

EL MERCADO DE CAPITAL Y EL DESARROLLO ECONOMICO COLOMBIANO

Armando Yance P.*

Los cambios profundos y dramáticos acaecidos en la economía mundial, condujeron a muchos países tanto industrializados como en desarrollo, dentro de una concepción ortodoxa, a realizar reformas tributarias, a recaudar recursos necesarios con el objetivo principal -especialmente en estos últimos-, de remover los obstáculos al crecimiento debido a que se consideró -y aún continúa considerándose- que el peso de la deuda solo podría ser reducido por una aceleración de sus tasas de crecimiento. Adicionalmente, la satisfacción de las necesidades básicas (basic

Más bien fueron las expectativas de los especuladores las satisfechas ya que estos obtuvieron tasas elevadas de rendimientos sobre activos financieros, a expensas de inversiones en capital fijo dado que el cash-flow era cada vez menor para financiar la propia inversión y pagar el principal y los intereses de la deuda.

**El autor es investigador del Departamento de Investigaciones Socioeconómicas (DIS). El presente ensayo forma parte de un trabajo del DIS más amplio, cuyo objetivo básico consiste en analizar la estructura y la dinámica del mercado de capitales, tomando como consideración esencial el proceso de liberación financiera a partir de los inicios de los años 70 y los desarrollos teóricos que respaldaron dicho proceso, como, posteriormente, los efectos inducidos de las políticas de aquellos y que marcaron los derroteros de nuestro desarrollo económico en los últimos 15 años.*

needs) ha quedado supeditada a la tasa de crecimiento de estos países puesto que el logro de mayores ritmos de crecimiento, en épocas de crisis, es prioritario frente al objetivo primario de satisfacer las necesidades básicas las cuales pueden ser alcanzadas, de contera, con el logro de una aceleración del crecimiento económico (trickle down effects). Pero son ampliamente conocidos los requerimientos de ajuste estructural para estos países, exigidos por el Fondo Monetario Internacional dentro de un marco neoliberal lo cual implica que los logros en términos de estabilidad, sin recurrir a procesos mayores de ajuste estructural, tendrían un costo: una baja tasa de crecimiento económico (Tanzi V., 1987). La visión ortodoxa de este fenómeno es resumida brillantemente por este economista, quien considera que no puede haber estabilidad con crecimiento sin que haya lugar un buen número de cambios necesarios en la economía, tales como: Liberalización externa de importaciones y remoción de los obstáculos y límites a las exportaciones; sumado a lo anterior, ajustes en la tasa de cambio, cambios profundos en los mercados financieros a través de eliminación de los impedimentos a los flujos de recursos financieros a nivel doméstico, expresados a través de incrementos de las tasas de interés, a niveles realísticos y una reducción del crédito asignado a la administración pública. Adicionalmente, un realineamiento de los precios relativos con el fin de erradicar los desincentivos a los productores cuando sus precios (price-takers) son tan bajos como para mantenerlos produciendo y obteniendo los

recursos que les permitirán generar y mantener sus ventajas comparativas y, finalmente, cambios en los precios relativos de bienes de consumo que induzcan una reducción del consumo de productos que deberán ser importados o que podrían ser exportados en grandes volúmenes. Todo ello exige una re-estructuración de la "matriz-social" de la economía que implicaría, evidentemente, reformas tributarias. (Tenzi V., 1987 en Gandhi V., 1987).

No existe duda alguna que Colombia no escapó a la cobertura internacional de la ortodoxia dominante. Lo acaecido en los años 70 y lo que va de corrido en la década de los 80, son una confirmación palmaria de los esfuerzos en materia de "Profundización financiera" y de tributación, con el fin de procurarle una mayor "racionalidad" al sistema económico, todo ello dentro del contexto de su propia dinámica intrínsecamente inestable. La bonanza de los años 70 y el esfuerzo diversificador de la política gubernamental, un suceso aleatorio el primero y otro intencional el segundo, propiciaron el cierre de lo que los economistas denominaron la "brecha externa"; es decir, los requerimientos de divisas del país fueron cubiertos para ese período. Pero el desarrollo de un país no solo exige las divisas necesarias para comprar las importaciones requeridas por los diversos sectores de la economía, sino también de un flujo de recursos financieros. Por ello el ahorro interno llegó a ser tema de preocupación nacional. "Puede decirse, entonces, que la economía empieza, a fines de los años sesenta y principios de los setenta, a empujar al sector financiero" (Caballero A. Carlos, 1982). Pero según algunos analistas privados, nacionales y extranjeros (Cf. Makinnon R., 1984; Shaw., 1973) particularmente gubernamentales, el sistema financiero colombiano adolecía de fuertes restricciones y distorsiones que lo convertían en un obstáculo para el mismo desarrollo económico de la nación. Una de las principales restricciones era la existencia de bajos niveles en las tasas de interés para los depósitos y préstamos, refinanciamiento de inversión forzosa y crédito directo (The World

Bank, 1984). Dentro de esta ortodoxia se inició un proceso de liberación de tasas de interés que conjuntamente con la implantación del "craw ling-peg" reducía los flujos de capital al anticipar la devaluación y servir de mecanismo de estabilización del mercado financiero al tiempo que incrementaba su atractivo. El gobierno se proponía sistemáticamente reformar el sistema financiero del país, vía mayores incentivos restaurando la capacidad crediticia para aquellas actividades económicas cuyas expectativas de rentabilidad fuesen elevadas, mejorando la tasa de ahorro de la economía, bajo el supuesto de que ello conduciría a una productividad agregada más dinámica, y por último, disminuyendo el papel del Estado en la economía (Ortega Francisco, 1975). A todo esto contribuyó notablemente la introducción del sistema UPAC (1972), pero el boom de los años 75-76 exigió un programa de estabilización que condujo a una disrupción y reversión del proceso liberatorio que se venía aplicando. El espectro inflacionario que se cernía sobre la economía generado por los cada vez más crecientes ingresos cafeteros, resultado a su vez de mayores precios internacionales del grano, motivaron inicialmente el programa en mención. A ello contribuyó, similarmente, el auge de las exportaciones ilegales. Dentro de estas condiciones una desaceleración del ritmo de devaluación propició una tendencia por parte del sector privado a endeudarse en el exterior.

Dado que el flujo de divisas producto de las exportaciones era temporal (Wiesner E., 1977), efecto más bien aleatorio de la coyuntura de las heladas en el Brasil y no resultado neto de un crecimiento de la productividad, no resultaba favorable para el país el incremento de importaciones conspicuas, por lo cual la estrategia del gobierno fue optar por controlar las importaciones, mantener el régimen de control de cambios y estabilizar el impacto del crecimiento de las reservas sobre la oferta monetaria y el efecto de esta sobre el crédito doméstico. El manejo de esta coyuntura ha sido lúcidamente analizado por Sarmiento (1978). Posteriormente

al paquete de estabilización se continuó con el proceso de liberación y profundización del mercado de capitales, el cual no funcionó como la ortodoxia oficial lo esperaba al no poder asignar aquel eficientemente los recursos productivos (Berry y Thoumi, 1986); más bien fueron las expectativas de los especuladores las satisfechas ya que estos obtuvieron tasas elevadas de rendimientos sobre activos financieros, a expensas de inversiones en capital fijo dado que el cash-flow era cada vez menor para financiar la propia inversión y pagar el principal y los intereses de la deuda. El error implícito de política fue el no diferenciar entre el ahorro definido en sentido estrictamente macroeconómico y el ahorro "financiero". El primero es el resultado de las decisiones de inversión de los empresarios que a su vez se traduce en mayores niveles de inversión (la inversión se financia a sí misma), mientras el segundo refleja una "demanda de activos financieros rentables, es decir, la demanda de un acervo" (Ocampo, Londoño y Villar, 1985 Cf. También Chica R., 1984; 1986). La realidad económica colombiana demostraba una vez más, como en otros países latinoamericanos, que la importancia dada a las tasas de interés para fomentar la acumulación de saldos reales y lograr una mejor dinámica de la intermediación financiera (como el de la unidad de los mercados financieros, sin tomar en consideración los rendimientos de la inversión, frente a la elevación de aquellas) puede generar el efecto contrario en la medida en que no se cumplan los objetivos propuestos, ya que "puede no ser cierto que una vez generados los fondos mediante la acumulación de saldos reales la inversión se cuide por sí misma" (Roe, 1982. Citado por Cook T; 1988). Y ello puede crear una tendencia a concentrarse en las variables del sistema financiero mientras se descuidan los factores reales que determinan el crecimiento económico (Cook, 1988).

La liberación financiera distorsionó los canales de captación del ahorro productivo propiciando las actividades especulativas, a través de nuevas instituciones y actividades que afectaron la inversión privada, de tal modo

que el papel jugado por el Estado y el boom de un universo de concentración de riqueza y poder, hizo que el comportamiento de la tasa de ahorro fuera más fundamental que el mismo proceso de profundización financiera (Sarmiento E., 1984). Adicionalmente, todo esto "formaba parte de una evolución hacia mercados oligopolísticos más que hacia otros perfectamente competitivos" (Berry y Thoumi, 1986). La ausencia de una reglamentación que asegurase la competitividad entre los intermediarios, la necesidad de atomización de los mismos, los requerimientos normativos sobre créditos y la prohibición de vínculos entre las instituciones

Esta consecuencia es el olvido o no conocimiento -lo que es peor- de que existe evidencia econométrica para nuestro país que la tasa de interés no es el instrumento adecuado de ajuste de los desbalances entre ahorro e inversión, tal como lo sugiere la concepción ortodoxa y que solo parece existir en los textos de clase.

financieras y las empresas del sector industrial, sumados a la competencia de pasivos del gobierno, colocados en el mercado de activos, frente a otros activos privados, presionó fuertemente el alza las tasas de interés y provocó, especialmente entre 1981 y 1982, caídas en la inversión. La incapacidad administrativa y la erosión de la base generadora de excedentes, con las operaciones financieras de "efecto Ponzi", no pudieron más que conducir a una crisis de confianza del sector financiero. Esta consecuencia es el olvido o no conocimiento -lo que es peor- de que existe evidencia econométrica para nuestro país que la tasa de interés no es el instrumento adecuado de ajuste de los desbalances entre ahorro e inversión, tal como lo sugiere la concepción ortodoxa y que sólo parece existir en los textos de clase. Además, parece que el mecanismo de ahorro forzoso tiene mayor relevancia como mecanismo de ajuste de los disturbios macroeconómicos puesto que implica

aspectos, de suyo, mucho más esenciales como son las participaciones distributivas en el ingreso por parte de las clases sociales y, de modo particular, entre el sector público y privado (Ocampo, Londoño y Villar. 1985; 1988).

Entre 1968 y 1972 la estabilidad de la tasa de interés puede ser explicada, con mucho, por el comportamiento de la tasa de paridad, a pesar que la inflación de ese entonces -14 por ciento- a nivel no muy elevado, es posible que no haya incidido en el nivel interno de la tasa de interés no cumpliéndose así el llamado "efecto Fisher", el cual indica que en una situación inflacionaria la tasa nominal de interés tiende a aproximarse a la tasa real que habría prevalecido en ausencia de inflación más la tasa esperada de inflación (Tanzi V., Blejer M. y Tejedor M. 1987). Es decir, vía las expectativas de precios se originan presiones que se traducen en ajustes al alza sobre la tasa de interés doméstica. En esta coyuntura el endeudamiento era un alto componente de los costos financieros, situación que a la postre cambiaría. (Toro J., 1987).

Con los cambios introducidos en la estructura de la tasa de interés y por consiguiente en las formas de canalización de los agregados financieros, entre 1970 y 1972 las familias vieron decaer su participación como agentes de capital accionario al tiempo que se incrementaban los niveles de endeudamiento vía el sistema financiero. La recomposición financiera inversa de los hogares y las empresas, condujo a su vez, a una fragilidad financiera, (Minsky, 1985), por cuanto los costos crecientes de la intermediación hicieron que aquellas entraran en un proceso vicioso de vulnerabilidad productiva, donde el excedente generado era cada vez menor para pagar los intereses de la deuda y el principal. Dado que las decisiones hechas en el pasado por los empresarios determinan su inversión y consumo (Kaleckki, 1977), en el contexto del boom que impactaba a la economía, la disminución de la inversión de algunos capitalistas, originada en transferencias de reservas de liquidez y parte de excedentes generado hacia actividades especulativas propias, disminuyó

de forma correspondiente las ganancias de otros, propiciándose de esta manera una reacción en cadena de descenso en el sector productivo. En lugar de una explosión incontrolable (meltdown) de otros capitalistas, se generó una "implosión" que de contera hizo entrar en crisis al sector financiero. Al no existir fuentes propias para la inversión -un estudio de Ocampo y Lora señala que la mayor parte de los proyectos en el país se financian con recursos propios-, la tasa de interés constreñía más fuertemente a la inversión (Cf. Ocampo y Lora, 1988; Fedesarrollo, 1988) la cual, como lo afirman los estudios citados "es en gran medida un fenómeno endógeno al mismo crecimiento económico y tiende a estar asociado con el".

La asimetría de las transferencias de cash-flow a que se vieron obligadas muchas empresas entre el pago de dividendos y el pago por interés fue in crescendo dentro del vaivén de turbulencia especulativa, dinamizando un proceso especulativo de centralización y modificaciones en los volúmenes y composición de la acumulación de capital (Cf. Misas Gabriel. 1986). Por tanto, dado que la evidencia econométrica en nuestro país sugiere que ni la liquidez de la economía ni la tasa de interés determinan el comportamiento de la inversión (Ocampo y Lora. 1988; Chica R. 1986), sino que ésta más bien corresponde al "Mecanismo Keynesiano clásico del acelerador", entonces la demanda agregada y la tasa de rentabilidad entran a ser variables esenciales de determinación. Como la profundización especulativa condujo a una caída en el excedente productivo, dada la relación creciente entre tasas de interés y colocaciones financieras en el corto plazo, con las implicaciones conocidas, la aceleración del proceso inflacionario contribuyó conjuntamente con la devaluación a redistribuir el ingreso de los asalariados a los capitalistas. En estos últimos años -1982 a 1985 los asalariados urbanos han visto reducida su participación en 1.6 del PIB y los capitalistas la han visto incrementada en 1.7 del PIB (Ocampo y Lora, 1986; 1988).

Es interesante mostrar la relación entre la velocidad de circulación del dinero y la tasa de

interés en nuestra economía entre 1960 y 1985, período que cubre, como se puede observar, el lapso que estamos considerando, ya que en el corto plazo la tasa de interés la determinan "el valor de las transacciones y la oferta de dinero por los bancos." (Kalecki, 1956). En el largo plazo, las expectativas sobre la tasa de interés de corto plazo -siguiendo a Kalecki- fundadas en el pasado y las consideraciones sobre el riesgo posible que presenta la depreciación de activos, determinan las tasas de interés.

En el corto plazo, a mayores tasas de interés, las personas colocarán mayores volúmenes en cortos períodos; pero la cantidad de dinero, entonces, para transacciones disminuye tornándose más difícil a medida que se incrementa la tasa de interés. En una perspectiva Kaleckiana, las más elevadas tasas de interés en el corto plazo conducen a hacer más costosa la dinámica de las transacciones frente a la alternativa de invertir en activos de corto plazo. Ahora bien, como la velocidad de circulación (v) es el inverso de la velocidad ingreso del dinero (k), podemos observar en la tabla N° 1 como el valor de k ha venido disminuyendo, lenta pero firmemente, de 13.9% del PIB a 10% del PIB entre 1960 y 1985; paralelamente el valor v ha crecido de 7.2% a 10% habiéndose presentado la mayor parte de ese aumento a partir de 1972, cuando tanto la inflación como

las tasas de interés crecieron" (Currie L. 1988. Subrayado de A.Y)

Esto confirma la conclusión Kaleckiana de que la velocidad de circulación (v) es una función creciente de la tasa de interés de corto plazo.

Otro aspecto relevante de la dinámica de nuestra economía durante la década del 70 fue el comportamiento racional de salarios y precios. Mientras los últimos tuvieron un crecimiento del 12.9%, particularmente entre 1970 y 1974, los índices salariales reales tanto para obreros como para empleados se deterioraron. Si a esto le adicionamos el hecho de que los salarios reales "tienden a moverse en la misma dirección que la tasa de crecimiento del producto industrial" (Tenjo, 1983), entonces el impacto negativo sobre la demanda agregada profundizaba la pérdida de dinamismo industrial. Frente a esta caída pronunciada del sector productivo, el creciente flujo monetario de la economía -creciente en su fase inicial- mostraba -al final- la efímera firmeza del proceso financiero (Zerda, 1987). Cuando los canales de la circulación adquieren prioridad frente al sector productivo, la tendencia de asignar los recursos propios y ajenos a usos diferentes a la inversión se vuelve la norma y el sector empresarial se torna una frágil burbuja en medio de la turbulencia azarosa del casino (Cf. Keynes, 1973). Razón le asiste a Tenjo (1983) cuando afirma que la consolidación de

TABLA N° 1

AÑO	M1		PIB		Velocidad ingreso del dinero "K"	Velocidad V (2) % (1)	Indice de precios
	Millones	Indice	Millones	Indice			
1960	3.786	100	27.192	100	13.9	7.2	100
1985	486.398	12.848	4.856.132	17.587	10.0	10.0	5.603

(1) $\frac{M1}{PIB}$; (2) Inverso de (1)

las empresas como sector deficitario o prestario al mismo tiempo que crecían sus beneficios permite "rechazar la hipótesis monetarista estructural de la escasez de ahorros."

Una economía en la cual el proceso productivo dio paso a procesos "viciosos" especulativos, donde el alto riesgo implica la necesidad de altas tasas de rentabilidad para con las cuales no hay -ni puede haber- expectativas perfectamente ciertas de su realización con fines de amortización del principal y pago de intereses, necesariamente cae en una senda de deterioro paulatino (¿o acelerado?), en la medida en que se erosionan las condiciones de su rentabilidad interna, especialmente cuando el juego financiero ha llegado a adquirir una dinámica inercial tal, que su volumen transaccional desborda las posibilidades de liquidez de la misma economía (Cf. Minsky, 1915; Zerda, 1987) y hace proclives a algunos a procesos con "efecto Ponzi"; es decir, procesos en los cuales se captan recursos financieros a intereses elevados con el fin de pagar intereses ya vencidos, dentro de un círculo insostenible en el cual los ingresos no alcanzaban a cubrir el monto de los intereses. Sin embargo, a nivel de algunos conglomerados, el proceso de profundización les permitió alcanzar posiciones más estables y firmes, pero en una magnitud tal que exigió del Estado una intervención que hoy mantiene elevada su participación en el sistema bancario colombiano. (Cf. Salomón K. y Tenjo F., 1978).

DEFICIT, AHORRO E INVERSION

En la relación dinámica entre ahorro e inversión, el Estado viene a jugar un papel esencial debido a que, siguiendo a Kalecki, la gravación de los beneficios le permite captar los recursos necesarios para financiar sus gastos y, de esa manera, se elevarían los niveles de output y empleo.

Las relaciones macroeconómicas Kaleckianas, nos permitirán un mejor análisis de lo anterior. Por lo tanto tenemos:

$$R = C^t + I + (G-T) \quad (1); D^f = (G-T)$$

$$R = C^t + I + D^f + D^f$$

$$R = TT + W \quad (3)$$

$$TT = C^c + A = C^c + I \quad (4)$$

$$W = C^t \quad (5)$$

$$R = C^c + A + C^t + (G-T) \quad (6)$$

$$R = (C^c + C^t + (A-T)) \quad (7)$$

$$I = G + (A-T) = A + D^f \quad (8)$$

Donde R. es el ingreso o la renta nacional; TT beneficios; W salarios; C^c consumo de los capitalistas; A ahorro de los capitalistas - se supone que los trabajadores gastan todo su salario-. I inversión bruta; C^t consumo de los trabajadores; T impuestos y D^f déficit fiscal.

Dado que quienes deciden ahorrar en una economía no son los mismos que invierten (Keynes), cuando el Estado grava los beneficios y usa los recursos en gasto público, está evitando una disminución del ingreso de la economía (R) que se gastaría por la diferencia entre ahorro (A) e inversión (I).

Esto significa, que el déficit fiscal contribuye de manera positiva al proceso de acumulación y desempeña, dentro de la concepción Kaleckiana, el mismo papel que juega en la economía un excedente de exportaciones. Más claramente, si consideramos la relación ahorro-inversión con flujos externos, tenemos:

$$TT^b = I + Ex + DP + C^c - A^t \quad (9)$$

donde TT^b son las ganancias brutas; Ex excedente de exportaciones; DP déficit presupuestal y A^t ahorro de los trabajadores. Esto significa que un aumento de Ex se traducirá en un incremento de TT^b, ceteris paribus. Pero "el déficit presupuestal tiene un efecto similar al excedente de exportación" (Kalecki, 1977. Subrayado de A.Y) Adicionalmente, opera conforme al mecanismo Keynesiano compensatorio ante aumentos o reducciones de las reservas internacionales. De ahí la importancia del déficit presupuestario como mecanismo no solo de estabilización sino de reactivación, además de permitir al sector privado recibir más de lo que tributa dado que "el déficit presupuestal es un endeudamiento del gobierno hacia el sector privado", por el cual para este último lo que recibe de aquel funciona como generador de ganancias

(Kalecki, 1977). Conviene observar, sin embargo, que un déficit puede originarse en la socialización de deuda externa privada y las necesidades de demanda por fondos prestables por parte del Estado -si este no tiene posibilidades de emitir títulos de deuda pública- para cubrir la deuda y sus intereses pueden desplazar la inversión privada, dado que el déficit no es un gasto en bienes de inversión sino en favor de disminuir los pagos por intereses internacionales (Cf Frankel R. y Fanelli J.M., 1987).

Si consideramos el comportamiento de la actividad estatal en nuestra economía, podemos señalar que entre 1975 y 1986 el Estado colombiano no captó los recaudos necesarios sobre impuestos a los beneficios, permitiendo incrementos sustanciales en el ahorro privado y deprimiendo, por la vía de los impuestos indirectos, el consumo de los asalariados (Kalmanovitz S., 1988). El estudio de Kalmanovitz muestra cómo entre 1970 y 1986 los impuestos indirectos aumentaron 7%, lo que significa, a su vez, una caída en el consumo agregado igual al 7%. Ahora bien, considerando la depresión de la demanda total entre 1971 y 1977 luego una fase de recuperación hasta 1983 con un período de relativa estabilidad hasta 1984, para volver a caer pronunciadamente, ello refleja especialmente, el impacto tributario sobre el consumo de hogares, la recuperación del salario mínimo pero, luego, nuevamente, la afectación por mayores tasas impositivas indirectas, caída del empleo y deterioro de los ingresos en el llamado sector informal.

Aunque el consumo total estuvo estrechamente relacionado con las fluctuaciones del gasto público -lo que viene a confirmar una vez más el papel estabilizador de éste en la economía- la caída de la inversión privada en el mismo período y lo señalado anteriormente, coadyuvaron una desaceleración en el patrón de acumulación, proceso que se profundiza con la crisis financiera de 1982. El papel, entonces de un Estado que grava a los asalariados, pensando que mayores volúmenes de ahorro privado se transformarían en inversión, contribuyó a agravar los efectos

Los problemas coyunturales, si bien deben ser considerados por la política económica, no deben hacernos perder la visión de largo plazo sobre el crecimiento y la dinámica de la acumulación de la economía. La profundización financiera que, en lugar de servirle de apoyo, se convierte en factor de quiebra de su ritmo y desarrollo.

perversos y distorsionadores de la profundización financiera: altos coeficientes de capacidad instalada y caída en la tasa de rentabilidad de los activos fijos por la depresión de la demanda agregada. Todo esto en el contexto de un sector externo que también vio deprimidas sus demandas internacionales. En términos de Kalmanovitz, "crecimientos del ahorro privado no produjeron aumentos de la inversión en nuevos activos fijos sino burbujas especulativas que no tardaron mucho en explotar" (1988 b). Pero nos podemos preguntar: ¿A qué se debió que los mayores volúmenes de ahorro no se tradujeran en incrementos de la inversión? Keynes y Kalecki nos suministran la respuesta: la inversión viene determinada por el comportamiento de las ganancias, las expectativas sobre estas relacionadas con el comportamiento de la demanda agregada y el coeficiente de capacidad instalada utilizada y el disponible. No son los factores determinantes del ahorro los que determinan la inversión. En el corto plazo, el consumo capitalista y la inversión privada están determinados por decisiones realizadas en el pasado (Kalecki M. 1977). Adicionalmente, las ganancias de los capitalistas y los factores de distribución determinan el ingreso de los trabajadores y a través de su consumo e inversión, determinan la producción y el empleo en la economía. En breve, "los capitalistas como conjunto determinan sus propios beneficios por medio de la magnitud de su inversión y de consumo personal" (Kalecki M., 1977) No solo forjan "su propio destino" sino, también el destino de todas las clases. En lo que concierne, al caer la inversión en activos físicos, mermó la rentabilidad y al transferirse los excedentes para la acumu-

lación y pagos por dividendos hacia pagos por intereses financieros, perdieron unos capitalistas y ganaron otros; pero en conjunto la clase capitalista no solo no perdía sino que aumentaba su participación en el PIB; a expensas del resto de las otras clases. El gasto total de los capitalistas viene a ser así su propia ganancia y esta se traducirá en acumulación bruta (inversión) si la tasa de rentabilidad esperada sobre esta inversión es, por lo menos, igual a la rentabilidad pasada. Cuando la inversión del período es menor, en un contexto de economía cerrada, el déficit presupuestario cubrirá la diferencia *ex-ante* entre ahorro e inversión; y si la economía es abierta a los flujos internacionales físicos y financieros, el déficit equivaldría a un excedente de exportaciones el cual funciona como si fuese factor expansivo de la inversión. Si el financiamiento del déficit se realiza internamente, el endeudamiento funciona, vía el proceso expansivo del déficit, como si operasen en la economía "exportaciones internas". En términos de Kalecki

"Las exportaciones internas" estimulan el auge igual que el excedente del comercio exterior. Las "exportaciones internas" van seguidas por un aumento de la producción y de los beneficios por unidad de producto, que hacen que el subsiguiente incremento de los beneficios agregados sea igual a dichas "exportaciones". Esto, a su vez, actúa como estímulo para la expansión de la actividad inversora. Los procesos financieros relacionados con la obtención de un excedente en el comercio exterior y con las "exportaciones internas" son de un carácter muy parecido" (Kalecki M., 1977).

Sin embargo, es bueno señalar que más allá de cierto límite, como lo reconoce Kalecki, las "exportaciones internas" (léase déficit fiscal) puede conducir a un deterioro del balance externo. En nuestro país se ha venido argumentando que, bajo el régimen Turbay, el modelo de desarrollo cimentado sobre el sector minero energético sirvió de sector

impulsador del resto de la economía y que el acelerado crecimiento del gasto público condujo al país a serios desequilibrios externos. Pero, creemos, que esta es una visión incompleta del problema. Entre 1975 y 1984 la tributación sobre importaciones cayó en 0.6 del PIB mientras su participación real aumentaba un 3.5% del PIB "lo cual significa que 'a gravación unitaria a las importaciones se redujo en un 40% durante este período" (Kalmanovitz S., 1988 b). Esta desgravación, tipo *supply-side*, vino a contribuir notablemente en la generación del problema. De paso esto refuta la afirmación de Cuddington (1986) de que una vez que los precios del café habían revertido su tendencia al alza y la inflación continuaba en aumento, este último fenómeno solo se explicaba a causa del déficit fiscal creciente, dado que, además según el mismo Cuddington, en Colombia existe un débil vínculo entre las reservas internacionales y la base monetaria, lo cual impide una política efectiva contraccionista del gobierno a través de las operaciones de mercado abierto (OMA). No compartimos esta afirmación; la caída en la protección de los mercados internos, la sobrevaluación del peso, en un contexto internacional de desaceleración, propiciaron un déficit profundo del balance comercial. A todo esto le adicionamos la realidad económica de un país donde no ha habido un marco claro en materia fiscal, ni de recaudos ni de asignación de los mismos. De ahí que en toda su justa medida podemos retomar la afirmación de Kalmanovitz.

"El déficit fiscal es entonces un resultado natural de la dificultad de sustituir los recaudos de los sectores y actividades que mejor pueden responder por ellos por los gravámenes a las capas medias y populares, al tiempo que por razones políticas y económicas no es posible reducir el gasto público sino aumentarlo" (Kalmanovitz S. 1988 b).

El predominio y la continuidad de la ortodoxia en la política económica colombiana, se pusieron de presente en la reversión de las orientaciones en las políticas tributarias

que anteriormente buscaban proteger la economía doméstica y su diversificación, por orientaciones encaminadas a desgravar los exportables cafeteros e incrementar la tributación al consumo. Sin embargo, las desilusiones propias del mercado no se hicieron esperar, dados los mecanismos imperfectos de información y los problemas de fragmentación. Algunos estudios (Chica R., 1983; Mora L., 1986; Moncayo E., 1986; Chica, Landarretche y Ramírez, 1986), han mostrado cómo el proceso de industrialización colombiano requiere de medidas proteccionistas, arancelarias, cambiarias y restricciones para-arancelarias, debido a que las políticas liberalizadoras aplicadas en nuestra economía generaron entre 1974 y 1985, una tendencia recesiva especialmente en lo que respecta a bienes de capital y bienes de consumo duradero. En un contexto internacional de crisis, donde el sector externo veía caer sus exportables mientras la industria recibía el peso de una revaluación que frenaba su dinámica y elevaba la participación de las importaciones, el sector financiero se convertía en un obstáculo al crecimiento económico del país. En breve, al deterioro externo y merma de las reservas internacionales -componente básico de la base monetaria- vino a sumarse la pérdida de la dinámica industrial por las elevadas tasas de interés que frenaron la inversión. Como "vector" resultante de ello, la pérdida de la competitividad del sector externo se acentuó. Internamente, la desaceleración en el proceso industrial conducía a una caída en la tasa de rentabilidad, no producto de un crowding-out asociado, a su vez, a una mayor intervención del Estado en materia de gasto público, sino a políticas de liberación externa más revaluación y dinero caro (Kalmanovitz S., 1984). No es posible aceptar como explicación de esta caída, un argumento muy usado relativo a los costos laborales y la retroactividad de las cesantías. Si bien este factor puede ser "fuente de disturbios para la rentabilidad del capital", factores tecnológicos e incrementos en los gastos generales en los cuales implícitamente se encuentran los altos intereses, los gastos

representacionales, de ventas y los impuestos indirectos contribuyeron a la declinación de la rentabilidad industrial y a la crisis de acumulación (Kalmanovitz, 1984). En breve, el débil flujo de utilidades generado por la ineficacia administrativa, los elevados costos y el endeudamiento externo, a expensas de las emisiones accionarias, condujo a la fácil absorción de estas empresas por el capital especulativo "hijo legítimo" de un modelo neoliberal perversamente libertino y coherente con una visión industrial cortoplacista que no distingue entre determinantes y limitantes de la inversión. Es por ello que

"El esfuerzo realizado en 1982-1983, en cuanto a producir una reactivación industrial aumentando la irrigación del crédito y saneando algunos aspectos financieros, no dio el resultado buscado, y algunos hablan de un "fiasco" al referirse a ese intento. Esto confirma que no es posible lograr una expansión actuando predominantemente sobre aspectos financieros, sobre todo si la situación es una en la cual la demanda se encuentra deprimida" (Chica, Landarretche y Ramírez, 1986).

Los problemas coyunturales, si bien deben ser considerados por la política económica, no deben hacernos perder la visión de largo plazo sobre el crecimiento y la dinámica de la acumulación de la economía. La profundización del sector industrial no tiene por qué subordinarse a una profundización financiera que, en lugar de servirle de apoyo, se convierte en factor de quiebra de su ritmo y desarrollo. Kalmanovitz resume brillantemente el impacto que sobre el sector industrial tuvieron diversos factores

"En las circunstancias de los años 70 confluieron sobre el sistema industrial colombiano bajas de la productividad, rentas de exportación cafetera y de otras especies que revaluaron el peso y deterioraron las posibilidades de venta de la producción local tanto en el país (penetración importadora) como fuera de él. La utilización de planta se redujo

considerablemente, la rentabilidad se deterioró y el volumen de inversión decayó significativamente". (Kalmanovitz, 1988 b).

Así tenemos que la formación de capital fijo en 1970 participaba de un 70%, cayendo en 1985 a un 41%; mientras la inversión total del sector privado participaba, en los años 60, en un 16% del PIB modificándose esta tendencia durante los años 70 y empeorando en los años subsiguientes, cuando cae a un 7.4% del PIB en 1985 (Kalmanovitz, 1988 a). Aunado a lo anterior, la financiación externa legada de las políticas económicas de pasadas administraciones, ha venido a reducir dramáticamente los recursos de divisas comprometiendo la capacidad de importaciones del país. De esta manera el servicio de la deuda entre 1975 y 1986, pasó del 20.1% a 45.7%. Es decir, casi el 50% de nuestra capacidad de importar. (Kalmanovitz, 1988 a). Esto ha conducido a un debate entre la opinión oficial y los que desean la reprogramación de la deuda, pero no podemos abordar este tema en el contexto de nuestro ensayo.

Frente a las críticas contra la intervención del Estado en materia de déficit fiscal, es pertinente hacernos eco de la pregunta de Kalmanovitz (1988 a) sobre "¿en cuanto más habría caído el nivel del producto si no se generan los cuantiosos déficits fiscales y especialmente el de 1983 que casi alcanza un 8% de PIB?". "La experiencia del CONOSUR, debido a la "sapiencia" neoliberal, no permitió lo que sí operó en Colombia con los consiguientes efectos adversos en aquellos países. Con una tasa de desempleo de 12.8% (primer trimestre de 1988), una reducción drástica de déficit presupuestal como lo proponen los neoliberales criollos tendería a abortar el proceso de reactivación alcanzado en los años 1986 y 1987. Si esto se hace pensando en estimular el ahorro y la inversión privados, es posible que nos encontremos con resultados adversos en los cuales las reducciones del gasto público no inducen necesariamente incrementos en el ahorro e inversión privados. Ni la inversión privada

tiene por qué ser desplazada por el gasto oficial ni éste por aquella (Bitar S., 1988) pero la proporción de una y otra la determinan las inversiones pasadas, las expectativas sobre la demanda agregada y el comportamiento de los beneficios, en el contexto de la fase del ciclo en que viene operando la economía.

BIBLIOGRAFIA

- BERRY, Albert y THOUMI, Francisco. "Crecimiento y Política Económica en Colombia". en "Cuadernos de Economía". Universidad Nacional de Colombia, Nº 29, 1986.
- CABALLERO, Carlos. "Economía, Sistema Financiero y Confianza Pública", en Coyuntura Económica, Vol. XII Nº 4, Dic de 1982.
- AVELLA, Mauricio. "El Sector Financiero: Itinerario de una década", en "El Sector Financiero: Estructura, Desarrollo y Perspectivas" Asobancaria, Bogotá, 1982.
- COOK, Paul. "Liberalización y Política de Desarrollo Industrial en los países menos Desarrollados", en El Trimestre Económico, México. Fondo de Cultura Económica, Enero-Marzo de 1988, Nº 217.
- CUDDINGTON, Jhon. "Bonanzas de Productos Básicos, Estabilización Macroeconómica y Reforma Comercial en Colombia", en Banco de la República. "Ensayos sobre política Económica". Departamento de Investigaciones Económicas, Bogotá, de 1986. Nº 10.
- CURRIE, Lauchlin. "La naturaleza de la Banca", en Revista de Banca y Finanzas", Nº 1. Enero - Febrero de 1988.
- CHICA, Ricardo. "Elementos Básicos del Marco Analítico Post-Keynesiano para financiar la Inversión", Desarrollo y Sociedad". Nº 14 Mayo de 1984. CE-DE Uniandes.
- _____. "La Financiación de la Inversión en la Industria Manufacturera Colombiana. 1970-1980", en "Desarrollo y

- Sociedad" N^{os} 15 y 16, Septiembre 1984, Marzo de 1985, CEDE Unian-des.
- _____. et. al. "Evolución y Estructura de la Industria Manufacturera en Colombia", en "Economía Colombiana", N^{os} 187-188. Nov.-Dic. de 1986.
- FRENKEL, Robert y FANELLI, José Ma. "El Plan Austral Un año y medio después", en José Ocampo (Comp.) "Planes Artiinflacionarios Recientes en la América Latina, un debate teórico en la práctica. "El trimestre Económico", fondo de Cultura Económica, Vol. LIV, México. Septiembre de 1987.
- GANDHI VED (Edit.) "Supply-Side Tax Policy, Its Relevance to Developing Countries" International Monetary Fund. Washington, D.C. 1987.
- KALECKI, Michael. "Teoría de la Dinámica Económica", Fondo de Cultura Económica, México 1956.
- _____. "Ensayos Escogidos sobre la Dinámica de la Economía Capitalista", Fondo de Cultura Económica. México, 1977.
- KALMANOVITZ, Salomón. "La Industria Colombiana: Crisis de Rentabilidad", en "Economía Colombiana". Revista de la Contraloría General de la República N^o 154, Febrero de 1984.
- _____. "Efectos Macroeconómicos del Gasto Público" en "Economía Colombiana". Revista de la Contraloría General de la República, N^{os} 201-202. Enero-Febrero de 1988 a.
- _____. "Tributación, Ahorro e Inversión" en "economía Colombiana" Revista de la Contraloría General de la República. N^o 204 Abril de 1988 b.
- _____, y TENJO C., Fernando. "La Crisis Financiera en Colombia" "Anatomía de una Evolución", en "Contraversia". Revista del CINEP N^o 131 1978.
- KEYNES J.M. "La teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero", Fondo de Cultura económica, México 1973.
- MCKINNON, Ronald. "Dinero y Capital en el Desarrollo Económico" CEMLA. México, 1974.
- MINSKY, Hyman. "John Maynard Keynes" Columbia University Press 1975.
- MISAS, Gabriel. "Crisis en el Proceso de Acumulación de Capital, 1970-1986" en "Economía Colombiana N^{os} 187-188. Nov.-Dic. de 1986.
- _____. "El Estado y El Desarrollo del Sector Financiero", en Bernardino Flórez (Comp.) "Economía Pública y Control Fiscal". Contraloría General de la República, 1988.
- MONCAYO, Edgardo. "Lineamientos para una Política de Desarrollo Industrial", en "Economía Colombiana" N^{os} 187-188. Nov.-Dic. de 1986.
- MORA, Leonidas. "El proceso Industrial y la Dinámica Mundial" en "Economía Colombiana". N^{os} 187-188. Nov.-Dic. de 1986.
- OCAMPO A. José, LONDOÑO, Juan Luis y VILLAR, Leonardo. "Determinantes del Ahorro y la Inversión en "Coyuntura Económica" Vol. XV N^o 2 Junio de 1985.
- _____. et. al. "Comportamiento del Ahorro y la Inversión": Evolución Histórica y Determinantes", en Lora Eduardo (ed.) "Lecturas de Macroeconomía Colombiana" Tercer Mundo Editores-FEDESARROLLO, 1988.
- _____. y LORA, Eduardo. "Estructura Económica, Políticas de Ajuste y Distribución del Ingreso. La experiencia de los ochenta" en Lora Eduardo (ed.) "Lecturas de Macroeconomía Colombiana" Tercer Mundo. Editores FEDESARROLLO, 1988
- ORTEGA, Francisco. "Comentarios a la Reforma Financiera", en "Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia". El Mercado de Capitales en Colombia. Septiembre de 1975.
- SARMIENTO, Eduardo. "estabilización de la Economía Colombiana. Diciembre-

- Junio de 1978", Banco de la República. Agosto, de 1978.
- _____. "Funcionamiento y Control de Economías en Desequilibrio", CERE, 1984.
- SHAW, Edward. "Financial Deeping in Economic Development" Oxford University Press. New York, 1973.
- TANZI, Vito. "Fiscal Management and External Debit Problems" en Menhara Massanali (Edith.) "External Debt Management" International Monetary Fund, Washinton, D.C. 1985.
- TANZI, Vito. et. al. "Inflation and the Measurement of Fiscal Deficits" International Monetary Fund, "Staff Papers" Vol. 34 N° December 1987.
- TENJO G., Fernando. "Acumulación y Sector Financiero en Colombia (1970-1979)". "Una Interpretación, en cuadernos de Economía". Revista del Departamento de Economía de la Universidad Nacional de Colombia. Bogotá, Vol. 5 N° 5 de 1983.
- TORO H. Jorge. "El control de la Tasa de Interés y la Experiencia Colombiana", en *Revista de Planeación y Desarrollo*. Vol. XIX, N°s. 1 y 2 Marzo-Junio de 1988
- _____. "Tasa de Interés y Variaciones en el Grado de Apertura de la Economía durante el período 1967-1985", en "Desarrollo y Sociedad", CEDE Uniandes N° 20 Septiembre de 1987.
- WIESNER, Eduardo. "Reservas Internacionales y Política Colombiana" Banco de la República y Asobancarias, Bogotá, 1977.
- WORLD BANK, "Colombia: Economic Development and Policy under Changing Conditions" 1984
- ZERDA, Alvaro. "Hyman Ninsky o la Inestabilidad Financiera" en "Cuadernos de Economía". Revista del Departamento de Economía de la Universidad Nacional de Colombia, Bogotá N° 9 de 1986.

REGLAMENTO DE FUNCIONAMIENTO

1. La revista *ECONOMICAS CUC* es un órgano de divulgación del Departamento de Investigaciones Socioeconómicas —DIS— de la Facultad de Economía de la Corporación Unicosta.
2. La recepción de artículos no implica la obligación de publicarlos. El Consejo Editorial es el encargado de seleccionar estos para su publicación.
3. La publicación de los artículos no significa que la Corporación Unicosta, la Facultad de Economía o el Consejo Editorial de la Revista compartan los puntos de vista que en ellos se exponen. Los autores son los responsables directos de las tesis e ideas expresadas en los trabajos.
4. Los artículos deben enviarse al director del Consejo Editorial de la Revista en original y copia mecanografiados a doble espacio, en papel tamaño carta, por un solo lado y un máximo de cincuenta páginas. Deben tenerse en cuenta todas las "Instrucciones para los colaboradores" que está publicadas en esta misma revista en la página 46.
6. Cada colaborador tiene derecho a recibir tres ejemplares de la Revista en que fue publicado su trabajo.
6. El Consejo Editorial queda en libertad de aceptar las colaboraciones que no se ciñan a las anteriores recomendaciones.

Correspondencia, canje y suscripciones:

ECONOMICAS CUC, Departamento de Investigaciones Socioeconómicas —DIS—
Corporación Unicosta, Calle 58, Cras 54 y 58, Teléfono 310759, Barranquilla, Colombia