

REVISTA

*de la,*

**C E P A L**

NUMERO 58

ABRIL 1996

SANTIAGO DE CHILE

GERT ROSENTHAL

*Director*

EUGENIO LAHERA

*Secretario Técnico*

NACIONES UNIDAS

S U M A R I O

<b>Aníbal Pinto Santa Cruz</b>	<b>7</b>
<i>Gert Rosenthal</i>	
<b>Los paradigmas de la política social en América Latina</b>	<b>9</b>
<i>Rolando Franco</i>	
<b>Virtudes y limitaciones de los mapas censales de carencias críticas</b>	<b>23</b>
<i>Rubén Kaztman</i>	
<b>Centroamérica: inflación y estabilización en la crisis y poscrisis</b>	<b>33</b>
<i>Hubert Escaith, Claudia Schatan</i>	
<b>El Estado, la empresa y la restauración del paradigma neoclásico</b>	<b>51</b>
<i>A. Barros de Castro</i>	
<b>Globalización y pérdida de autonomía de las autoridades fiscales, bancarias y monetarias</b>	<b>63</b>
<i>Juan Carlos Lerda</i>	
<b>El contexto macroeconómico y la inversión: América Latina a partir de 1980</b>	<b>79</b>
<i>Graciela Moguillansky</i>	
<b>Los derechos de propiedad y el mercado de la tierra rural en América Latina</b>	<b>95</b>
<i>Frank Vogelgesang</i>	
<b>México: Plan y coyuntura</b>	<b>115</b>
<i>David Ibarra</i>	
<b>Comercio exterior y medio ambiente: experiencias en tres sectores exportadores chilenos</b>	<b>129</b>
<i>Imme Scholz</i>	
<b>El desafío competitivo para la industria brasileña</b>	<b>145</b>
<i>João Carlos Ferraz, David Kupfer, Lia Hagenauer</i>	
<b>Indicadores de la política fiscal: diseño y aplicaciones para Chile</b>	<b>175</b>
<i>Ricardo Mariner</i>	
<b>La CEPAL y la sociología del desarrollo</b>	<b>191</b>
<i>Enzo Faletto</i>	
<b>Orientaciones para los colaboradores de la Revista de la CEPAL</b>	<b>205</b>

# El contexto macroeconómico y la inversión: América Latina a partir de 1980

**Graciela Moguillansky**

*División de Desarrollo  
Económico, CEPAL*    *nal*

En este artículo se analiza la evolución de la inversión regional en el marco de la evolución macroeconómica general. En primer lugar se examina la evolución del contexto macroeconómico de la inversión entre 1980 y 1994, concluyéndose que la vulnerabilidad de las economías frente a los *shocks* externos ha sido clave en el deterioro de la tasa de inversión y su lenta recuperación posterior, y que los países menos endeudados con menor desequilibrio en las cuentas externas presentaron menores caídas en el nivel y el coeficiente de inversión. En seguida se pasa revista a los factores que determinaron la evolución de la inversión privada, y se concluye que, además de los tradicionalmente considerados por la teoría económica, existen otros tres: la estabilidad de las políticas y su consistencia con las reformas estructurales, lo que asegura la sostenibilidad de las reglas en el tiempo; el acceso a la infraestructura—donde la inversión pública tradicionalmente se ha complementado con la inversión privada— y la disponibilidad de financiamiento. Y por último, se presentan recomendaciones de política, que parten del reconocimiento de que la estabilidad macroeconómica es básica, pero no suficiente, para la mantención de un clima favorable a la inversión, por lo que cabe al gobierno un rol importante en el estímulo a la inversión privada; este rol está relacionado con la función que debiera desempeñar la inversión pública en el futuro, con el papel de la tributación en la reinversión de utilidades de las empresas y la capacitación de personal, y con las políticas de desarrollo financiero y del mercado de capitales.

## I

## El contexto macroeconómico y la inversión

## 1. La evolución en la década de 1980

En los últimos quince años América Latina ha estado expuesta a fuertes *shocks* externos que han dado origen a etapas bien marcadas en la evolución macroeconómica de la región. En estas etapas también se observa un comportamiento diferenciado del proceso de acumulación de capital. En efecto, la forma en que fueron enfrentados los *shocks* y los desequilibrios consiguientes —con políticas de estabilización y ajuste, junto a reformas estructurales como la liberalización comercial y financiera, la desregulación de los mercados y las privatizaciones— tuvo un efecto directo sobre la inversión pública. Y a la vez afectó el cuadro económico —la estabilidad política y económica y el potencial de ahorro y financiamiento— y con ello las expectativas (grado de certidumbre y confianza) y los incentivos a los inversionistas privados.

En la primera de esas etapas (1978-1981), la región se vio beneficiada por la mejora en la relación de

precios del intercambio y por una oferta abundante de créditos externos proveniente de la banca privada internacional; esto permitió llevar a cabo políticas económicas expansivas, las que en buena parte de los casos condujeron a insostenibles déficits en la balanza de pagos. La reversión de los flujos voluntarios de capitales internacionales al cesar México sus pagos en agosto de 1982, así como el alza de la tasa de interés internacional y el deterioro de la relación de precios del intercambio, dio inicio a una segunda etapa (1982-1984). En ella se enfrentó un severo proceso de ajuste, destinado a generar superávit en la balanza comercial con el fin de enfrentar el déficit del sector externo.

El gráfico 1 sintetiza los mecanismos de transmisión del efecto de los *shocks* externos sobre la inversión pública y privada, que se reseñan en esta sección. Por una parte, la crisis de la deuda produjo una baja generalizada de la tasa de crecimiento del producto interno bruto, lo que a través de la reducción de la demanda interna y la consecuente subutilización de la

## Efecto del contexto macroeconómico en la inversión

Efecto de los *shocks* externos en la inversión pública

Efecto directo en el financiamiento de la inversión

(-) Relación de precios del intercambio	Disminución de los ingresos	
(-) Flujos de capitales →	Disminución de los créditos externos	(-) Financiamiento de la inversión
(+) Tasa de interés externa	Aumento del servicio de la deuda	

Efecto en el gasto público

(+) Gasto en servicio	(+) Deuda interna	Restricción
Deuda externa	(+) Emisión →	fiscal
	(+) Inflación	(-) Gasto en inversión

Efecto de los *shocks* externos en la inversión privada

Déficit público

Expansión monetaria

Devaluación cambiaria . . . >

Inestabilidad de:

\* Precios

\* Tasa de cambio → (+) Riesgo → (-) Rentabilidad

\* Tasa de interés

Cierre brecha

externa + fiscal →

Reducción de la demanda

→ Subutilización de la capacidad

Crisis

financiera →

\* (+) Tasa de interés interna →

\* (-) Crédito largo plazo

\* (+) Devaluación →

Reducción del financiamiento

Aumento de la deuda externa en moneda nacional

Fuente: Elaboración propia.

© es in en © in ~ivqr-ONoqoo^r^'—<n—  
c^T't'in<Nvo^Tf:\oa|^r^'!ov--I(N|D  
\_ ^H — eS — cS —<i— CS CS-\* CS --CS-\* ^

Wf ON ON (SmOoovonNrn'OOSr^ûOwo^t\* - ^

Jl»l

^ONjn@vo>ncsfNines\ot-^Tj:©@t-^  
oooNt^t^Not^oNododod'-HCSfSes@  
^ \_ . ^ ^ ^H -H -H -H -H fSI CS CS -^ CS

m ©NOinTfeninesesinin^TfcoONincses  
rtNclc^t^t^cincn^en—<incs'cst.^ON  
r^|\_..fsl\_i\_<SeS'-<<-<CSsCSsSeSeS'-<<CS

332SSS23SSS : 2332S3

FO ON ON ?2335SS2SSn : -3S3SS

'l

ON^^cs^r^ON@in^!:voescn<Ninr-;  
©fn^cncs^©^fS©^©^<scsin(S

w- - m Th \*f cs © en es r^ es es en u^ ON © ON ^  
SN ON ^ ©^r^inesincnenuNooCenTiTi'-H

es—<Tfo\r-<n©^inmON@»nON&N-;<©  
ooooocsmcnooo\oU-^-(csmoocsc-:©  
CS -H -< \_ . ^B\_H \_| \_

<3 ii

r^qo^~©oo@NOcSNpooVOT^ON^TON^N  
VoNoo\cncso\tr^Vbf--ooco©oo--Ttin

a. «

h

mcs©cs^ANf--©'^tcS-;"es^r--'O'< \*  
F>inoooooS^ot-int--r-ON'-i©ooNONO

II

&S

OO -H OO OO &SS! = SSi8;g8SSS2S8S «  
ON ON

5 5

Js

capacidad productiva contribuyó a contraer fuertemen- te la inversión. Sin embargo, el proceso de ajuste y su posterior recuperación muestra claras diferencias de un país a otro.

Chile, Colombia y la República Dominicana, por ejemplo, superaron ya en el quinquenio 1985-1989 los niveles de inversión del período 1978-1981 (cuadro 1). Los estudios efectuados en la región<sup>1</sup> muestran que los factores que han intervenido en el comportamiento diferenciado del proceso de acumulación de capital están relacionados con: i) el grado de endeudamiento de cada país al comienzo del período, ii) la evolución de la relación de precios del intercambio, iii) el monto relativo del financiamiento externo recibido a lo largo del proceso de ajuste, iv) el grado de apertura inicial de la economía y v) la consistencia de la política económica, en especial en los aspectos cambiado y comercial.

Países como Colombia, Paraguay y la República Dominicana, que al momento de la crisis de la deuda externa tenían un bajo nivel de endeudamiento, poco desequilibrio en la balanza comercial y por ende menor vulnerabilidad a los *shocks* externos de naturaleza financiera, pudieron enfrentar el deterioro de las condiciones externas con políticas de ajuste graduales y moderadas, sin crear fuertes caídas en el producto y la inversión.

Los países con alto nivel de endeudamiento, en cambio, tuvieron que encarar a la vez el pago de un elevado servicio de la deuda externa y la restricción de los créditos externos, lo que por una parte redujo sus ingresos, imponiendo una contracción en la demanda interna, y por otra disminuyó sus posibilidades de financiamiento. La carencia de divisas les redujo a su vez la capacidad de importar, lo que en aquellos países con menor grado de industrialización limitó también fuertemente la compra de maquinaria y equipo y la inversión (cuadro 2). De aquí que no sea posible comprender el comportamiento de los inversionistas en la región si no se toma en cuenta la restricción externa prevaeciente entre 1982 y 1989.

El deterioro de la relación de precios del inter-! cambio, que afectó en general a todos los países de la región, tuvo también efectos negativos en el proceso de acumulación de capital. Por una parte, la baja de los precios de los productos que un país vende al exterior incide directamente en las utilidades del sector expor-

III JJSJHJI

«\*s

<sup>1</sup> Véanse Servén y Solimano (1993a), Bacha (1993a) y Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano (1994).

CUADRO 2

## América Latina (9 países): Evolución de los componentes de la inversión

Países	índices de quantum de las importaciones de bienes fob (Período base 1978-1980 = 100)				índice de inversión en maquinaria y equipos (Período base 1978-1980 = 100)			
	1978-1981	1982-1984	1985-1989	1990-1994	1978-1981	1982-1984	1985-1989	1990-1994
Argentina	104	67	59	127	106	99	100	112
Brasil	97	68	75	115	96	62	77	67
Chile	109	75	96	170	109	61	144	290
Colombia	104	122	110	181	104	116	116	166
Costa Rica	93	66	103	176	92	54	94	139
México	117	91	132	279	111	78	77	136
Perú	112	123	106	128	112	96	59	39 <sup>a</sup>
Uruguay	101	61	76	132	101	49	47	81
Venezuela	799	79	80	84	97	69	75	65
	Inversión privada (Como porcentaje del PIB en moneda constante de cada país)				Inversión pública (Como porcentaje del PIB en moneda constante de cada país)			
Argentina	17.0	13.4	11.5	16.7	7.0	4.6	4.7	2.4
Brasil	15.1	11.9	12.1	11.2 <sup>b</sup>	7.4	5.6	4.9	4.4 <sup>c</sup>
Chile	8.2	7.9	9.4	16.8	7.7	5.0	6.9	5.7
Colombia	8.7	7.7	7.6		7.6	9.9	7.9	
Costa Rica	15.5	9.4	12.8	15.9	9.0	7.1	8.5	8.6
México	13.0	11.0	12.0	16.0 <sup>a</sup>	11.0	8.0	6.0	5.0 <sup>a</sup>
Perú	16.6	15.3	13.4	15.7 <sup>a</sup>	6.3	6.7	4.2	4.0 <sup>a</sup>
Uruguay	10.8	7.3	5.9	8.9	6.4	5.5	3.8	3.6
Venezuela	15.8	8.2	6.9	5.9 <sup>a</sup>	13.4	11.9	9.0	10.3 <sup>a</sup>
	Inversión en construcción no residencial (Como porcentaje del PIB en moneda constante de cada país)				Inversión en maquinaria y equipos (Como porcentaje del PIB en moneda constante de cada país)			
Argentina	7.4	3.9	2.6	2.9	7.8	7.4	7.2	7.2
Brasil	8.9	7.4	7.1	6.3	8.0	5.4	5.5	4.7
Chile	5.6	4.3	5.6	5.9	6.6	3.9	7.9	11.9
Colombia	6.4	7.3	6.6	5.4	7.4	7.7	6.6	7.6
Costa Rica					13.1	7.9	12.3	14.6 <sup>d</sup>
México	9.1	7.5	5.6	3.5	10.3	6.6	6.7	9.9
Perú					10.6	9.1	5.1	4.0 <sup>a</sup>
Uruguay					6.4	3.4	3.5	5.1
Venezuela	11.1	8.3	5.6	6.7	12.2	9.0	8.7	7.0 <sup>d</sup>

Fuente: CEPAL, sobre la base de fuentes oficiales, y Hofman (1995)

<sup>a</sup> Promedios sólo de los años 1990-1993.

<sup>b</sup> Promedios sólo de los años 1990-1991.

<sup>c</sup> Incluye la inversión en empresas públicas.

<sup>d</sup> Promedios sólo de los años 1990-1992.

tador y reduce el incentivo para invertir en éste. Si a lo anterior se suma la articulación que puede existir entre el sector exportador y otras ramas de actividad económica, el proceso de acumulación global de la economía se ve menguado. Más aún, en aquellos casos en que el sector público es propietario de los recursos naturales de exportación (Ecuador, Chile, México, Venezuela), la volatilidad de sus precios genera desequilibrios presupuestarios no planificados, los que en general tienden a manifestarse en recortes de la inversión, dada la mayor rigidez del gasto corriente.

El monto relativo del financiamiento externo recibido también influyó sobre la capacidad de contro-

lar y limitar los desequilibrios. Países como Chile y Costa Rica se diferenciaron del patrón dominante en dicho período en la región, porque consiguieron apoyo de los organismos multilaterales, en un caso, y transferencias unilaterales, en el otro, lo que les permitió no sólo renegociar la deuda con la banca privada internacional, sino además contar con créditos externos que apoyaron su capacidad de importar.

Un importante componente de los programas de ajuste ante el *shock* externo fue el alza del tipo de cambio real. Si bien esta política se consideró imprescindible para incentivar a los exportadores, encareció los bienes de capital que demandaban todos los sectores de la actividad económica. Por una parte, la apre-

ciación del tipo de cambio real elevó el costo de las maquinarias y equipos importados, sobre todo en países con manufacturas poco desarrolladas en bienes de inversión. En países con un mayor grado de industrialización y menos abiertos a la economía mundial (Brasil, Colombia, México), la devaluación real se sumó al efecto de otras políticas que también incrementaron los costos de los bienes de inversión, como el alza de los aranceles de importación y de la tributación sobre las ganancias. Asimismo, las empresas endeudadas en divisas vieron crecer rápidamente el costo financiero de su deuda.

Por otra parte, en muchos países de la región el uso de un tipo de cambio reptante para enfrentar el *shock* externo creó expectativas de devaluación que contribuyeron a elevar la tasa de interés interna y reducir el precio real del capital, desalentando así la inversión privada.

La restricción externa impactó directamente sobre el financiamiento de la inversión pública e indirectamente sobre el déficit de dicho sector. Exceptuando Colombia y Perú (el proceso de ajuste en este último país se efectuó a comienzos de los años noventa), el resto de los países considerados mostró significativas caídas de la inversión pública en 1982-1989, y en algunos de ellos el efecto se profundizó entre 1985 y 1989, sin que haya mostrado recuperación en el primer quinquenio de los años noventa (cuadro 2).

La caída de la inversión pública no sólo se debió a la restricción financiera generada por los *shocks* externos negativos, sino que además al fuerte desequilibrio que éstos generaron en las cuentas fiscales. A partir de 1984 y hasta fines de la década, el incremento en el servicio de la deuda externa (en su mayor parte deuda pública o transferida al sector público por diversos mecanismos), la reversión en los flujos de capitales y la menor tributación derivada de la caída en la actividad económica causaron un creciente déficit fiscal, que se convirtió en uno de los factores determinantes de la gran aceleración inflacionaria que caracterizó a la región en dicho período.

En los países en que el sector público era demandante neto de divisas, como Argentina, Brasil y Uruguay, la interacción entre el proceso de ajuste externo y el fiscal generó fuertes fricciones derivadas del fenómeno de transferencia interna. En efecto, la obtención de divisas para pagar los intereses de la deuda externa se hizo a través de la deuda interna, presionando los mercados financieros o recurriendo a la emisión, o haciendo ambas cosas, agudizando con ello la desestabilización macroeconómica.

Por otra parte, en aquellos casos en que el sector público era deficitario en divisas y se efectuaron importantes devaluaciones para acelerar el proceso exportador, la presión sobre el desequilibrio fiscal se acrecentó, producto del aumento en moneda nacional del pago de los intereses de la deuda externa. La recuperación del crecimiento y la estabilidad en estos países se hizo más difícil, y los costos más altos. La inversión pública sufrió fuertes recortes, arrastrando también a la inversión privada en aquellos países con alta complementariedad entre ambas. Allí donde el proceso de ajuste fue demorado (Argentina, Brasil, Perú), hubo una fuerte aceleración del proceso inflacionario, desmonetización de la economía y fuga de capitales y se desincentivó la acumulación de capital por la inestabilidad, la incertidumbre y el riesgo.

Los países que recuperaron rápidamente el proceso de acumulación fueron aquellos con desequilibrios de menor magnitud y políticas relativamente moderadas y graduales (Colombia) o los que tuvieron acceso al financiamiento externo (Chile y Costa Rica). A esto se sumó la recuperación de la estabilidad, que atenuó el grado de incertidumbre y tuvo así un efecto favorable sobre las expectativas.

En otros países, en cambio, la fuerte caída de la relación de precios del intercambio, la magnitud de la transferencia externa y los severos recortes del gasto público para controlar la hiperinflación, unidos a la escasa ayuda externa, condujeron a la economía a una profunda recesión, de lentísima recuperación a pesar del rápido control de la inflación (Bolivia es uno de los casos extremos). En el resto de los países, las políticas de ajuste y estabilización generaron una profunda inestabilidad en variables claves que inciden sobre las expectativas de rentabilidad de la inversión, como la tasa de inflación, la tasa de interés y el tipo de cambio real.

## 2. Los años noventa: contexto macroeconómico favorable y debilidad de la tasa de inversión

A fines del decenio de 1980, con el cambio en la estrategia internacional respecto de la deuda externa que supuso el Plan Brady y con el desarrollo del proceso de reformas estructurales, se fue creando un nuevo cuadro económico de mayor estímulo a la inversión y al crecimiento. A partir de 1991, se revirtió la tendencia negativa que exhibieron en la década anterior las variables fundamentales del contexto internacional: así, retornaron con fuerza las corrientes internacionales de capital, cayó la tasa de interés externa, se redujo el ser-

I  
 2  
 I  
 u  
 U  
 2  
 «  
 o  
 M  
 B  
 I

8  
 8'  
 8'  
 8R;  
 1 s  
 81  
 8!  
 8!  
 8!

8R;  
 1 s  
 81  
 8!  
 8!

vicio de la deuda, y se estabilizó la relación de precios del intercambio. El aumento, débil en un comienzo, de las corrientes de inversión extranjera directa, y el esfuerzo de ahorro del sector público, también se unieron para contribuir a un mejor desempeño de la inversión. En 1990-1994 la inversión extranjera directa en 10 países de la región mostró un fuerte incremento sobre el promedio de 1978-1980, salvo en Brasil y Uruguay (cuadro 3). En países como Argentina, México, Perú y Venezuela, parte importante de los recursos se destinaron a la adquisición de empresas privatizadas, lo que no representa acumulación de capital en el país receptor. Sin embargo, en países como Colombia, Chile y Costa Rica, la inversión directa del último quinquenio ha contribuido en forma importante al financiamiento de nuevas inversiones.

El panorama macroeconómico interno en el primer quinquenio también muestra una mayor estabilidad a nivel regional: la tasa de inflación se ha reducido en forma extraordinaria, y el sector público se ha tornado superavitario o exhibe déficit bajos y manejables. En este entorno, las economías recuperan cierta capacidad de crecimiento, en un marco de mayor estabilización y de relajación de las restricciones externas, lo que ha ayudado a elevar la inversión como porcentaje del PIB.

Respecto de la formación bruta de capital fijo (cuadro 1) en el período 1990-1994, se observa que en Chile, Colombia, Costa Rica, Paraguay y la República Dominicana su nivel se ha elevado en más de 30% respecto del promedio 1978-1980, y en el caso de Chile se ha más que duplicado. El resto de los países considerados en el cuadro aún no han alcanzado el nivel del año base. Como proporción del PIB, sin embargo, la inversión del período 1990-1994 aparece más negativa: sólo en Chile se encuentra sobre el nivel promedio de 1978-1980, que fue extremadamente bajo.

¿Qué explica la deficiente tasa de acumulación en la región, en condiciones de estabilidad económica y en un contexto internacional favorable? Existen varias hipótesis. La primera apunta a la aceleración del proceso de reformas estructurales en las economías recién estabilizadas. La liberalización comercial y financiera, la apertura a la inversión extranjera directa y el nuevo marco regulatorio, la desregulación de los mercados y la aplicación de políticas de competencia en mercados monopólicos, generaron grandes cambios en las reglas del juego para los empresarios. Esto, sumado a la eliminación del rol protector del Estado sobre los agentes privados y la baja propensión al riesgo que

manifiestan los empresarios de la región, hizo que la respuesta de la inversión haya sido lenta.

Si bien las reformas estructurales fueron necesarias, en la práctica no siempre se vieron coordinadas con la política macroeconómica de corto plazo, por lo que se cometieron errores frente a los cuales, en algunos casos, las nuevas políticas fueron revertidas. Al respecto es sabido, por ejemplo, que en sus comienzos la desregulación financiera causó en casi todos los países crisis de solvencia del sistema, tras las cuales se regularon y fortalecieron institucionalmente las superintendencias de bancos e instituciones financieras. Lo mismo ha pasado con las privatizaciones, que al iniciarse no fueron acompañadas de políticas para promover la competencia en los mercados, sobre todo en los de servicios públicos. Otro ejemplo de altos costos en materia de estabilización, por no haberse coordinado adecuadamente las políticas de corto plazo y las reformas, es el de las bruscas liberalizaciones del comercio y del mercado de capitales coincidentes con fuertes entradas de capitales externos y revaluaciones sostenidas de las monedas. Este fenómeno finalmente condujo a importantes crisis de balanza de pagos, de las cuales son ejemplos recientes las crisis de México y Argentina de fines de 1994 y comienzos de 1995. Fácil es comprender entonces que en un comienzo los empresarios no perciban las nuevas políticas como estables o irreversibles, optando por esperar hasta que maduren sus resultados.

## II

### Factores que determinan la inversión privada

Lo expuesto en la sección anterior permite concluir que las decisiones de inversión del sector privado en la región dependen tanto de los factores tradicionalmente considerados determinantes en la teoría económica,<sup>2</sup> como de factores específicos derivados del cuadro macroeconómico en que se insertan las empresas, que se relacionan con la estabilidad de las políticas y el grado de certidumbre que enfrentan los agentes, con

<sup>2</sup> El acelerador del ingreso, en el enfoque keynesiano, al que se agrega el precio relativo de los factores, en el marco neoclásico, o bien la relación entre el precio de cuenta de una unidad adicional de capital y su valor de mercado, lo que corresponde al enfoque Q de Tobin.

La segunda hipótesis busca la explicación en el comportamiento de la inversión pública, que en 1990-1994 cayó en todos los países considerados (cuadro 2). Sin embargo, esto no tendría por qué deteriorar la formación bruta de capital fijo total, a menos que se hubiesen afectado las externalidades que la inversión pública suele ofrecer a la inversión privada. Podría pensarse que la causa estaría en el proceso de privatizaciones; sin embargo, si este proceso transfiriere al sector privado parte de la inversión que antes realizaba el sector público, la formación de capital global no debería disminuir. La experiencia recogida del proceso de privatizaciones indica que éste por sí solo no lleva a acrecentar la acumulación de capital, por lo cual algunos países han optado por introducir cláusulas o condiciones en la negociación de la venta de empresas públicas (Bolivia y Perú).

La tercera hipótesis responsabiliza a la falta del financiamiento de largo plazo necesario para hacer viables los nuevos proyectos de inversión. Las cifras globales sobre las fuentes de financiamiento para la formación bruta de capital fijo permiten concluir que el ahorro nacional en los últimos 15 años ha caído en cinco puntos del PIB, sin recuperarse, y que, como en 1980, son necesarios cuatro puntos del PIB en ahorro externo para financiar el actual nivel de inversión. Comparados con los países del este asiático, estos niveles de ahorro e inversión son extremadamente bajos, y más aún si la región quiere lograr un crecimiento del PIB más alto y sostenido.

las características de los mercados financieros de la región y con el acceso a la infraestructura.

#### 1. La inversión privada y la estabilidad macroeconómica

Los estudios empíricos revisados<sup>3</sup> muestran que en América Latina una de las características del entorno macroeconómico que influye en las decisiones de inversión, el que a su vez se diferencia claramente del de países desarrollados, es la inestabilidad de los pre-

<sup>3</sup> Véase una buena síntesis en Servén y Solimano, 1993a.

cios fundamentales (tipo de cambio, tasa de interés y precios al consumidor). Dichos estudios comprueban que en la región los empresarios tienen aversión al riesgo y que en sus decisiones toman en cuenta tanto la media como la varianza de las variables que inciden en los rendimientos de sus proyectos de inversión. Es decir, una estructura de incentivos estable y predecible parecería ser al menos tan importante como el nivel de ellos. Esto refuerza la importancia de la estabilidad macroeconómica y de reglas claras y sostenidas para que los empresarios respondan positivamente a las nuevas políticas. En este sentido, es posible que el desempeño de la inversión privada en países que enfrentaron reformas estructurales y donde la respuesta de los inversionistas a los nuevos incentivos fue muy lenta se haya debido a secuencias inadecuadas, o inconsistencias en la política económica o entre diversas áreas de la reforma económica que hayan restado estabilidad o predictibilidad a los precios relativos.

Las publicaciones recientes hacen hincapié además en la importancia del riesgo, al introducir la idea de la irreversibilidad (Dixit, 1992; Dixit y Pyndick, 1993; Pyndick, 1991; Pyndick y Solimano, 1993): en general, las inversiones se realizan en un sector específico y una vez que el proyecto entra en funcionamiento, el cambio del capital a otro sector significa en la mayoría de los casos una pérdida importante. Esto hace que los inversionistas se demoren en tomar las decisiones, sobre todo si el entorno macroeconómico y las políticas no son estables. De aquí se desprende que mientras mayor sea el grado de incertidumbre, mayor es el beneficio de la espera y, por lo tanto, más lenta será la respuesta de la inversión ante mejorías en las condiciones macroeconómicas. Si se pasa revista a los coeficientes de variación del índice de precios al consumidor, el tipo de cambio real y la tasa de interés para once países en el período 1978-1994 (cuadro 4), es posible apreciar que, en términos de variabilidad, el conjunto de países considerados muestra un fuerte incremento de los coeficientes en los subperíodos 1982-1984 y 1985-1989. Cabe destacar que a comienzos de los años noventa, Argentina, Brasil y Perú todavía experimentaban procesos hiperinflacionarios.

También es posible observar que la variabilidad de la tasa de interés real se ha mantenido mucho más alta que la del índice de precios al consumidor (IPC) y la del tipo de cambio real en todos los países, lo que unido en algunos casos a un altísimo nivel contribuyó a desincentivar los proyectos de inversión, haciendo viables sólo aquellos de mucha rentabilidad, o bien radicados en mercados monopólicos o con financiamiento relacionado.

En lo que toca a los precios relativos, los estudios empíricos en la región hacen referencia a tres variables importantes, dos de ellas vinculadas a la rentabilidad de la inversión (relación de precios del intercambio y precio real de las acciones o  $Q$  de Tobin) y la tercera al costo de capital, que se mide en algunos casos a través del precio relativo de la inversión (coeficiente entre el deflactor de la inversión y el deflactor del PIB) o mediante el índice del tipo de cambio real (este último para capturar la importancia del costo de maquinarias y equipos importados en la evolución de la inversión).

El deterioro de la relación de precios del intercambio afectó en general a todos los países de la región, perjudicando el proceso de acumulación de capital y de ahorro. Al respecto, Cardoso (1993) efectuó regresiones en panel, donde se incluyen datos sobre el coeficiente de inversión privada en el PIB para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela en 1970-1983, 1974-1977, 1978-1981 y 1982-1985, concluyendo que dicho deterioro explica en parte importante la varianza de la inversión.

Como se examinó en la sección anterior, un componente central de las políticas para enfrentar la crisis de la deuda externa fue la devaluación real. Si bien ésta se consideró imprescindible para incentivar al sector exportador, tuvo efectos indirectos: desalentó la inversión en el resto de los sectores de actividad económica e incrementó el costo de las maquinarias y equipos importados y con ello el costo del capital, sobre todo en países con manufacturas poco desarrolladas de bienes de capital. Por otra parte, las empresas endeudadas en divisas vieron aumentar rápidamente el costo financiero de su deuda.

En países con un mayor grado de industrialización y menos abiertos a la economía mundial (Brasil, Colombia, México), al efecto del aumento del tipo de cambio real se sumaron otras políticas que también elevaron los costos de los bienes de capital, como el alza de los aranceles de importación y de la tributación sobre las ganancias. En estos países, además, la caída de la demanda interna contrajo la producción de bienes de capital, generando una fuerte subutilización de la capacidad instalada; para defender su rentabilidad, estas industrias trasladaron dicho efecto a los precios.<sup>4</sup> En el período 1978-1994 (cuadro 5) se observó un au-

<sup>4</sup> En el caso de Brasil, Dias Carneiro y Werneck (1993) muestran que el precio relativo de la inversión en maquinaria y equipo subió 42% respecto del deflactor del PIB entre 1986 y 1989, y explican este comportamiento por la fuerte caída en el uso de la capacidad en la industria productora de bienes de capital y por el alto nivel de protección impuesto en ese período.





estudios empíricos, pero en general no ha sido bien medida: las variables que aproximan el fenómeno corresponden a coeficientes de liquidez ( $M1/PIB$  o  $M2/PIB$ ) y no reflejan la disponibilidad crediticia efectiva de las empresas ni las modificaciones de la regulación de los sistemas bancarios, lo que suele ser determinante para la disponibilidad de financiamiento (Rama, 1993). Por otra parte, el análisis estadístico ha encontrado una relación positiva entre los coeficientes de liquidez y el ahorro privado, ambos medidos como proporción del PIB. Según Burki y Edwards (1995) y Held, Titelman y Uthoff (1995), este resultado tiende a confirmar que la acumulación de fondos en instituciones financieras contribuye a la formación de capital a través del financiamiento de proyectos de inversión que de otra manera no se habrían llevado a cabo.

Las altas tasas de interés internas prevaletentes en la región (cuadro 4) han sido otro obstáculo al crecimiento de la inversión, y han afectado tanto al costo del capital como al proceso de profundización financiera. Si bien este fenómeno no ha estado ajeno a los procesos de ajuste y estabilización de los años ochenta, Held, Titelman y Uthoff (1995) aseveran que contribuyó a aumentar el riesgo "sistémico" en las cartteras de los bancos. Este efecto, sumado a severas fallas en la regulación prudencial —tales como debilidades en la supervisión de la solvencia, exceso de créditos relacionados y capitalización de intereses sobre créditos riesgosos—, desencadenaron en casi todos los países de la región profundas crisis del sistema financiero: en el Cono Sur durante los años ochenta y en Bolivia, México, Paraguay y Venezuela durante los noventa.

La conclusión que deriva de la experiencia latinoamericana, así como de estudios empíricos recopilados sobre diferentes grupos de países a nivel internacional (Larraín y Vergara, 1993), es que las tasas de interés reales moderadas y positivas estarían estrechamente asociadas con un buen desempeño económico y con la profundización financiera.

### 3. La inversión privada y la inversión pública en infraestructura

La escasez de financiamiento que predominó tras la crisis de la deuda externa, y la necesidad de reducir fuertemente el déficit fiscal con el fin de controlar los procesos inflacionarios, llevaron a efectuar recortes en la inversión pública, hasta ese entonces el único agente a cargo de la inversión en infraestructura. Estos recortes detuvieron importantes proyectos —a veces

incluso rezagando el gasto de mantención— en los sectores energético, de infraestructura portuaria, de riego y de carreteras.

Las consecuencias no resultaron ajenas a las empresas privadas. La falta de mantenimiento ha llevado a acortar la vida útil de las instalaciones y reducir la capacidad disponible y la eficiencia en la prestación de servicios, afectando así la productividad del conjunto de las actividades productivas. Ejemplos de ello son la limitación de las exportaciones generada por la falta de instalaciones portuarias; la caída de la producción por cortes de energía eléctrica debidos a falta de mantenimiento o de expansión y el deterioro del abastecimiento por falta de carreteras. Como hecho ilustrativo de este proceso en la región, cabe señalar que en 1990-1994 la inversión en construcción no residencial, salvo en Chile, no tuvo una recuperación total de la fuerte caída experimentada a partir de 1982 (cuadro 2). Un estudio realizado por el Banco Mundial y citado en Burki y Edwards (1995) deriva algunas consecuencias de este hecho, al señalar que la región enfrenta serios déficit en la generación de energía eléctrica, las obras viales, el abastecimiento de agua y las telecomunicaciones, y que la provisión del capital necesario para un crecimiento liderado por las exportaciones exigiría que la inversión en infraestructura aumentara en 60 mil millones de dólares anuales en los próximos diez años (cifra equivalente a un 4.4% del PIB anual de la región).

A la luz del proceso de reformas estructurales que se generalizó a fines de los años ochenta se podría pensar que le cabe al sector privado hacerse cargo de este gasto. Sin embargo, las cifras de inversión privada de 1978-1994 (cuadro 2) no muestran una tendencia diferente a la experimentada por la inversión pública, por lo que habría que preguntarse si no se necesita un esfuerzo conjunto. Existe un debate ya antiguo pero aún pertinente al respecto: por una parte, se piensa que el aumento de la inversión pública eleva la tasa de acumulación de capital por sobre aquella deseada por los agentes privados, con la consecuente disminución del gasto en maquinaria y equipos por parte de éstos. Sin embargo, el gasto en capital destinado a infraestructura tiene también una relación complementaria con la inversión privada, por lo que habría que evaluar el efecto predominante. En América Latina, el limitado desarrollo de las estadísticas no permite hacer ejercicios rigurosos. Servén y Solimano (1993b), considerando una muestra de nueve países latinoamericanos en el período 1982-1988, encontraron que la contracción de los gastos en la formación bruta de

capital fijo del sector público explicaba una caída anual en la inversión privada de 0.5% del PIB. Respecto de Estados Unidos, por otra parte, Aschauer (1989a y 1989b) comprueba que el gasto del sector público en infraestructura y en maquinaria y equipo no militar complementa al capital privado en la producción de bienes y servicios, al elevar tanto la rentabilidad como la productividad del capital privado. Respecto de este último efecto, dicho autor hace hincapié en la estrecha relación entre la productividad total de los factores y el capital público, y destaca que la caída de la productividad a partir de 1970 fue precedida por la reducción de la inversión pública.

Se puede argumentar que por más que se pruebe el efecto de complementariedad entre la inversión pública y la privada, en la región no existe financiamiento para la primera, lo que expone a los países bajo dicho estímulo al rebrote del proceso inflacionario. De hecho, en algunos países se puede relacionar estrechamente el proceso de privatizaciones con las necesidades de equilibrar las finanzas públicas para poder controlar la inflación. Sin embargo, cabría hacer aquí algunas reflexiones sobre la privatización y el futuro de la inversión pública.

En primer lugar, si se analiza la distribución sectorial de las privatizaciones (Cominetti, 1995), puede concluirse que dentro de los servicios de utilidad pública el proceso se ha orientado hacia los sectores de telecomunicaciones y electricidad, los que una vez desregulados se hicieron rentables para los agentes privados; pero ha sido mucho más débil en el sector de infraestructura —agua, puertos y carreteras—, cuya rentabilidad no es tan clara y en el cual la inversión resulta más riesgosa. En estas áreas, como sucede en el mundo desarrollado, el sector público tiene un papel importante que desempeñar tanto en el financiamiento (incluida la obtención de recursos externos) como en el liderazgo de la formación de sociedades de inversión con el sector privado. De hecho, muchas de estas inversiones son de larga maduración, y el sector privado no las identifica fácilmente o no les resultan rentables.

En segundo lugar, el proceso de privatización en América Latina ha adolecido de diversas fallas (Devlin y Cominetti, 1994), y persisten algunas que obstaculizan el proceso de acumulación, como la falta de regulación en mercados no competitivos— por la cual las supuestas ganancias de eficiencia derivadas de la privatización no han sido traspasadas a la comunidad a través de menores precios— y los escasos avances en la cobertura y calidad de los servicios. Esto permi-

te concluir que hasta ahora la mejora en los servicios por su venta al sector privado nacional o extranjero no siempre se ha hecho evidente.

En tercer lugar, dado que en muchos casos prevaleció el criterio de recaudar ingresos en el corto plazo, sólo excepcionalmente se estimuló un proceso de acumulación en los sectores privatizados, incorporando explícitamente en las condiciones de la licitación el fomento a nuevas inversiones. Así hicieron Bolivia y Perú. En Bolivia, el mecanismo de capitalización obliga a los socios estratégicos a aportar el 50% del valor de la empresa en el momento de la compra. En Perú, se establecieron cláusulas de inversiones futuras al momento de la licitación, con compromisos definidos en montos y fechas; con esto el sector público percibió entre 1992 y 1994, por 83 empresas vendidas, un monto equivalente a 3 544 millones de dólares, y que se comprometieron proyectos de inversión por 4 067 millones (Cominetti, 1995). En el resto de los países, las empresas privatizadas que ampliaron su capital e inversiones han sido de telecomunicaciones y energéticas (hidroeléctricas, de gas y de petróleo), o grandes empresas mineras con amplio potencial de expansión. Sin embargo, como en muchos de los países este proceso es reciente, tal vez aún no se vea reflejado en las cifras de formación bruta de capital fijo a nivel global.

#### 4. Estimaciones empíricas de los factores determinantes de la inversión

Con el fin de evaluar el efecto del entorno macroeconómico y de la restricción financiera en la inversión, se estimaron funciones de inversión productiva, medidas como coeficientes del PIB, para ocho países que disponían de cifras sobre el período 1970-1994 (cuadro 6). El ejercicio se efectuó mediante un modelo de ajuste parcial, que se ha usado tradicionalmente para reflejar la dinámica de un proceso de ajuste a un acervo de capital deseado. Las variables explicativas se pueden agrupar en: i) las relacionadas con el efecto acelerador del ingreso (variación del PIB o grado de uso de la capacidad instalada); ii) los precios relativos (entre los que se incluye el costo del capital, un índice aproximado de la Q de Tobin y la relación de precios del intercambio); iii) un indicador de inestabilidad, como el coeficiente de variabilidad del IPC, de la tasa de interés real o del tipo de cambio real, siendo este último el que permitió obtener mejores resultados, y iv) debido a que no se dispuso de un indicador adecuado para medir la restricción financiera, un indica-

## América Latina (ocho países): Estimación del efecto del contexto macroeconómico en la inv

Inversión en como % del PIB	Relación de precios			Demanda		Peso de la deuda <sup>f</sup>	Inesta- bilidad!?
	TI <sup>a</sup>	Q de Tobin <sup>b</sup>	CK <sup>c</sup>	% del PIB <sup>d</sup>	UCAP*		
Argentina (1971-1994)	-	-	-0.002 (-2.4) <sup>1</sup>	-	-	-	-0.03 (-3.3)
Brasil: IPROD/PIB <sup>k</sup> (1971-1994)	-	-	-	-	0.11 (3.2)	-0.04 (3.8)	-0.04 (-4.9)
Colombia: IMYE/PIB <sup>l</sup> (1971-1994)	-	-	-0.03 (-1.9)	0.02 (3.1)	-	-	0.13 (0.19)
Costa Rica: IMYE/PIB (1971-1994)	-	-	-0.11 (-3.80)	-	0.26 (3.6)	-	-0.08 (-1.0)
Chile: IMYE/PIB (1971-1994)		0.04 (5.6)			0.06 (2.0)	-0.8 (-2.8)	-0.02 (-0.7)
(1971-1984)	-	0.07 (5.3)	-	-	0.07 (3.4)	-0.01 (-4.3)	-0.03 (-1.5)
México: IMYE/PIB (1971-1994)					0.44 (7.8)	-0.15 (-1.5)	-0.04 (-2.2)
(1982-1994)	-	-	-	-		-0.06 (-1.4)	-10.0 (-2.5)
Perú: IMYE/PIB (1971-1994)	0.06 (2.5)			0.10 (2.6)		-0.07 (-1.9)	
(1983-1994)	0.06 (5.2)	-	-		-		-0.04 (5.8)
Venezuela: IPROD/PIB (1971-1994)	0.04 (1.2)	0.58 (2.54)	-	-	-	-	-0.38 (-1.9)

Fuente: Elaboración propia sobre la base de las cuentas nacionales en el caso de IPROD/PIB, IMYE/PIB, CK y variación anual del PIB; con el peso de la deuda, y con datos del FMI, *International Financial Statistics*, para el Q de Tobin y la inestabilidad.

<sup>a</sup> TI: índice de la relación de precios del intercambio, exportaciones FOB - importaciones CIF (1980=100).

<sup>b</sup> Q de Tobin: índice del valor de las acciones deflactado por el IPC (1980=100).

<sup>c</sup> CK: Relación deflactor de la inversión bruta en capital fijo/deflactor del PIB.

<sup>d</sup> Porcentaje del PIB: Variación anual del PIB (diferencia logarítmica).

<sup>e</sup> UCAP: Cuociente entre el producto efectivo y el producto potencial, este último estimado mediante el método de valores máximos (1980=100)

<sup>f</sup> Peso de la deuda: índice del cuociente deuda total/exportaciones o servicio deuda/exportaciones (1980=100).

<sup>g</sup> Inestabilidad: índice compuesto por el coeficiente de variación anual del IPC, o del tipo de cambio real o de la tasa de interés real, a partir de

<sup>h</sup> Variable dependiente rezagada.

<sup>i</sup> Test de correlación.

<sup>j</sup> Las cifras entre paréntesis corresponden a las estadísticas T de Student.

<sup>k</sup> IPROD/PIB: índice del cuociente inversión productiva (maquinaria y equipo + inversión no residencial)/PIB (1980=100)

<sup>l</sup> IMYE/PIB: índice del cuociente de inversión en maquinaria y equipo/PIB (1980=100).

dor del peso de la deuda (medido por el monto de la deuda externa total o del servicio financiero) sobre las exportaciones de bienes y servicios, suponiendo que este indicador se relaciona inversamente con la disponibilidad de financiamiento del sector privado.

Los resultados muestran que en Brasil y México los indicadores de precios relativos no resultaron de significación, siendo el uso de la capacidad, la inestabilidad y el peso de la deuda las variables que explicaron más del 90% de la varianza del coeficiente de inversión productiva. Sólo en tres de ocho países los indicadores del costo de la inversión y de rentabilidad tuvieron impacto significativo. Sin embargo, se verificó que los coeficientes de riesgo, medidos por los coeficientes de variación de la inflación mensual, tipo de cambio real o tasa de interés real, tuvieron un efecto negativo y significativo en todos aquellos países que han atravesado fuertes períodos de inestabilidad, como Argentina, Brasil, México y Perú. En Colombia, Costa Rica y Chile (en este último país a partir de 1985), se comprueba que la inversión no fue afectada en forma apreciable por la variabilidad de los precios fundamentales.

## IV

### Las políticas de estímulo a la inversión

De lo analizado en este artículo se puede concluir, en primer lugar, que la estabilidad macroeconómica, sin ser suficiente, sí es básica para generar un clima favorable a la inversión, y que al gobierno le corresponde mantenerla. No bastan éxitos coyunturales en materia de estabilización o crecimiento, si no están apoyados en la evolución de los fundamentos macroeconómicos.

La experiencia de inicios de los años ochenta y nuevamente en los noventa, cuando la disponibilidad de financiamiento externo se combinó con el estímulo al gasto, muestra el peligro de caer en crisis de balanza de pagos, o en severos ajustes de la actividad económica para evitarlas, con un corolario de fuertes fluctuaciones en los precios claves y el consecuente desincentivo a la inversión. Esto sugiere que un proceso de crecimiento moderado y coherente con la evolución del PIB potencial, y con precios estables y predecibles, asegura un potencial mayor de crecimiento en el futuro.

En segundo lugar, los empresarios latinoamericana-

En aquellos países donde el ajuste de la demanda interna fue repentino, fuerte y prolongado, el índice de uso de la capacidad instalada (producto efectivo/producto potencial) fue significativo y tuvo un impacto más importante que el de los precios relativos sobre la inversión. Este resultado era de esperar, ya que dichos países enfrentaron una fuerte restricción de las ventas, las que se fueron recuperando lentamente, pero generó al mismo tiempo una gran subutilización de la capacidad instalada y anuló los requerimientos de inversión. La reorientación productiva hacia los mercados externos, con la consecuente necesidad de modernizar y de elevar la productividad, motivó posteriormente, sobre todo desde comienzos de los años noventa, una nueva dinámica en la inversión. En el caso de los indicadores del peso de la deuda, en cuatro de los países más afectados por la crisis de los años ochenta (Brasil, Chile, México y Perú) las variables exhibieron el signo negativo esperado y significativo; es decir, un mayor pago por el servicio de la deuda reduce el ahorro para financiar la inversión, mientras que un mayor nivel de endeudamiento eleva el coeficiente de riesgo país y la factibilidad de conseguir recursos externos.

nos dan muestra de un comportamiento más bien conservador, con marcada aversión al riesgo, lo que no es de extrañar en escenarios macroeconómicos aún frágiles y con reformas económicas en proceso de consolidación. Ingresan con cautela a los nuevos escenarios de reformas económicas y demoran en confiar en las nuevas políticas mientras ellas no muestren cierto grado de permanencia en el tiempo, dado que las inversiones son de largo aliento y una vez realizadas es costoso revertirlas. Así, la reacción de la inversión privada frente a reformas estructurales recientes ha sido más bien lenta. Las modificaciones de políticas ocurridas en algunos países o la aplicación de reformas conforme a políticas macroeconómicas inconsistentes tampoco han contribuido a generar un clima favorable a la inversión. Por eso es fundamental la coherencia entre la política económica y las reformas, así como su estabilidad en el tiempo.

En tercer lugar, la caída de la inversión pública en los años ochenta condujo en muchos países a un

grave deterioro de la infraestructura de sectores en que esa inversión se complementa con la privada, dotándolos de externalidades positivas (se trata de los energéticos, de telecomunicaciones, de infraestructura portuaria y de carreteras). Para aumentar la competitividad y seguir fomentando el proceso exportador, estos países tendrán que emprender en el próximo quinquenio grandes proyectos de inversión en las áreas señaladas. La cooperación con el sector privado, a través de regímenes de concesiones, cogestión o explotación conjunta, ha resultado ser una fórmula que permite cofinanciar los proyectos, compartiendo una carga que anteriormente era enfrentada únicamente por el Estado. Ejemplos de esta cooperación, que se está difundiendo en la región, son: la construcción de carreteras, que en algunos casos (el de México, por ejemplo) se ha dejado totalmente en manos del sector privado, el que recupera la inversión con cobros directos a los usuarios según tarifas reguladas por el Estado; y proyectos de financiamiento conjunto o subsidiados por el Estado cuando las externalidades son múltiples (menor contaminación, mejoramiento del medio ambiente, eliminación de atochamientos de tráfico y de ruidos, entre otras).

Respecto de las telecomunicaciones y del sector energético, hay consenso en que es necesario superar tanto el modelo tradicional de servicio público como el de monopolio privado. Hoy, la necesidad de regulaciones que estimulen y hagan viable la competencia privada al efectuarse las privatizaciones, así como de cláusulas y compromisos relativos a la cobertura, la inversión y la modernización de los servicios, está presente en los debates nacionales. El proceso reciente de asociación pública con la inversión privada en el sector sanitario en Chile y las privatizaciones ya encaminadas en Bolivia y Perú en los últimos años se mueven en esa dirección.

Entre los instrumentos de política, uno que se ha desarrollado poco en la región es el establecimiento de incentivos tributarios a la inversión empresarial. La presión impositiva en los países de la región, a pesar de las reformas, continúa siendo baja y aún se encuentra en marcha la modernización administrativa y de control de la evasión. La estructura del sistema también admite nuevas modificaciones tendientes a generar incentivos tributarios para la reinversión de utilidades en las empresas. Un mecanismo aplicado en otros países es el de trasladar la carga tributaria desde las empresas a las personas, eximiendo a las utilidades reinvertidas en las empresas.

La reforma tributaria chilena de 1984 buscó explícitamente generar incentivos tributarios en favor del ahorro de las empresas, a través de la reinversión de utilidades. Esta reforma redujo significativamente la tasa marginal de impuestos sobre las utilidades retenidas de las empresas, en comparación con la que grava las utilidades distribuidas; igualó el tratamiento tributario de las sociedades anónimas y limitadas, eliminando el impuesto adicional a las primeras; gravó las utilidades retenidas solamente con el impuesto de 10% de primera categoría; quitó las utilidades retenidas de la base imponible de los empresarios de sociedades limitadas y homogeneizó el crédito tributario del impuesto de primera categoría a todos los empresarios. Tras la entrada en vigencia de la reforma, el ahorro de las empresas aumentó desde 8.0% a 16.3% del PIB entre 1986 y 1994. A tal logro han contribuido también un crecimiento anual medio del PIB de más de 6%, un rápido desarrollo financiero, un clima de estabilidad macroeconómica y la permanencia de los incentivos.

Otro mecanismo que no ha sido suficientemente difundido es el financiamiento de la capacitación del personal con una reducción impositiva equivalente, es decir, el fomento a la inversión en capital humano. Este instrumento ha tomado diferentes formas (adiestramiento en institutos especializados, capacitación en el exterior, acuerdos entre organizaciones empresariales y universidades), con las cuales se eleva la productividad laboral y se mejora la competitividad empresarial.

Finalmente, el esfuerzo de ahorro del sector público en los años noventa no fue acompañado por uno similar del sector privado, lo que ha limitado la disponibilidad de financiamiento interno de la inversión. La reforma financiera no siempre ha favorecido el proceso de inversión, sea porque no se desarrollaron instrumentos de largo plazo adecuados o porque no se abordaron de la mejor manera las tareas de completar mercados, atendiendo a sectores marginados del crédito. Asimismo, las altas tasas de interés internas, con diferencias extremadamente grandes respecto de las internacionales, no ayudaron a crear condiciones competitivas para nuevos proyectos de inversión. En la actualidad, algunos países están aplicando políticas destinadas a vincular el ahorro financiero con la inversión, a mejorar la regulación prudencial y la supervisión bancarias, a ampliar y difundir instrumentos de largo plazo y a regular el flujo internacional de capitales, pero ellas no se han generalizado en la región.

## Bibliografía

- Amadeo, E. J. (1993): Adjustment, stabilization, and investment performance: Chile, Mexico and Bolivia, L.E. Bacha (ed.), *Savings and Investment Requirements for the Resumption of Growth in Latin America*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Aschauer, D. (1989a): Is public expenditure productive? *Journal of Monetary Economics*, N° 23, Amsterdam, North-Holland Publishing Company.
- \_\_\_\_\_(1989 b): Does public capital crowd private capital?, *Journal of Monetary Economics*, N° 24, Amsterdam, North-Holland Publishing Company.
- Bacha, L. E. (ed.) (1993a): *Savings and Investment Requirements for the Resumption of Growth in Latin America*, Washington D.C., BID.
- \_\_\_\_\_(1993b): Public sector savings: The cases of Argentina, Brazil and Colombia, *Savings and Investment Requirements for the Resumption of Growth in Latin America*, Washington D.C., BID.
- Burki, S. y S. Edwards (1995): *América Latina y la crisis mexicana: nuevos desafíos*, Serie documentos de trabajo, N° 235, Santiago de Chile, Centro de Estudios Públicos (CEP).
- Cárdenas, M. y M. Olivera (1995): *La crítica de Lucas y la inversión en Colombia: nueva evidencia*, Santa Fe de Bogotá, Departamento Nacional de Planeación (DNP), Unidad de Análisis Macroeconómico.
- Cardoso, E. (1993): Macroeconomic environment and capital formation in Latin America, L. Servén y A. Solimano (eds.), *Striving for Growth after adjustment. The role of capital formation*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Chisari, O., J.M. Fanelli, R. Frenkel y G. Rozenwurcel (1993): Argentina and the role of fiscal accounts, L.E. Bacha (ed.), *Savings and investment requirements for the resumption of growth in Latin America*, Washington, D.C., BID.
- Cominetti, R. (1995): El proceso de privatización en América Latina, Santiago, de Chile, CEPAL, mimeo.
- Corbo, V. y P. Rojas (1993): Investment, macroeconomic stability and growth: The Latin American experience, *Revista de análisis económico*, vol. 8, N° 1, Santiago de Chile, Instituto Latinoamericano de Doctrina y Estudios Sociales (ILADES).
- De Melo, J. y J. Tybout (1986): The effects of financial liberalization on savings and investment in Uruguay, *Economic Development and Cultural Change*, vol. 34, N° 3, Chicago, 111, The University of Chicago, abril.
- Devlin, R. y R. Cominetti (1994): *La crisis de la empresa pública, las privatizaciones y la equidad social*, Serie de reformas de política pública, N° 26, LC/L. 832, Santiago de Chile, CEPAL.
- Dias Carneiro, D. y R. L. Werneck (1993): Obstacles to investment resumption in Brazil, L.E. Bacha (ed.), *Savings and Investment Requirements for the Resumption of Growth in Latin America*, Washington, D.C., BID.
- Dixit, A. (1992): Investment and hysteresis, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 6, N° 1, Menasha, Wis., The American Economic Association.
- Dixit, A. y R. Pyndick (1993): *Investment under Uncertainty*, Princeton, N.J., Princeton University Press.
- Greene, J. y D. Villanueva (1990): La inversión privada en los países en desarrollo: un análisis empírico, A. Villagómez (comp.), *El financiamiento del desarrollo en América Latina: la movilización del ahorro interno*, México, D.F., Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).
- Held, G., D. Titelman y A. Uthoff (1995): Ahorro, instituciones financieras y formación de capital en América Latina y el Caribe, Santiago de Chile, octubre, mimeo.
- Hofman, A. (1995): Capital stock in Latin America: A 1994 update, mimeo. (Por publicarse en *Cambridge Journal of Economics*).
- Larraín B., F. Vergara y R. Vergara (1993): Inversión y ajuste macroeconómico: el caso del este de Asia, *El trimestre económico*, vol. 60 (2), N° 238, abril-junio.
- Love, J. (1989): Export instability, imports and investment in developing countries, *The Journal of Development Studies*, vol. 25, N° 2, Londres, Frank Cass & Co. Ltd., enero.
- Ocampo, J. A., L. Londoño y L. Villar (1988): Saving and investment in Colombia, R. Werneck (ed.), *Saving and investment in Latin America Report 207*, Ottawa, Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID).
- Pyndick, R. (1991): Irreversibility, uncertainty, and investment, *Journal of Economic Literature*, vol. xxix, N° 3, Menasha, Wis., The American Economic Association.
- Pyndick, R. y A. Solimano (1993): Economic instability and aggregate investment, *Policy Research Working Papers*, N° 1148, Washington, D.C., Banco Mundial, junio.
- Rama, M. (1993): Empirical investment equations in developing countries, L. Servén y A. Solimano, *Striving for Growth after Adjustment, The Role of Capital Formation*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Sánchez, F., y E. Lora (1993): Savings, investment, and growth perspectives in Colombia, L.E. Bacha (ed.), *Savings and Investment Requirements for the Resumption of Growth in Latin America*, Washington, D.C., BID.
- Servén L. y A. Solimano (eds.) (1993a): *Striving for Growth after Adjustment. The Role of Capital Formation*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- \_\_\_\_\_(1993 b): Economic adjustment and investment performance in developing countries: The experience of the 1980s, *Striving for Growth after Adjustment. The Role of Capital Formation*, Washington, D.C., Banco Mundial
- \_\_\_\_\_(1995): La inversión privada y el ajuste macroeconómico: una evaluación, A. Villagómez (comp.), *El financiamiento del desarrollo en América Latina: la movilización del ahorro interno*, México, D.F., CEMLA.
- Schmidt-Hebbel K., L. Servén y A. Solimano (1994): Saving, investment and growth in developing countries: an overview, *Policy Research Working Paper*, N° 1382, Washington, D.C., Banco Mundial, noviembre.
- Solimano, A. (1989): How private investment reacts to changing macroeconomic conditions: the case of Chile in the 1980s, *Policy, Planning, and Research Working Papers*, N° 212, Washington, D.C., Banco Mundial.