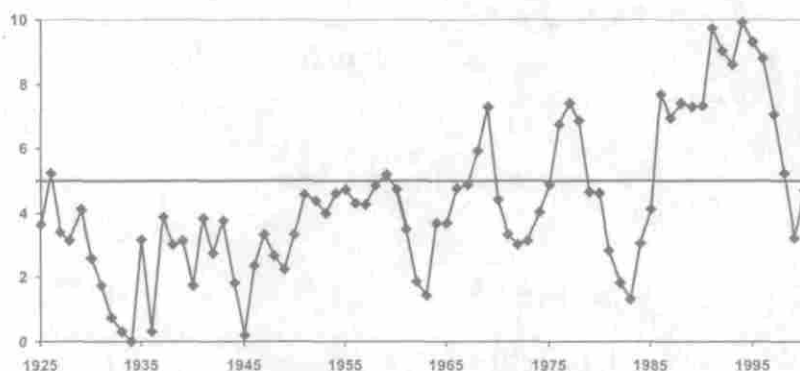
GRÁFICO 6  
 AHORRO PRIVADO 1925 - 2000 (% DEL PIB)



Componente permanente: Filtro de Hodrick - Prescott

La tasa de ahorro público, según las pruebas estadísticas efectuadas, resulta ser una serie estacionaria y por ello no es discernible una tendencia de largo plazo (según la prueba de raíz unitaria el orden de integración es cero). El Gráfico 7 muestra sus intensas fluctuaciones de corto y mediano plazo alrededor de un promedio de 4,3% del PIB para toda la serie. Entre 1925 y comienzos de los años cincuenta el coeficiente fue inferior al 4% del Pib, registrando incluso niveles nulos en algunos años de ese período. En la década del cincuenta fue relativamente estable y se situó alrededor de su promedio de largo plazo. Luego atravesó por fases de auge y contracción muy intensos entre 1960 y mediados de los años ochenta –asociados con los ciclos de expansión y crisis de las finanzas públicas– y, finalmente, entre 1985 y 2000 registró dos etapas claramente definidas: una, hasta 1994, de ascenso sustancial; y la otra, correspondiente a la segunda mitad de la década, con una declinación igualmente fuerte<sup>17</sup>.

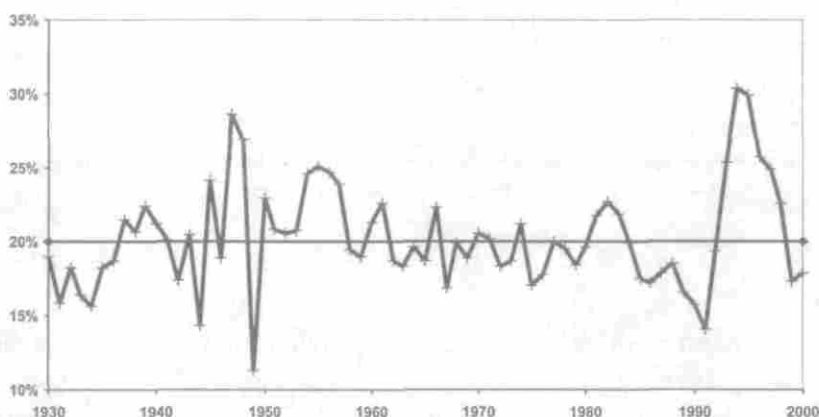
GRÁFICO 7  
AHORRO PÚBLICO 1925-2000 (% DEL PIB)



17 Para una explicación de los principales factores que han determinado en Colombia los ciclos del ahorro público ver el texto más adelante en la sección de los años noventa. En todo caso, uno de los elementos esenciales ha correspondido a los impactos de las bonanzas y crisis cafeteras sobre las finanzas públicas.

La inversión total como porcentaje del PIB (en precios constantes) también es una serie estacionaria, con un promedio del 20% en ese largo período (Ver Gráfico 8). Fue ampliamente variable en la década de los años cuarenta; entre los cincuenta y hasta comienzos de la década del ochenta fluctuó moderadamente alrededor de ese promedio, cayó entre 1985 y comienzos de los noventa, creció vertiginosamente hasta 1995 y se desplomó desde entonces. Como se ha observado antes, la relativa estabilidad en la tasa de inversión entre 1950 y 1980 en medio de ciclos de auge y debilidad en el crecimiento económico parece indicar que otros factores fueron más determinantes para la explicación de estas fases.

GRÁFICO 8  
INVERSIÓN TOTAL 1930-2000 (% DEL PIB, EN PRECIOS CONSTANTES)

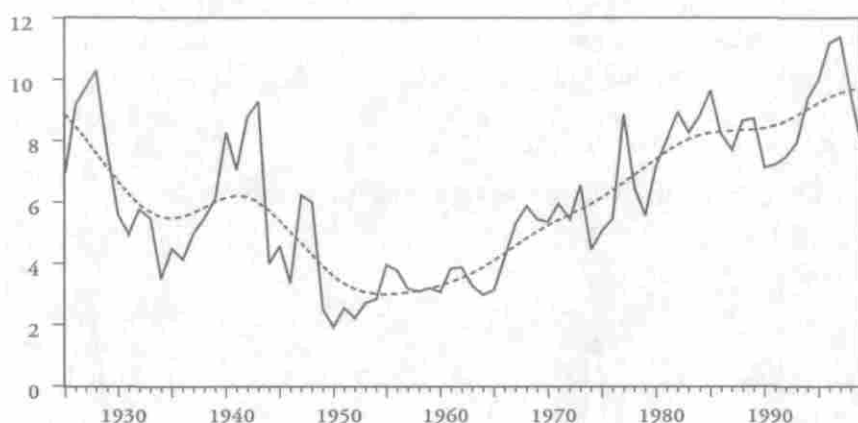


La inversión pública como porcentaje del producto interno bruto declinó entre los años treinta y comienzos de los sesenta, hasta niveles cercanos al 3%, y a partir de allí tuvo una definida tendencia ascendente hasta llegar a niveles del 10% del PIB a mediados de la década del noventa (Gráfico 9).

Un hecho interesante por contrastar en la evolución de las tasas de inversión pública y privada es la marcada tendencia declinante de esta última a partir de comienzos de la década del sesenta —excepto breves y definidos períodos de recuperación o auge— frente al sostenido aumento del coeficiente de inversión pública. Dicho desplazamiento estuvo asociado con un esquema de políticas económicas de mayor intervención del Estado en la economía y de mayores responsabilidades en el suministro de bienes y servi-

cios. Así, entre el primer quinquenio de 1960 y el segundo de 1980 la inversión privada declinó del 16% al 11%, como porcentaje del PIB. Para los mismos períodos, el coeficiente de inversión pública subió del 3,4% al 8,6%.

GRÁFICO 9  
INVERSIÓN PÚBLICA 1925 - 2000(% DEL PIB)



Componente permanente: Filtro de Hodrick - Prescott

El coeficiente de ahorro externo (equivalente al superávit o déficit en la cuenta corriente de balanza de pagos como proporción del PIB) experimentó también intensas fluctuaciones durante el siglo. Como se aprecia en el Gráfico 10 sus movimientos han tenido, en general, una amplia correspondencia con los registrados en la tasa de ahorro nacional. En efecto, la intensificación de los déficit en balanza de pagos (ahorro externo negativo) se asocia con declinaciones en la generación de ahorro interno; a la inversa, períodos de mayores tasa de ahorro interno se relacionan con menores déficit o con superávit en las cuentas externas.

¿Qué se puede decir en conjunto sobre la evolución antes indicada del proceso de ahorro-inversión de Colombia en el largo plazo y su relación con el crecimiento? Diversos estudios efectuados para el país producen conclusiones similares a las obtenidas en los resultados internacionales. Así, se encuentra que existe una relación positiva y muy significativa entre el ahorro y el crecimiento y una relación muy débil y a veces negativa entre la tasa de interés y el ahorro [Ramírez, Manuel 1992].

GRÁFICO 10  
 AHORRO NACIONAL Y AHORRO EXTERNO 1925-2000 (% DEL PIB)



En otro de los estudios, las pruebas estadísticas realizadas muestran que la causalidad entre ahorro y crecimiento puede operar en ambas direcciones, que el ahorro público contribuye a incrementar el ahorro nacional y que menores niveles de ahorro nacional se correlacionan en forma significativa con mayores desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos. También se encuentra que crecimientos en el producto por encima de su nivel permanente generan efectos positivos sobre el ahorro. Finalmente, los períodos con mayor dinámica en la inversión corresponden a una mayor disponibilidad de financiamiento externo (vía endeudamiento público y privado e inversión extranjera)<sup>18</sup>.

En relación con la inversión, una revisión reciente de los principales trabajos empíricos hechos en Colombia muestra que ésta responde en forma muy significativa al crecimiento económico, que existe una correlación negativa entre la inversión pública y la privada y que los precios relativos de los bienes de capital inciden de forma considerable sobre la inversión privada, en especial a través de los movimientos en la tasa de cambio real [Ocampo, José A. y Camilo Tovar 1998]. Así, una disminución en el precio relativo de los bienes de capital (resultado de revaluación en la tasa de cambio o

18 [Cárdenas, M. y A. Escobar 1997]. Unas pruebas econométricas sencillas que realicé en la preparación de este documento, y que no presento por razones de brevedad, son consistentes con los principales resultados antes reseñados.

de disminución en los impuestos arancelarios) tiene efectos positivos sobre la inversión.

En el estudio de GRECO, ya mencionado, se encuentra una relación de cointegración de largo plazo, en el periodo 1925-1981, según la cual el producto por trabajador depende del capital por trabajador. Con posterioridad a 1981, por el contrario, se observa que los mayores ritmos de acumulación de capital se manifiestan en aumentos cada vez menores en el producto per-cápita. Así que el esfuerzo de inversión ha tenido que ser más intenso para poder garantizar una tasa de crecimiento similar a la de épocas anteriores.

#### CRISIS DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN EN LOS NOVENTA<sup>19</sup>

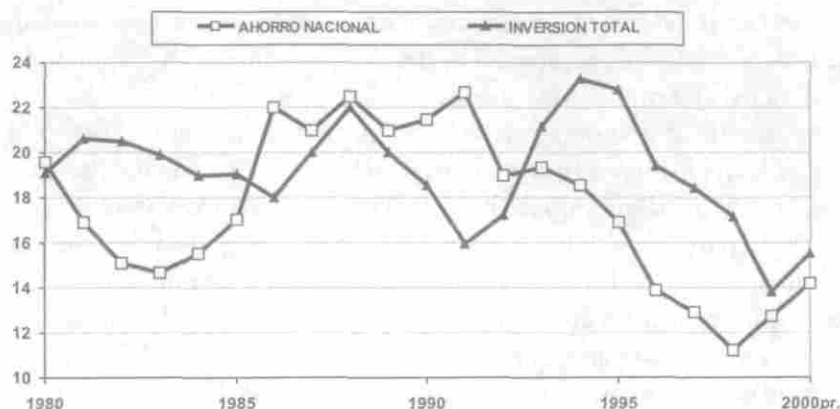
Con base en este escenario de desempeño de largo plazo, esta sección analiza los factores que han llevado a la crisis tan fuerte de la economía colombiana en la segunda parte de la década del noventa. Para apreciar su magnitud, se hará una comparación con los resultados de la crisis registrada en la primera mitad de los años ochenta.

El primero y más dramático de los hechos se refiere al colapso del ahorro nacional. El coeficiente de ahorro que en la segunda mitad de la década del ochenta fluctuó alrededor del 21% del PIB y que en 1991 alcanzó su nivel más alto, equivalente a un 23% del PIB, disminuyó en forma continua a lo largo de la década y en la actualidad apenas es la mitad del que existía al inicio de la década. Ha declinado, entonces, en 11 o 12 puntos del PIB (Gráfico 11).

El comportamiento del coeficiente de inversión ha sido un poco diferente. En el segundo quinquenio de los ochenta declinó y luego entre 1991 y 1995 exhibió un verdadero "boom" aumentando en 7 puntos, hasta llegar a representar el 23% del PIB (el más alto de los últimos treinta años). Desde entonces ha caído rápidamente para situarse en 1999 en sólo 13% del PIB (el nivel más bajo de los últimos treinta años), y se proyecta una recuperación de un par de puntos para el 2000.

19 Sobre este tema se puede consultar: Flórez Enciso, Luis B. y Mauricio Avella. [1998]. De nuevo es necesario advertir sobre problemas de información e indicar que, de hecho, se encuentran distintas proyecciones realizadas por diferentes investigadores y entidades, en especial después de 1994. La información que aquí se presenta busca tener una serie consistente a lo largo de la década, pero aún así es más importante concentrarse en las tendencias que en los guarismos precisos.

GRÁFICO 11  
 AHORRO NACIONAL E INVERSIÓN TOTAL 1980-2000pr.  
 (Porcentajes del PIB)



Por tanto, el ahorro y la inversión se encuentran bastante por debajo de las tendencias promedio de largo plazo, las cuales, de por sí, no han sido muy elevadas en comparación con otros países de América Latina y menos aún con respecto a países que han exhibido tasas altas y sostenidas de crecimiento económico.

Es útil comparar estos resultados con los obtenidos durante la crisis macroeconómica de comienzos de los años ochenta, con el fin de ilustrar la magnitud de la crisis actual. En el mismo Gráfico 11 se observa que el ahorro nacional cayó de un nivel del 20% del producto interno bruto en el año 80, a un nivel cercano al 15% en el año 1983. Es decir, el coeficiente de ahorro de la economía se descolgó en 5 puntos del PIB, lo cual es menos de la mitad de lo que ha sucedido en la crisis de la década del noventa.

La inversión, por su parte, cayó menos que el ahorro: entre 1981 y 1986 disminuyó en cerca de tres puntos del PIB. En su conjunto, en esa época hubo un período de cuatro años de déficit de ahorro nacional frente a la inversión realizada y esta brecha fue financiada, como se verá más adelante, con ahorro externo (bajo la forma de endeudamiento e inversión extranjera). En los noventa la crisis ha sido más pronunciada y más prolongada: entre 1993 y 1998 se fue ampliando continuamente la brecha interna deficitaria entre inversión y ahorro. Primero, por una alta expansión en el coeficiente de inversión en el momento en el cual estaba declinando el coeficiente de ahorro; y luego, desde 1995, por una menor disminución relativa de la

inversión frente al ahorro. Así, como ha sido ampliamente documentado, el uso de ahorro externo permitió durante un tiempo mantener altos niveles de inversión a pesar del deterioro del ahorro nacional.

A partir del año 99, empieza un lento y doloroso proceso de reajuste que lleva a una fase de recuperación del ahorro nacional y a una menor brecha deficitaria frente a la inversión.

Cuando la comparación se hace en precios constantes (de 1975) el auge de la inversión en la primera parte de los noventa fue mucho más intenso, de tal forma que entre 1991 y 1995 se incrementó en unos 15 puntos del PIB y a partir de allí, hasta 1999, cayó en una magnitud similar. Ese extraordinario auge de la primera mitad de la década, que implicó una tasa de crecimiento de la inversión en términos reales de más del 25% anual, estuvo relacionado, de una parte, con el abaratamiento en el costo del capital debido, entre otros factores, a los procesos de liberación de importaciones, el desplome de las tarifas arancelarias y la revaluación de la tasa de cambio real; y, de otra, con el boom de la construcción de los primeros años de la década.

En el Gráfico 12 se muestra, precisamente, la evolución en precios constantes de la formación bruta de capital fijo (es decir, deduciendo de la inversión bruta total la variación de existencias), desagregada entre el sector de construcción y vivienda y el sector de maquinaria y equipos. Entre 1990 y 1995 la formación de capital en ambos sectores creció muy rápidamente, casi llegando a duplicar sus niveles en precios constantes entre uno y otro año. Ello implicó tasas anuales de crecimiento real de alrededor del 18%. A partir de entonces, han declinado muy rápidamente.

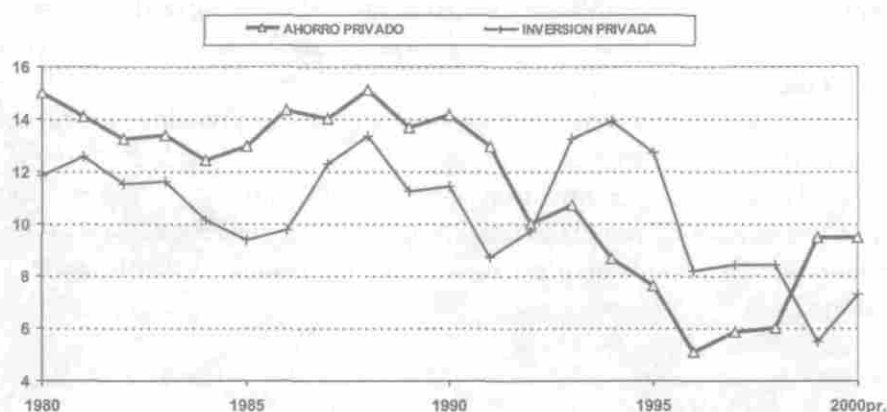
GRÁFICO 12  
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO 1980-1995  
(Miles de Millones de pesos de 1975)



*El sector privado*

¿Cuál ha sido el papel del sector privado en esta situación de auge y crisis de los noventa? El coeficiente de ahorro, que durante la segunda mitad de la década de los ochenta representó en promedio alrededor del 14% del producto interno bruto, se contrajo a lo largo de los años noventa hasta llegar a sólo un 6% del PIB en 1997-1998. En contraste, durante la crisis de comienzos de los ochenta el coeficiente de ahorro privado había disminuido en aproximadamente tres puntos del PIB (Gráfico 13).

GRÁFICO 13  
AHORRO E INVERSIÓN PRIVADOS 1980-2000pr. (% del PIB)



La inversión privada, por su parte, registró entre 1991 y 1994 una notable expansión, equivalente a 5 puntos del PIB; a partir de ese último año empezó su declinación relativa pasando del 14% al 6% del PIB entre 1994 y 1999 y se prevé una limitada recuperación en el 2000. En comparación, durante la primera parte de los años ochenta, la caída en la tasa de inversión privada fue mucho menos intensa.

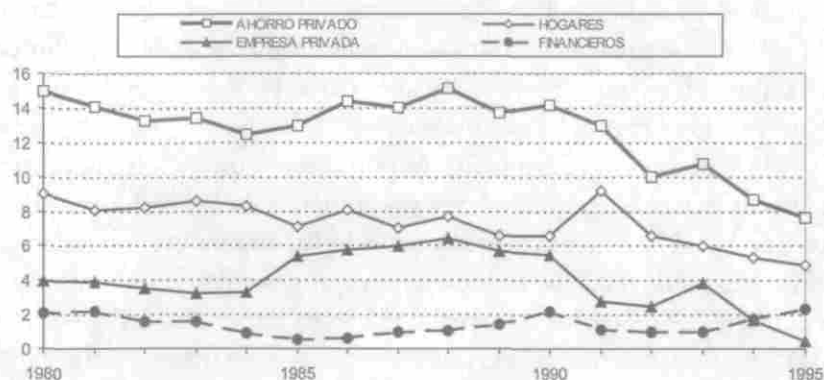
Sin embargo, otro elemento importante de diferenciación entre las dos épocas tiene que ver con el comportamiento de la brecha privada. En efecto, en los años ochenta el sector privado fue superavitario: es decir, generó un exceso de recursos frente a sus propios niveles de gasto, excedente que en parte fue destinado a financiar la brecha deficitaria del sector público. En los años noventa, por el contrario, aparte de que cayó muy intensamente el coeficiente de ahorro privado, a partir de 1993 se situó por debajo del coeficiente de inversión, por lo cual tuvo que demandar recur-

sos de otras fuentes (del sector externo) con el fin de financiar ese exceso de inversión. Desde 1997 el coeficiente de ahorro privado detuvo su declinación y entre 1998 y lo que se proyecta para el año 2000 se recupera en cerca de cuatro puntos del PIB, lo cual implica un intenso proceso de reajuste en el gasto y conduce, tras una caída del coeficiente de inversión a sus niveles más bajos de los últimos treinta años, a un superávit privado.

Entonces, la capacidad relativa de ahorro del sector privado se contrajo en cerca de un 50% durante los noventa y ello fue el resultado de factores que afectaron el ingreso disponible del sector privado, que llevaron a un "boom" en la demanda de consumo e inversión y que le permitieron financiar el exceso de gasto con endeudamiento interno y externo. Ello explica el creciente nivel de sobre-endeudamiento del sector privado y ha sido, en parte, la causa de los muy fuertes desequilibrios macroeconómicos registrados durante la década.

¿Cuáles agentes económicos efectúan el ahorro privado? De acuerdo con la metodología de Cuentas Nacionales, son los hogares, la empresa privada y las instituciones financieras. En los años noventa se observa que hubo una caída muy importante tanto en el coeficiente de ahorro de los hogares como en el de la empresa privada, con cifras que llegan hasta 1995 (Gráfico 14).

GRÁFICO 14  
COMPOSICIÓN DEL AHORRO PRIVADO 1980-1995  
(Como porcentaje del PIB)



Los hogares registraron un coeficiente promedio de ahorro alrededor del 8% del producto interno bruto entre 1980 y 1990, si bien este coeficiente fue menor en la segunda mitad frente a la primera. Tras un incremento transitorio de 2 puntos entre 1990 y 1991, empezó una continua declinación que llevó el coeficiente al 5% en 1995. En un análisis detallado sobre los determinantes del ahorro de los hogares se concluye que su disminución está explicada por las menores restricciones de liquidez (mayores posibilidades de endeudamiento interno y externo), los aumentos en los impuestos —especialmente los indirectos— y las caídas en el excedente bruto de explotación, aunque se estima que los efectos son más de carácter transitorio que permanente [Castañeda, A. y Gabriel P. 1998].

Sin embargo, la ilustración más dramática se encuentra del colapso del ahorro de la empresa privada. En la segunda mitad de los ochenta aumentó y se mantuvo en niveles relativamente altos (6% del PIB), pero a partir del comienzo de los noventa comenzó a declinar hasta llegar casi a desaparecer al registrar apenas un coeficiente del 0.5% del PIB.

Las explicaciones estadísticas de este agudo deterioro destacan su sustitución "casi perfecta" por endeudamiento externo e interno, producto de las reformas financieras y de la apertura económica. Estas nuevas políticas, en un entorno de revaluación de la tasa de cambio real, redujeron el precio relativo de los bienes importados y estimularon el boom de importaciones financiado con un creciente flujo de financiamiento externo. También se encuentra que el deterioro del ingreso privado disponible, debido al aumento de los impuestos, y la caída de las ganancias (el excedente bruto de explotación) como efecto de la liberación comercial afectaron negativamente el ahorro empresarial. Estos efectos, de nuevo, se consideran de carácter temporal<sup>20</sup>. En un análisis más específico sobre el boom de consumo se muestra que las menores restricciones de liquidez, el flujo externo de capitales y las políticas monetarias aplicadas durante esa época facilitaron y expandieron el crédito de consumo, especialmente el destinado a la vivienda [Urrutia, Miguel y Alejandro López 1995].

Así que sobre las causas del desplome del ahorro privado se encuentran diversas explicaciones, varias de ellas complementarias. Primera, el

20 Ver los trabajos de Sánchez, Fabio *et al.*, [1998] y López, Alejandro [1998]. En este último trabajo se señala que cuando los datos de Cuentas Nacionales se corrigen por las ganancias netas de capital derivadas de la inflación y la revaluación de la tasa de cambio, la caída del coeficiente de ahorro privado es mucho menor de lo que muestran las cifras corrientes.

efecto sobre el ingreso privado de las sucesivas reformas tributarias aprobadas a lo largo de esta década, para financiar los desequilibrios del gobierno nacional. Segunda, ante el proceso general de apertura de la economía se produjo un boom de demanda por bienes nacionales e importados, en estos últimos debido a los menores impuestos arancelarios y a la revaluación de la tasa de cambio real que abarataron los precios relativos de las importaciones. Tercera, las empresas y los hogares han enfrentado menores restricciones de financiamiento doméstico e internacional para cubrir sus excesos de gasto. Cuarta, el excedente o utilidad de las empresas se ha contraído ante la competencia derivada de la misma apertura y por causa de las reformas tributarias. Quinta, la fuerte caída de las tasas reales de interés facilitó y abarató el boom de crédito para consumo y vivienda<sup>21</sup>.

La evolución del consumo privado (consumo de los hogares) se ilustra en el Gráfico 15. Si bien durante la mayor parte de la década de los ochenta exhibió una tendencia declinante, como porcentaje del PIB, entre 1990 y 1993 ganó de nuevo alrededor de cuatro puntos. Luego, mostró unos ciclos breves de contracción y expansión y en el último par de años, como efecto de la crisis de la economía, se redujo a los niveles más bajos de los últimos 30 años.

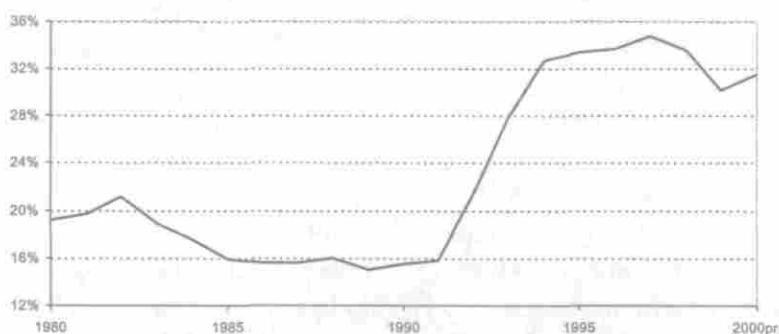
GRÁFICO 15  
CONSUMO PRIVADO 1980-2000pr. (% DEL PIB)



21 Ver la bibliografía ya citada en ésta y las secciones anteriores. En una hipótesis un tanto diferente sobre los efectos de la apertura económica se argumenta que la disminución del ahorro fue ocasionada por una alta demanda de importaciones, en la medida en que los agentes económicos no consideraban creíble que se sostuvieran las políticas de apertura. La revaluación real de la tasa de cambio, que también se estimaba temporal, y la expectativa de ingresos futuros crecientes por cuenta de los descubrimientos petroleros reforzaron esas decisiones. [Echeverry, Juan C. 1999; y ver también Carrasquilla, A. y Juan P. Zárate 1997].

Una parte sustancial del incremento en la demanda agregada se destinó a las importaciones (Gráfico 16). Hasta los años noventas, como porcentaje del producto interno bruto (en pesos constantes de 1975), la economía colombiana destinaba un 16% de sus ingresos a las importaciones, si bien ese porcentaje fue un poco más alto en los primeros años de los ochenta cuando se presentó el corto episodio de liberación de importaciones.

GRÁFICO 16  
IMPORTACIONES 1980-2000pr. (% DEL PIB, precios constantes)



Desde 1991 el coeficiente de importaciones empezó a crecer verticalmente, en el marco del proceso de apertura, liberación, desgravación arancelaria y revaluación de la tasa de cambio real. Y en menos de seis años se multiplicó por más de dos veces. El trienio 1992-1994 marcó las tasas de crecimiento más explosivas en las importaciones con un promedio anual de incremento de 34% (en precios constantes). Ese aumento, a todas luces insostenible, generó a la postre el desequilibrio muy fuerte en el sector externo de la economía de los años recientes.

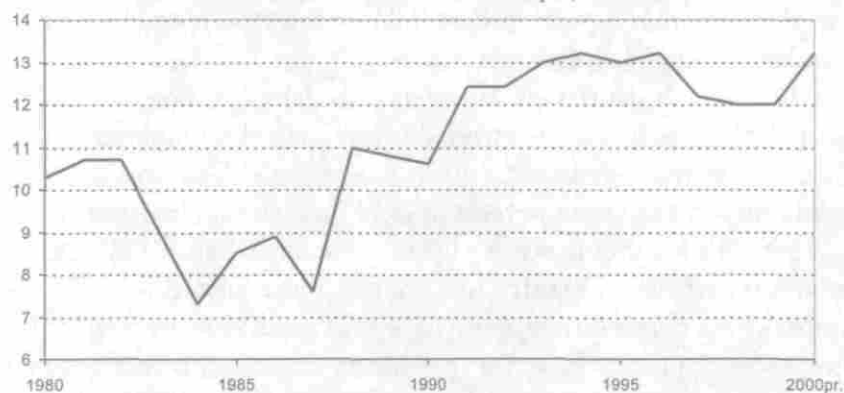
De hecho, mientras crecía la demanda del sector privado por bienes nacionales e importados, de otro lado su ingreso disponible estaba declinando en términos relativos. Como se observa en el Gráfico 17, el ingreso privado disponible, como porcentaje del PIB, cayó rápidamente en la primera mitad de los años ochenta y luego se estabilizó hasta 1992. Desde dicho año y hasta 1996 registró una contracción equivalente a unos ocho puntos del PIB y en la última época ha tenido una leve recuperación. Por lo tanto, el sector privado ha venido perdiendo terreno en la economía cuando se observa la participación del ingreso privado disponible en la generación del ingreso nacional.

GRÁFICO 17  
INGRESO PRIVADO DISPONIBLE 1980-2000pr. (% del PIB)



Una de las causas principales de la anterior evolución se origina en la mayor participación de los ingresos tributarios del gobierno nacional en el producto interno bruto (Gráfico 18). Podría mencionarse que ello responde a una especie de paradigma colombiano: el deseo (y la necesidad) inevitable de hacer una reforma tributaria cada uno o dos años. Y la década de los noventa es una prueba estadística confiable y muy significativa de ello.

GRÁFICO 18  
INGRESOS TRIBUTARIOS 1980-2000pr. (% del PIB)



En el primer quinquenio de los ochenta cayó la participación de los ingresos tributarios en el PIB. A partir de 1987 han tenido una tendencia creciente, por lo menos hasta 1996, y luego han mantenido esa más alta participación. En los hechos, entonces, el gobierno nacional incrementó en casi 7 puntos del PIB su recaudo de ingresos tributarios durante ese período para sustentar, apenas parcialmente, sus permanentes y crecientes niveles de gasto.

### *El sector público*

En esta sección se discute la evolución del ahorro y la inversión del sector público. En primer lugar, habría que resaltar que el ahorro público tiene determinantes diferentes a los del ahorro privado. Pueden mencionarse varios factores esenciales que en el caso colombiano determinan su evolución, en particular la del ahorro del gobierno central<sup>22</sup>.

Primero, como acaba de mencionarse, se han adoptado sucesivas y frecuentes reformas tributarias orientadas a recaudar mayores ingresos para el gobierno, aunque sus efectos han dependido no sólo de los gravámenes mismos sino también del ritmo de crecimiento del ingreso y el producto nacional.

Segundo, el sector cafetero, por su papel en la generación de exportaciones y de ingresos internos, ha afectado la generación de ahorro público, especialmente hasta los años ochenta. Períodos de bonanza en los precios del café, como la de los años setenta o como la de la segunda mitad de los años ochenta, tuvieron efectos positivos sobre el ahorro del sector público: tanto en forma directa, vía una mayor tributación, como indirecta a través de los excedentes generados por el Fondo Nacional del Café. En su ciclo opuesto, una crisis cafetera, como la actual, incide negativamente sobre el ahorro público, aunque en menor magnitud que en el pasado debido a la más baja participación relativa actual del sector cafetero en la economía nacional<sup>23</sup>.

Tercero, el sector petrolero y en especial Ecopetrol, desde la segunda mitad de los ochenta, han tenido un efecto muy importante sobre el ahorro

22 Ver un análisis detallado de estos temas en Sánchez, Fabio y Ma. Victoria Angulo [1998].

23 Diversos analistas, incluyendo a quien escribe este documento, se preguntan hace mucho tiempo sobre la lógica de incluir las operaciones del sector cafetero dentro de las cuentas de ahorro y déficit del sector público. Pero sobre este tópico las decisiones parecen tan sensibles que nunca se toman decisiones.

del sector público. Es evidente que mayores y crecientes ingresos petroleros, como resultado de un más alto volumen y precio de exportaciones, generan más recursos tributarios y transferencias crecientes de excedentes de Ecopetrol al gobierno nacional. Existe además, en la actualidad, el Fondo de Estabilización Petrolera, como mecanismo de ahorro de una parte de los ingresos petroleros que pertenecen a Ecopetrol, los departamentos y los municipios. Otra vía adicional de generación de recursos se produce con los impuestos que capta el gobierno nacional sobre el precio de la gasolina. Como se aprecia, hay múltiples formas de creación y transferencia de ahorro público originadas en la actividad petrolera, pero cuya continuidad y estabilidad dependerá crucialmente de las perspectivas en materia de exploración, explotación y descubrimiento de nuevas reservas.

Cuarto, la capacidad de ahorro del sector público también está afectada por las posibilidades de acceso a un mayor endeudamiento externo (o interno), es decir, por el grado de restricción crediticia que se enfrenta. En efecto, si el gobierno nacional o los gobiernos regionales encuentran que la banca internacional y el sistema financiero están en disponibilidad de financiar un nivel de gasto más alto, tendrán menores restricciones para su expansión y menor necesidad de incrementar o mantener su ahorro propio<sup>24</sup>. Un factor adicional que vale la pena mencionar, por su utilización en los años noventa, es la posibilidad de disponer de parte del patrimonio público —que, claro está, es ahorro público acumulado— mediante procesos de privatización de empresas y actividades estatales.

Finalmente, los ciclos de ahorro público también dependen del patrón de gasto público, el cual está afectado por decisiones institucionales (como las nuevas obligaciones de gasto impuestas por la Constitución de 1991) y políticas (las relacionadas con las coyunturas electorales). Lo que se mostrará enseguida es que la década del noventa es la época más significativa de disparo del gasto público.

Durante los años noventa, el hecho central ha sido la crisis del ahorro público, en particular durante el segundo quinquenio (Gráfico 19). Entre 1991 y 1994 el coeficiente de ahorro público se mantuvo alrededor del 9% al 10% del PIB, debido en parte a los efectos iniciales de las varias reformas

24 En la medida en que los crecientes déficit del gobierno incrementan sus necesidades de endeudamiento, los intereses sobre la deuda interna y externa pasan a ser factores cada vez más importantes que afectan negativamente el ahorro público.

tributarias de ese período. Posteriormente, empezó a declinar con rapidez, hasta llegar en 1999 a sólo el 3% del PIB, es decir, una tercera parte del existente cinco años atrás, no obstante las reformas tributarias puestas en marcha. Se observa, comparativamente, que durante la crisis de los ochenta el coeficiente de ahorro público decreció con menor intensidad, aunque también habría que indicar que el nivel de entonces era bastante reducido. A partir de las reformas y los programas de ajuste, desde 1984 subió sostenidamente dicho coeficiente y en el período 1986-1990 tuvo un promedio equivalente al 7% del PIB.

El fuerte declive del ahorro público se ha debido a un patrón explosivo de gasto público por razones estructurales. La conferencia de Antonio Hernández —que se publica en este mismo libro— se dedica a este tema por lo cual no voy a detenerme en él [Hernández, A. e I. Lozano E. 1999]. Destaco que su acelerado crecimiento se ha originado en los siguientes factores: primero, las obligaciones derivadas de la Constitución de 1991 (e intensificadas por las decisiones de la Corte Constitucional) y de leyes posteriores, como el caso de la reforma a la seguridad social. Segundo, la forma que ha asumido el proceso de descentralización, que ha afectado las finanzas del gobierno nacional mediante mayores transferencias sin una correlativa racionalización del gasto al nivel del gobierno nacional, ni mucho menos en los gobiernos territoriales. Tercero, la menor restricción de financiamiento en los diferentes niveles de gobierno.

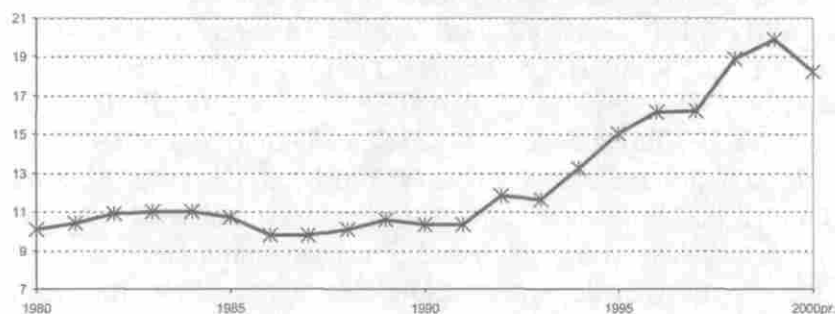
Como se muestra en el Gráfico 20, el consumo del sector público se multiplicó por más de dos veces a lo largo de la década del noventa.

GRÁFICO 19  
AHORRO E INVERSIÓN PÚBLICOS 1980-2000pr. (% DEL PIB)



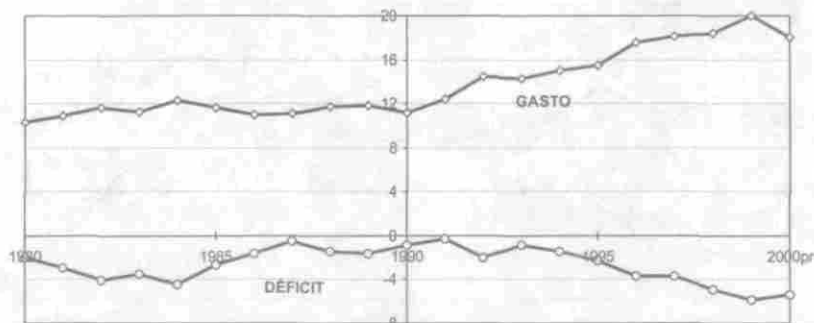
Durante la década de los ochenta se había mantenido relativamente estable alrededor del 10% del PIB, pero desde 1991 empezó su crecimiento vertical hasta llegar a su más alto registro de 20% del PIB en el año 1999, aunque se proyecta una ligera corrección de dos puntos del PIB para el 2000.

GRÁFICO 20  
CONSUMO PÚBLICO 1980-2000pr. (% del PIB)



La magnitud de los desajustes generados por los hechos antes referidos se aprecia claramente cuando se toman las finanzas del gobierno nacional (Gráfico 21). Su gasto total permaneció relativamente estable alrededor

GRÁFICO 21  
GASTO Y DÉFICIT DE GOBIERNO NACIONAL 1980-2000pr. (% del PIB)



del 12% del PIB durante los años ochenta; pero, durante los noventa, creció en 8 puntos hasta llegar a representar el 20% del PIB. Con ese crecimiento tan fuerte, el gobierno nacional no ha sido capaz de financiarse con ahorro propio, a pesar de las sucesivas reformas tributarias que realizó. El resultado final es que tras los reducidos déficit de principios de la década, su desequilibrio se ha trepado a 6 puntos del PIB y para cubrirlo ha tenido que recurrir al endeudamiento externo e interno (y a las privatizaciones), en una espiral imposible de sostener ni de seguir financiando.

### LOS DESEQUILIBRIOS

#### *Las brechas pública, privada y externa*

Como resultado de los factores evaluados en la sección anterior, los sectores público y privado experimentaron desequilibrios cada vez más intensos a lo largo de la década. Lo cierto es que desde mediados de la década al déficit del sector privado se sumó el del sector público y entre ambos generaron un desequilibrio externo muy fuerte, que se manifestó en altos ritmos de endeudamiento.

Entre 1982 y 1985, el desequilibrio del sector público había estado entre el 6 y el 7% del PIB y posteriormente transcurrió una década en la cual la brecha pública fue ligeramente deficitaria o superavitaria. A partir de 1995, empieza una tendencia cada vez más deficitaria hasta llegar a más del 5% del PIB.

¿De dónde obtuvo sus recursos adicionales el sector público? En los ochenta, parte del déficit público fue financiado por el sector privado, que había sido superavitario. La otra parte de la financiación provino del ahorro externo.

Entre 1992 y 1995, por el contrario, el sector privado incrementó su déficit hasta niveles del 5% del PIB, lo corrigió parcialmente en los siguientes tres años—mediante un fuerte ajuste en la inversión— y se tornó superavitario en 1999 cuando la inversión privada cayó en 47% y el consumo privado en 5% (en precios constantes). Con ello, alcanzó un superávit de 4% del PIB y para el año 2000 se proyecta que sería del 2%, en un entorno de crecimiento positivo de la economía y de la inversión y el consumo privado.

Al comparar la crisis de los años ochenta con la de los noventa, se observa que la caída reciente del ahorro nacional es más prolongada y que, por lo tanto, el país ha tenido que recurrir cada vez más al ahorro externo. Entre 1982 y 1985, la caída del ahorro nacional llevó al país a obtener recursos ex-

GRÁFICO 22  
BRECHAS PÚBLICA Y PRIVADA 1980-2000pr. (% del PIB)

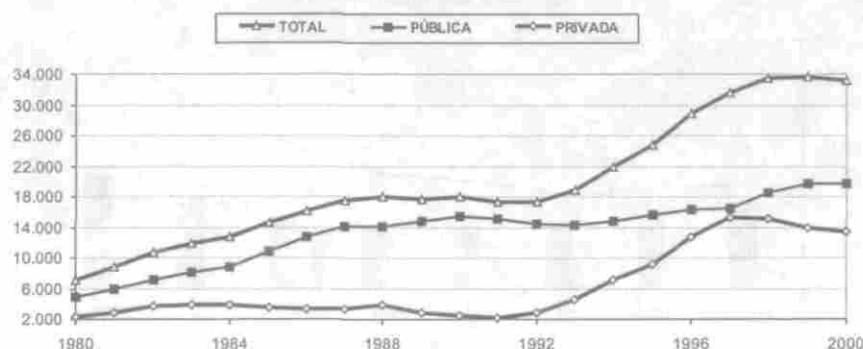


ternos cercanos al 5% del PIB para financiar su gasto excedente. En la década del noventa, a partir de 1993 y durante los siguientes cinco años, el colapso del ahorro interno en un ambiente de exceso de gasto implica unas necesidades anuales de financiamiento externo superiores al 5% del PIB. Sólo desde 1999 se inicia la corrección de ese intenso e insostenible déficit externo (Gráfico 23).

GRÁFICO 23  
AHORRO NACIONAL Y EXTERNO 1970-2000pr. (% del PIB)



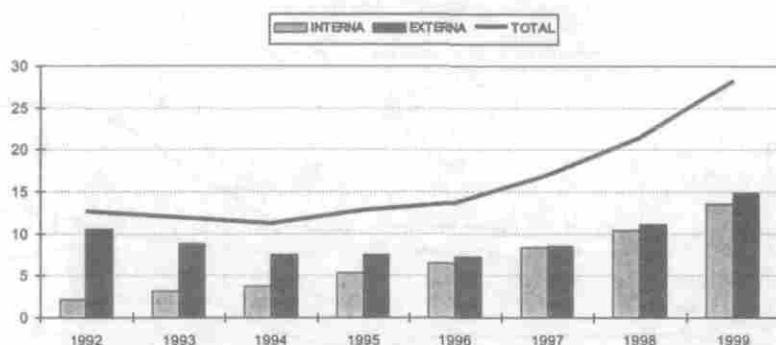
GRÁFICO 24  
SALDO DEUDA EXTERNA 1980-2000 (Millones US\$)



Esos desequilibrios afectaron el endeudamiento externo del país (Gráfico 24). Entre 1980 y 1987, la deuda externa total creció de US\$6.000 millones a US\$18.000 millones —casi exclusivamente por cuenta del sector público puesto que el acceso del sector privado a las fuentes externas de crédito estaba prácticamente cerrado— y se estabilizó en ese nivel hasta 1992. A partir de entonces retomó su pendiente ascendente y en el transcurso de siete años se trepó a US\$34.000 millones. Las causas de este incremento divergen de las de los ochenta: por una parte, el sector público creció un poco menos su endeudamiento externo, aunque su magnitud es de consideración: entre 1993 y 1999 el saldo de la deuda pública externa aumentó en cerca de US\$6.000 millones. Por la otra, la deuda externa privada pasó entre 1992 y 1998 de US\$3.000 millones a US\$15.000 millones, es decir, se multiplicó por cinco veces.

Si bien la deuda externa pública no se incrementó tan rápidamente en los noventa como la privada, cuando se desagrega la situación del gobierno nacional se observa a partir de 1996 un considerable aumento de su deuda externa como porcentaje del PIB y uno aún más acelerado en su deuda interna (Gráfico 25). Así, entre 1995 y 1999 el saldo de la deuda del gobierno nacional duplicó su participación en el PIB (del 14% al 28%): la externa pasó del 6% al 15% del PIB y la interna del 8% al 13%, con un crecimiento particularmente intenso en los últimos dos años. Ello, no obstante los recursos adicionales allegados mediante las privatizaciones emprendidas en estos años.

GRÁFICO 25  
SALDO DEUDA GOBIERNO 1992-1999 (% DEL PIB)



Habría adicionalmente que mencionar que el sector privado, ante la insuficiencia de ahorro propio, incrementó velozmente su endeudamiento interno con el sistema financiero con el fin de financiar sus patrones crecientes de gasto: el crecimiento de la cartera en moneda nacional (en términos reales) fue de más del 15% anual entre 1993 y 1995 (Gráfico 26). Esta burbuja crediticia fue apoyada por el alto incremento en la liquidez amplia de la economía (medida por el indicador de M3 + Bonos) la cual creció durante esa época a tasas reales que fluctuaron entre un 15% y un 20% anual, es decir con un exceso entre 10 y 15 puntos sobre el crecimiento de la economía.

GRÁFICO 26  
VARIACIÓN % ANUAL DE LA CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO  
EN TÉRMINOS REALES 1990-1999



*Crisis de crecimiento y de desempleo*

En síntesis, la década de los noventa en Colombia ha sido una época de crecientes desequilibrios macroeconómicos originados en un exceso de crecimiento en el gasto público y privado. En el ambiente de una economía más abierta —tras los procesos de apertura, liberación cambiaria y liberación financiera— ello desembocó en el colapso del ahorro interno, en un fuerte endeudamiento tanto público como privado y en mayores necesidades de ahorro externo para sostener ese exceso de gasto.

En la fase del boom económico y crediticio se percibió erróneamente que se podría sostener un ritmo ininterrumpido de expansión basado en altos niveles de endeudamiento —y en las expectativas de cuantiosos ingresos petroleros futuros— por lo cual no se prestó atención a los desajustes macroeconómicos que se iban acumulando. El boom conllevó un elevado crecimiento de la cartera crediticia, burbuja en el precio de los activos, alta deuda empresarial, intenso endeudamiento de los hogares para consumo y vivienda y financiamiento del déficit público con deuda interna y externa y privatizaciones. En fin, todos se endeudaron.

Ante el recalentamiento de la economía, a partir de 1995 se pusieron en marcha políticas más restrictivas, destinadas a buscar un “aterrizaje suave de la economía” y a recuperar la tasa de cambio real que se había revaluado fuertemente en los años anteriores. El fin del boom desnudó las vulnerabilidades de la economía del período anterior. El crecimiento de la economía cayó fuertemente, el sector de la construcción se estancó y entró en crisis y se inició una etapa de debilitamiento del sector productivo y del sistema financiero. A ello se sumó la inestabilidad producida por los efectos de la crisis política interna.

Tras una corta fase de recuperación en 1997, y sin corregirse los desequilibrios externos y fiscales, desde la segunda mitad de dicho año la economía recibió los impactos de los choques externos producidos primero por la crisis asiática y más adelante por la debacle rusa. Estos choques tuvieron los siguientes efectos: deterioraron los términos de intercambio del país, con su efecto adverso sobre el ingreso nacional; restringieron y encarecieron el financiamiento externo; condujeron a una importante salida de capitales; generaron intensas presiones cambiarias; y llevaron a que las agencias de riesgo rebajaran la calificación del grado de inversión del país.

En consecuencia, la creciente vulnerabilidad interna a lo largo de la década tuvo los siguientes componentes básicos:

- Colapso del ahorro interno y dependencia de recursos externos.

- Deterioro de la balanza de pagos.
- Apreciación de la tasa de cambio real.
- Elevado endeudamiento público y privado, interno y externo.
- Crecimiento no sostenible en el precio de los activos.
- Debilitamiento del sistema financiero.
- Inestabilidad política.

La política macroeconómica buscó combinar ajustes en las tasas de interés, la tasa de cambio y las reservas internacionales para hacerle frente a la crisis externa y a los desajustes no resueltos y cada vez más agudos de las finanzas públicas.

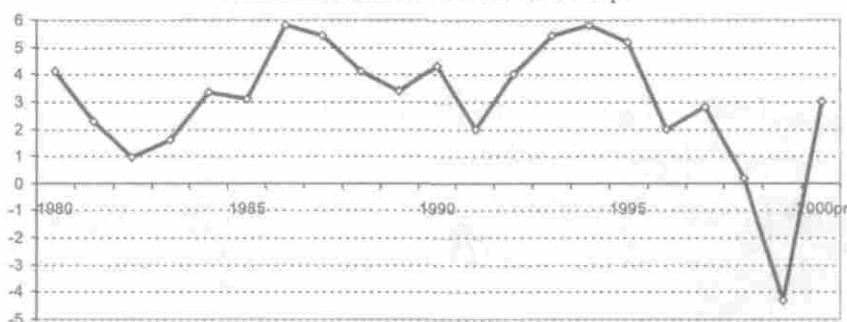
En materia monetaria, las tasas reales de captación, que estuvieron en niveles negativos en 1992, se elevaron entre finales de 1994 y mediados de 1996 a promedios anuales del 10% real. Después de un período de estabilidad en 1997, con tasas reales de captación de 5%, en 1998 se dio un intenso ciclo ascendente que respondió a las condiciones externas e internas de vulnerabilidad antes reseñadas. Así, la elevación de las tasas de interés en 1998 fue el resultado de un complejo de fuerzas originadas en los desequilibrios internos y en los choques externos: las presiones de devaluación, el mayor riesgo del país ante sus desajustes, la debilidad del sector financiero con sus consiguientes problemas de riesgo y liquidez, la menor disponibilidad de financiamiento externo, la necesidad de restringir el gasto interno y los impactos de la defensa de la estabilidad cambiaria. Como resultado del alto endeudamiento anterior de la economía y de las restricciones para su financiamiento externo, se ha presentado un intenso proceso de ajuste en el gasto del sector privado, al cual se ha sumado una fuerte contracción en la oferta de financiamiento interno ante la crisis financiera.

La consolidación del proceso de reordenamiento económico, tras la reciente decisión de flotación de la tasa de cambio, depende efectivamente del cumplimiento del programa macroeconómico puesto en marcha. En este contexto es fundamental, para apoyar la credibilidad interna y externa en la política y garantizar su sostenibilidad, el respaldo de los organismos internacionales. Ese es el marco para el programa formal recientemente acordado con el FMI y que permitirá disponer de recursos externos adicionales, apalancar recursos complementarios, garantizar el ajuste de las finanzas públicas y lograr una evolución estable de la tasa de cambio bajo el nuevo régimen establecido.

En consecuencia, tras el boom de mediados de la década, la economía colombiana se debilitó progresivamente hasta concluir en 1999 con una crisis que no había experimentado a lo largo del siglo. En efecto, después de alcanzar tasas promedio de crecimiento del PIB de más del 5% anual entre 1993 y 1995, el crecimiento del trienio 1996-1998 se redujo al 2% anual y en 1999 se volvió negativo en más del 4%.

Para el año 2000 se prevé una recuperación con tasas de crecimiento cercanas al 3%, que siguen estando muy por debajo de las tendencias de largo plazo y que, en todo caso, aún implican un nivel absoluto de producto real inferior al de 1998 y un ingreso per cápita apenas similar al de 1993.

GRÁFICO 27  
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB 1980-2000pr.



Dos efectos especialmente adversos han resultado de esta crisis: primero, la elevación de las tasas de desempleo abierto a niveles del 20%, más de dos veces por encima de las registradas en la primera parte de la década (Gráfico 28). Segundo, el sustancial incremento en el grado de concentración de ingresos (según la medición del Coeficiente de Gini), con todas sus secuelas sobre el nivel y la calidad de vida de la población y sobre el acceso a los servicios básicos, especialmente de los grupos más pobres, y con su consecuente impacto restrictivo sobre el propio proceso de ahorro y crecimiento de largo plazo de la economía (Gráfico 29).

El proceso de reajuste, con todo, ha empezado a generar importantes correcciones en varios de los desequilibrios analizados: una acentuada disminución en el déficit de balanza de pagos; una importante y continua caída en la tasa de inflación hasta llegar a niveles de un dígito; una considerable recuperación de la tasa de cambio real a partir de 1997; y el mantenimiento

GRÁFICO 28  
TASA DE DESEMPLEO SIETE CIUDADES, 1990-2000  
(Promedio móvil de orden 4)

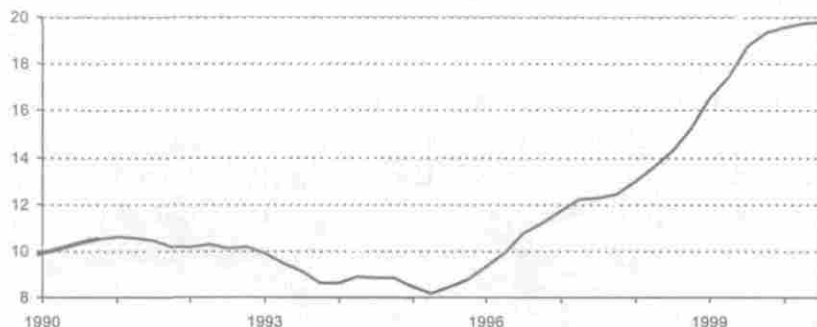
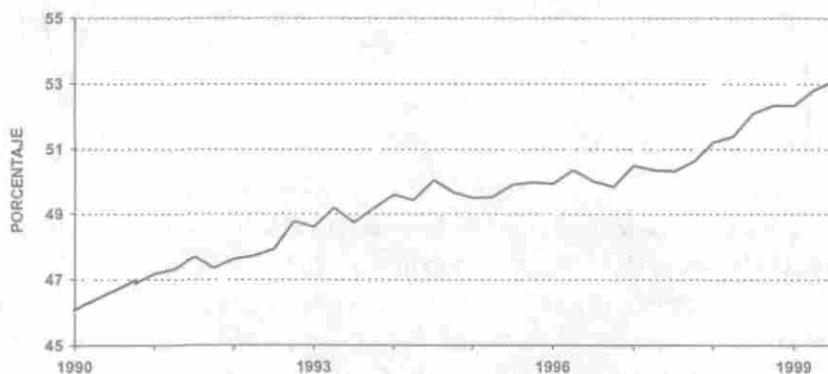


GRÁFICO 29  
COEFICIENTE GINI 1990-1999 (INGRESOS HOGAR)  
(Promedio móvil de Orden 4)



de una tasa de interés real baja y estable. Ello sienta las bases para un crecimiento más alto y sostenido sobre bases más sólidas. Infortunadamente, en este proceso, las reformas fiscales requeridas para colocar las finanzas públicas sobre una trayectoria sostenible no han sido posibles —o, cuando menos, han sido insuficientes y limitadas— y por ello ha sido excesivo el recargo sobre otras variables e instrumentos de política, con costos más intensos en materia de producción y empleo.

GRÁFICO 30  
TASA ANUAL DE INFLACIÓN (IPC) 1980-2000pr.

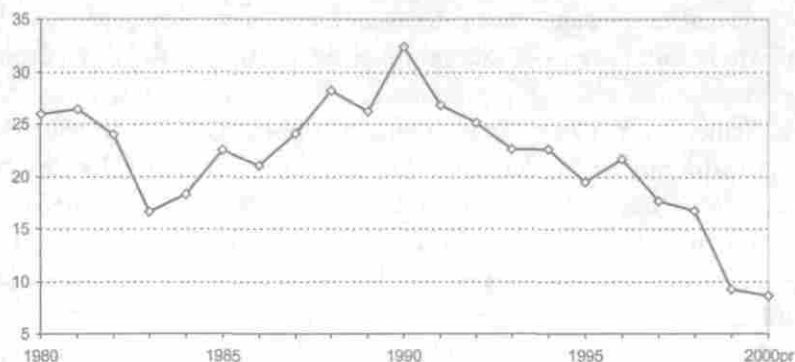
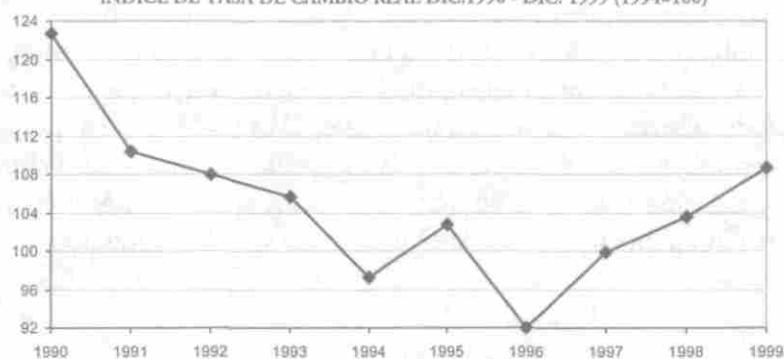


GRÁFICO 31  
ÍNDICE DE TASA DE CAMBIO REAL DIC.1990 - DIC.1999 (1994=100)



### VOLVER A CRECER, PERO LOGRAR MÁS<sup>25</sup>

Las tasas de ahorro e inversión nacional en Colombia se encuentran en el nivel más bajo del siglo XX y el crecimiento económico es notablemente inferior a los patrones históricos. De persistir esta trayectoria insatisfactoria, sus efectos sobre la intensificación de la pobreza, el desempleo y el malestar social serán cada vez más agudos.

25 Para la presentación escrita de esta sección me he basado, con diversas modificaciones, en apartes del texto de Flórez Enciso, Luis B. y Mauricio Avella. [1998].

¿Qué luces ofrece la literatura reciente acerca de las posibilidades de fortalecer el ahorro y la acumulación de capital, en el marco de las consideraciones efectuadas en las secciones iniciales de este documento? Trabajos empíricos realizados para el continente en los últimos años confirman la hipótesis tradicional según la cual el nivel de ahorro nacional depende del contexto macroeconómico representado en el crecimiento del ingreso per cápita [Schleifer, A. 1992]. Se ha llamado también la atención sobre la necesidad de diferenciar los determinantes del ahorro privado y los del ahorro público. En particular, se ha concluido que si bien el ahorro de los dos sectores es estimulado por el crecimiento económico, el ahorro público tiende a depender directamente de la estabilidad política e inversamente de la disponibilidad de ahorro externo, mientras que el privado parece depender más del grado de profundización financiera de la economía, los beneficios esperados de la seguridad social y la estructura demográfica [Edwards, S. 1994].

Como ya se mencionó, la menor desigualdad de ingresos promueve tasas más altas de ahorro y crecimiento, al tiempo que contribuye a fortalecer la estabilidad política y social. La literatura concluye que la estabilidad política y el ambiente macroeconómico son pilares básicos para el fortalecimiento del ahorro y la inversión nacionales. Al Estado le corresponde un papel central en el diseño de estos pilares, mediante la creación del marco institucional apropiado, y al gobierno por medio de su comportamiento en la adopción de una política sostenible de gasto y endeudamiento.

#### *Recuperación de la estabilidad macroeconómica*

El crecimiento económico es factor determinante del ahorro y de la inversión. En estos términos, políticas dirigidas a mantener condiciones macroeconómicas estables son favorables al crecimiento y se constituyen en requisito para estimular el ahorro y la acumulación de capital. Estas políticas deben dirigirse a garantizar la estabilidad monetaria, cambiaria, fiscal y de precios desde una perspectiva de mediano y largo plazo. No puede pedírseles más, pero tampoco menos.

La estabilidad macroeconómica en Colombia se comprometió en los noventa por el boom de gasto privado, el creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y el deterioro de las finanzas públicas, como resultado de un exceso de gasto frente a la capacidad nacional de generación de ingresos. Los dos primeros desequilibrios están en curso de corrección. El último aún requiere la adopción de profundas refor-

mas. La recuperación de la estabilidad en este último frente es, en consecuencia, asunto vital para retornar la economía a tasas de crecimiento altas y sostenidas.

Por ello la primera lección es que el ajuste fiscal no da espera. De mantenerse los desequilibrios que se registraron en los últimos años, el déficit y la deuda públicos alcanzarían en el curso de pocos años niveles no sostenibles.

La segunda lección es que el ajuste fiscal no es un proceso fácil: requiere comprometer a la nación, las regiones, las fuerzas políticas, la sociedad y sus organizaciones, en un acuerdo de amplio alcance. Un acuerdo que se materialice en la aprobación de las reformas legislativas necesarias para fortalecer los recaudos, reajustar el sistema de transferencias regionales, hacer más eficiente el gasto del gobierno nacional y definir claramente las responsabilidades entre la nación y las regiones para la atención de las necesidades sociales. En fin, de lo que se trata es de establecer prioridades claras en la asignación del gasto público en función de las disponibilidades de recursos tributarios<sup>26</sup>. Sin duda, el ahorro público se fortalecería con un manejo equilibrado de las finanzas regionales y una racionalización del gasto en el ámbito central.

No deben olvidarse, por otra parte, las perspectivas de debilitamiento de otras fuentes de ahorro público: antes se contaba con las disponibilidades generadas por los excedentes cafeteros y en esta década se esperaba que la bonanza petrolera aportaría cuantiosos montos de ahorro de largo plazo tanto a la nación como a sus regiones. Ante las expectativas de esos futuros ingresos se anticiparon gastos e inversiones. Sin embargo, las proyecciones actuales sobre el descubrimiento y desarrollo de nuevas reservas ponen un signo de interrogación sobre la cuantía y sostenibilidad de los ahorros petroleros futuros. El actual sistema pensional, por otra parte, generará ahorros transitorios, aunque serán compensados por las transferencias para la seguridad social que ha asumido el gobierno nacional. Estas circunstancias destacan la necesidad y urgencia de recuperar y sostener un alto índice de ahorro en el gobierno nacional.

El ahorro público ha constituido históricamente una tercera parte del ahorro nacional y su evolución sugiere que sus incrementos no se traducen

---

26 Estos temas se han analizado recientemente por Hernández, Antonio y Carolina Gómez [1998].

en reducciones equivalentes del ahorro privado: el aumento del ahorro público no sólo incrementa el ahorro nacional, sino que tiene efectos catalizadores sobre el crecimiento. Más aún, unas finanzas públicas más fuertes permitirán recuperar la flexibilidad hoy perdida de la política fiscal para que actúe con oportunidad y eficacia en los ciclos de la economía y desempeñe mejor su función redistributiva y de inversión social, contribuyendo de esta manera a elevar la productividad general de la economía.

Resulta prioritario, entonces, garantizar la mejor y más eficaz ejecución de un esquema equilibrado de políticas macroeconómicas de mediano plazo, con lo cual se evitará seguir recargando en la política monetaria y en la tasa de cambio la compensación de los desequilibrios generados en otras fuentes, con sus inevitables costos sobre la producción, el crecimiento y el empleo.

La política económica debe, así, orientarse a garantizar que el país retorne a un sendero de estabilidad y de equilibrio macroeconómico. Componentes esenciales de esta política son los siguientes:

- a. La recuperación del ahorro público y privado y el fortalecimiento de la capacidad de acumulación de capital sobre bases sólidas
- b. La adopción de las reformas fiscales necesarias que permitan resolver los problemas estructurales de las finanzas públicas
- c. El logro de un nivel sostenible y adecuado de ahorro externo
- d. La perseverancia en una política monetaria dirigida a consolidar la estabilidad de precios y que sea propicia para alcanzar un crecimiento económico más alto y estable.

En un programa de esta naturaleza —varios de cuyos factores están, afortunadamente, empezando a darse— se estabilizarán las tasas de interés en niveles reales adecuados para el crecimiento, la tasa de cambio real tendrá una trayectoria favorable a la competitividad de las exportaciones, el sector productivo dispondrá del espacio requerido para acrecentar su capacidad de ahorro e inversión y la tasa de desempleo se reducirá de los escalofriantes niveles a los que ha llegado. No menos importante será el hecho de que como resultado de políticas consistentes de mediano plazo se facilitará, y tendrá más apoyo social, el descenso continuo de la tasa de inflación hasta llevarla a los patrones internacionales. Ello, por sí mismo, contribuirá a generar mayor certidumbre en los procesos de ahorro e inversión, con un impacto positivo sobre la tasa de crecimiento del país.

*Sostenibilidad del ahorro externo*<sup>27</sup>

Dos factores son cruciales para consolidar la reciente corrección en la cuenta corriente de la balanza de pagos del país: garantizar un ahorro externo sostenible y reducir su vulnerabilidad frente a *shocks* externos. Ambos factores se han analizado recientemente en forma extensa, en especial para tomar en cuenta las lecciones de la crisis asiática.

En la literatura y en los análisis de casos hay una amplia controversia sobre los niveles óptimos de déficit en cuenta corriente y sobre la ponderación de los elementos que determinan la vulnerabilidad de una economía: en particular, ante la globalización financiera, la movilidad internacional de capitales, los ajustes de portafolios entre monedas y el desarrollo de instrumentos financieros de cobertura para minimizar los riesgos cambiarios. A pesar de las diferencias de énfasis, hay consenso en un conjunto de factores determinantes.

En cuanto a la *sostenibilidad*, se destacan los siguientes requisitos: políticas monetarias y fiscales consistentes y estables; recursos suficientes para cubrir en el largo plazo los compromisos de la deuda externa; asignar los recursos externos a proyectos rentables que fortalezcan la acumulación de capital; evitar excesos de gasto que deterioren la cuenta corriente y la competitividad al incidir sobre la tasa de cambio real. En este contexto, la corrección de los desequilibrios internos constituye condición necesaria para retomar una trayectoria sostenible de ahorro externo.

En cuanto a la *capacidad de respuesta* de un país frente a los shocks externos causados por el deterioro en los términos de intercambio y por el contagio derivado de crisis en otros países, se consideran esenciales las siguientes condiciones: el régimen de tasa de cambio; la posición de reservas internacionales; la composición y el plazo de la financiación externa; el destino de los recursos externos; la solidez del sistema financiero; la coyuntura crediticia interna; y la fortaleza de la supervisión y regulación financiera.

Así, una mayor vulnerabilidad se asocia con sistemas cambiarios rígidos, bajo nivel de reservas internacionales, predominio de inversiones y créditos externos de corto plazo, concentración de recursos externos en actividades especulativas, *booms* crediticios, bajo ahorro nacional, ineficiencia en la intermediación financiera, alta dependencia del ahorro externo y debili-

27 Sobre este tema, ver, por ejemplo: FMI [1997]. Un análisis de los efectos de la crisis asiática sobre América Latina se encuentra en Perry, Guillermo y Daniel Lederman [1998].

dad en las instituciones y mecanismos de regulación y supervisión [FMI 1998].

Como se observa, la lista de requisitos es formidable y la situación reciente de Colombia mostraría que su calificación en varios de esos indicadores no ha sido del todo aprobatoria. Por el lado positivo, se encuentran la flexibilidad en el sistema de bandas cambiarias vigente hasta hace poco, el nivel de reservas internacionales y el control a los capitales externos especulativos. En el lado negativo, sobresalen el boom crediticio, el exceso de gasto interno, la debilidad del sistema financiero y la dramática caída del ahorro nacional. En balance, la economía colombiana aumentó su vulnerabilidad a lo largo de la década, resultó imposible sostener un financiamiento externo (déficit de balanza de pagos) del 5% del PIB y apenas está en curso la corrección de los desajustes internos.

Así que, en estas materias, la suerte de las perspectivas de mediano plazo está estrechamente ligada a las decisiones de política que lleven de nuevo al país a un sendero económico estable y equilibrado.

#### *Corrección en la concentración de ingresos*

Como se ha indicado, los enfoques teóricos y de política más recientes y los análisis internacionales han enfatizado la importancia de una distribución más equitativa del ingreso para incrementar el ahorro y el crecimiento de las economías. En un estudio pionero realizado para 43 países se encontró que una alta desigualdad inicial en los ingresos determina menores tasas de crecimiento en el largo plazo y que dicha desigualdad refleja un acceso más limitado de los grupos más pobres a los activos productivos, en particular al capital humano, pero también a la tierra y al crédito y a los sistemas de protección legal de sus derechos [Birdsall, N. y Juan Luis Londoño 1997].

Estos resultados son de la mayor importancia para la Colombia de los noventa, caracterizada por altos y crecientes coeficientes de concentración del ingreso, bajos niveles de inversión en capital humano, concentración de la propiedad, precario acceso de los pobres a los mecanismos formales de ahorro y crédito y escasa protección y cobertura de los derechos económicos y sociales de la población.

En estas circunstancias, los procesos de apertura y liberación acelerada que arrancaron a comienzos de la década son del todo insuficientes para garantizar un sendero sostenido de desarrollo económico y social si no se logra corregir la alta concentración de ingresos prevaleciente en el país, con el

fin de elevar la generación de ahorro y la productividad por la vía de un sistema económico más equitativo [Birsdall, N. y Richard S. 1994]. En consecuencia, una mejor distribución del ingreso se justifica no sólo por las razones obvias y perentorias de justicia social, sino también por sus efectos directos sobre el ahorro y el desarrollo.

Igualmente, la mejor distribución del ingreso se relaciona en forma significativa con una menor tasa de inflación. Un análisis reciente para Colombia —con base en técnicas de cointegración— muestra que la inflación tiene un efecto directo de largo plazo sobre la concentración de ingresos y que la inestabilidad macroeconómica afecta la formación de capital humano en las escalas de más bajos ingresos [Bernal, Raquel *et al.* 1997]. Las implicaciones son obvias: una política económica dirigida a reducir la inflación y a hacer más estable el desempeño económico es componente esencial de los esfuerzos del país para crecer y corregir los elevados índices de concentración de ingreso y de pobreza hoy imperantes.

#### *Fortalecimiento del ahorro privado*

Un interrogante de primera línea es cómo incrementar la generación de ahorro y la inversión del sector productivo. Además de los impactos positivos originados por la mayor estabilidad y consistencia de las políticas macroeconómicas, la literatura especializada reconoce que el logro de una tasa de crecimiento alta y sostenida requiere que el sector financiero esté en capacidad de movilizar y asignar eficientemente los recursos financieros.

Un sistema financiero que tenga buen desempeño cumple varias funciones esenciales: selecciona y supervisa inversiones e inversionistas que usan más productivamente los recursos; contribuye a reducir los riesgos; incrementa las disponibilidades de liquidez; y recoge y disemina información a los participantes en el mercado [Stiglitz, Joseph 1998].

En Colombia se otorgó en épocas recientes un gran énfasis a las políticas de liberación financiera. Aunque no es dable cuestionar que sistemas financieros más desarrollados son parte esencial de un ambiente más favorable al ahorro, la literatura empírica no ha encontrado mucha solidez en los argumentos que le asignan a la tasa de interés la función de promover aumentos importantes en el ahorro.

En su lugar, como señala Stiglitz, se destaca la importancia de responder a las fallas que se presentan en el sistema financiero —que surgen de mercados y contratos incompletos e información insuficiente— mediante el diseño de un marco regulatorio y de supervisión que asegure la eficiencia,

promueva la competencia, incentive la prudencia y permita la disponibilidad y el uso eficaz de la información. Este marco hace posible que el desarrollo financiero contribuya al ahorro, la acumulación de capital y la productividad. Así que en la situación de la Colombia de hoy, la recuperación de la economía pasa por restablecer la solidez y eficiencia de su sistema financiero, actualmente tan debilitada.

Una fuente potencial de mayor ahorro privado la constituye el sistema de manejo pensional que se adopte con el fin de fortalecer el mercado de capitales y elevar el ahorro privado. El esquema chileno se caracterizó por el traspaso de la seguridad pensional del sector público al privado, la competencia entre fondos pensionales y la mayor rentabilidad de los rendimientos financieros ofrecidos a lo largo del tiempo. El gobierno, por su parte, se vio obligado a generar nuevos recursos presupuestales para financiar los pagos de las deudas pensionales existentes mediante la reducción del gasto público en otras áreas. Por lo tanto, los resultados todavía son mixtos y algunos análisis muestran que el aumento del ahorro personal forzoso ligado al sistema pensional se compensó en parte con la disminución en el ahorro personal voluntario. En todo caso, la importancia de que el sistema pensional colombiano sea una fuente potencial de ahorro de largo plazo y no de desequilibrios llama la atención sobre la necesidad de repensar a fondo varias de sus características actuales.

La recuperación del ahorro privado se relaciona estrechamente también con el impulso a las políticas y actividades que fortalecen la competitividad. Esta área involucra un amplio espectro de acciones para afrontar con éxito los desafíos de la globalización. Se trata, en especial, de construir y desarrollar nuevas ventajas competitivas en un mundo caracterizado por la implacable competencia y por la intensa innovación tecnológica. En este proceso le corresponde al Estado definir reglas del juego transparentes y estables, fortalecer sus instituciones y adecuar sus regulaciones, participar con el sector privado en la modernización de la infraestructura física y de la red de transportes y comunicaciones, dar prioridad a la formación de capital humano y estimular el desarrollo y la transferencia de ciencia y tecnología.

El sector privado, por su parte, debe mejorar y hacer más eficiente su gestión empresarial, elevar la calidad de los bienes y servicios que produce, así como encontrar y aprovechar nuevas oportunidades para ampliar sus mercados en condiciones competitivas. En este contexto, la interacción y complementariedad entre los sectores público y privado estimula un ambiente más propicio para el desarrollo.

La salida del ciclo crítico por el que atraviesa la economía requiere, por lo menos, retornar a los niveles históricos de ahorro e inversión que tuvo el país, adoptar prontamente profundas reformas fiscales que garanticen un nivel sostenible de déficit y deuda pública, fortalecer y hacer más eficiente el sistema financiero y recuperar la capacidad productiva del sector empresarial.

Pero todo ello es insuficiente desde una perspectiva de largo plazo. Para situar a nuestro país en una trayectoria de desarrollo sostenido, estable y equitativo es necesario rectificar parámetros básicos de un patrón de crecimiento que hasta ahora ha generado desigualdad y exclusión —dentro de un entorno institucional caracterizado por un Estado débil, corrupto e incapaz— y apostarle con decisión a la solución política de los conflictos armados que hoy agobian a todos los colombianos y que frenan sin límite ni medida las oportunidades de ahorro, inversión y crecimiento.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGARWALA, A. N. y S. P. Singh (editores) 1963. *The Economics of Underdevelopment*, Nueva York, Oxford University Press.
- APARICIO, Mónica y William EASTERLY (coordinadores) 1994. *Crecimiento económico: teoría, instituciones y experiencia internacional*, Banco Mundial-Banco de la República, Bogotá.
- BANCO MUNDIAL. 1998. *Savings around the World*, Washington, septiembre. (PS: Algunos de estos trabajos fueron recogidos en *The Review of Economics and Statistics* 2, MIT Press, mayo 2000.
- BANCO DE LA REPÚBLICA, Grupo de Estudios del Crecimiento Económico (GRECO)
- BARBOSA, Fernando, Rudiger DORNBUSCH y Mario Henrique SIMONSEN. 1992. *De la estabilidad al crecimiento en América Latina*, Santiago, CINDE.
- BERNAL, Raquel et al. 1997. "Macroeconomic Performance and Inequality in Colombia 1976-1996", *Archivos de Macroeconomía*, No. 72, DNP, diciembre.
- BIRSDALL, Nancy y Richard SABOT. 1994. "La desigualdad como una restricción del crecimiento en América Latina", en Aparicio, M. y William E. [1994].
- BIRSDALL, Nancy y Juan Luis LONDOÑO. 1997. "Asset Inequality Matters: An Assessment of the World Bank's Approach to Poverty Reduction", *AER Papers and Proceedings*, Vol. 87, No. 2, mayo.
- CÁRDENAS, Mauricio. 1992. "Flujos de capital e inversión en los modelos de crecimiento endógeno", *Coyuntura Económica*, FEDESARROLLO, abril.
- CÁRDENAS, Mauricio y Andrés ESCOBAR. 1997. "Determinantes del ahorro en Colombia 1925-1994", *Coyuntura Económica*, FEDESARROLLO, junio.
- CARRASQUILLA, Alberto y Juan Pablo ZÁRATE. 1997. "Recent Trends in Colombian Savings", *Pacific Economic Outlook*, Japan, agosto.
- CASTAÑEDA, Alberto y Gabriel PIRAQUIVE. 1998. "Determinantes del ahorro de los hogares. Explicación de su caída en los noventa", en Sánchez T., Fabio [1998].
- CESARATTO, Sergio. 1999. "Savings and Economic Growth in Neoclassical Theory", *Cambridge Journal of Economics* 23.
- CURRIE, Lauchlin. 1993. *Cuadernos de Economía* 18-19, Universidad Nacional de Colombia, Bogotá.

- DNP, 1998. *Estadísticas históricas de Colombia*, Tercer Mundo Editores.
- ECHEVERRY, Juan Carlos. 1999. "La caída del ahorro en Colombia durante los años noventa: teoría y evidencia empírica", *Planeación & Desarrollo*, DNP, Bogotá, enero-marzo.
- EDWARDS, Sebastian. 1994. "Why are Latin America's Saving Rates so Low? *The World Bank*, UCLA.
- F LÓREZ ENCISO, Luis Bernardo. 2000. "Apuntes sobre el pensamiento económico colombiano en la segunda mitad del siglo XX", en Leal Buitrago, F. y Germán Rey [2000].
- FLÓREZ ENCISO, Luis Bernardo y Mauricio AVELLA. 1998. "El ahorro en Colombia y las opciones para el futuro", *Agenda para el fin del milenio: paz, política social y economía*, ASOBANCARIA, Bogotá.
- FLÓREZ, Carmen Elisa. 2000. *Las transformaciones sociodemográficas en Colombia durante el siglo XX*, Tercer Mundo Editores, Bogotá, enero.
- FMI. 1997. "International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policies Issues", noviembre.
- FMI. 1998. "Financial Crisis: Causes and Indicators", *World Economic Outlook*, Washington, mayo.
- GAVIN, Michael *et al.* 1997. "Saving Behavior in Latin America: Overview and Policy Issues", *Bid*, Washington, mayo.
- HERNÁNDEZ, Antonio y Carolina GÓMEZ. 1998. *Ajuste fiscal: de la retórica a los acuerdos*, Bogotá, mayo.
- HERNÁNDEZ, Antonio e Ignacio LOZANO E. 1999. *El estado de las finanzas públicas en Colombia a fines del siglo XX*, mimeo, octubre. Esta conferencia aparece publicada en este mismo libro.
- LEAL Buitrago, Francisco y Germán REY, (editores) 2000. *Discurso y razón: una historia de las ciencias sociales en Colombia*, Tercer Mundo Editores, Bogotá.
- LEWIS, W. Arthur. "Economic Development with Unlimited Supplies of Labour", *The Economics of Underdevelopment*, 400-449.
- LÓPEZ, Alejandro. "¿Por qué cayó el ahorro privado en Colombia a comienzos de la década del noventa?", en Sánchez T., F. [1998].
- LORA, Eduardo (editor) 1991. *Apertura y crecimiento: el reto de los noventa*, Tercer Mundo Editores, Bogotá.
- LORA, Eduardo, José A. OCAMPO y Roberto STEINER (coordinadores) 1994. *Introducción a la macroeconomía colombiana*, Tercer Mundo Editores-FEDESARROLLO, Bogotá.
- NURKSE, Ragnar. 1955. *Problemas de formación de capital en los países insuficientemente desarrollados*, Fondo de Cultura Económica, México, la versión original inglesa es de 1953.
- OCAMPO, José A. 1991. "Determinantes y perspectivas del crecimiento económico en el mediano plazo", Lora, Eduardo [1991].
- \_\_\_\_\_. 1994. "El desarrollo económico", en Lora, E. *et al.* [1994].
- \_\_\_\_\_. 1998. "Más allá del Consenso de Washington: una visión desde la CEPAL", revista de la CEPAL, Santiago, diciembre.
- \_\_\_\_\_. y Camilo TOVAR. 1998. "Flujos de capital, ahorro e inversión en Colombia 1990-1996", Sánchez T., Fabio [1998].
- PERRY, Guillermo y Daniel LEDERMAN. 1998. "Financial Vulnerability. Spillover Effects and Contagion: Lessons from the Asian Crises for Latin America", *The World Bank*, Washington, marzo.
- PROYECCIONES DE DGPM, Ministerio de Hacienda.
- RAMÍREZ GÓMEZ, Manuel. 1992. "El ahorro en Colombia", en Sarmiento *et al.* *Cambios estructurales y crecimiento*, Tercer Mundo Editores, Bogotá.
- ROBINSON, Joan. 1979. *Aspects of Development and Underdevelopment*, Cambridge, Cambridge University Press.
- RODRÍGUEZ, Octavio. 1980. *La teoría del subdesarrollo de la CEPAL*, México, Siglo XXI Editores.
- RODRIK, Dani. 1998. "Saving Transitions", *Savings Around the World*, Washington, septiembre.

- SÁNCHEZ TORRES, Fabio (compilador) 1998. *El ahorro en Colombia: evolución y comportamiento global y sectorial*, Tercer Mundo Editores, Bogotá.
- SÁNCHEZ, Fabio *et al.* "Auge y colapso del ahorro empresarial en Colombia 1983-1994", en Sánchez T., F. [1998].
- SÁNCHEZ, Fabio y María Victoria Angulo. 1998. "Evolución y determinantes del ahorro del gobierno central 1950-1996", en Sánchez T., F. [1998].
- SCHLEIFER, A. 1992. "Externalidades como motor de crecimiento", en Barbosa, F. *et al.* [1992].
- STIGLITZ, Joseph. 1998. "More Instruments and Broader Goals: Moving Towards the Post-Washington Consensus", *The 1998 Wider Annual Lecture*, Helsinki.
- URRUTIA, Miguel (director). 1999. "El crecimiento económico colombiano en el Siglo XX: aspectos globales", GRECO, *Borradores de Economía*, 134, Banco de la República, Bogotá.
- URRUTIA, Miguel y Alejandro López. 1995. "El ahorro en Colombia: determinantes y comportamiento reciente", *Revista del Banco de la República*, Bogotá, agosto.

