

# MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO

## La inversión y el ahorro en América Latina: nuevos rasgos estilizados, requerimientos para el crecimiento y elementos de una estrategia para fortalecer su financiamiento

Sandra Manuelito  
Luis Felipe Jiménez



NACIONES UNIDAS

CEPAL

# MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO

## La inversión y el ahorro en América Latina: nuevos rasgos estilizados, requerimientos para el crecimiento y elementos de una estrategia para fortalecer su financiamiento

Sandra Manuelito  
Luis Felipe Jiménez



NACIONES UNIDAS

CEPAL

Este documento fue preparado por Sandra Manuelito, Oficial de Asuntos Económicos, y Luis Felipe Jiménez, Experto de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Los autores agradecen la colaboración de Jorge Carvajal en la elaboración de las estimaciones incluidas en el capítulo I. Asimismo, en el capítulo II agradecen la colaboración de Claudio Aravena en las simulaciones allí incluidas. Los autores se beneficiaron además de los valiosos comentarios realizados por Juan Alberto Fuentes y Ramón Pineda.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la organización.

---

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN 1680-8843

LC/L.3603

Copyright © Naciones Unidas, abril de 2013. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

---

Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Solo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## Índice

---

<b>Introducción</b> .....	7
<b>I. Aspectos macroeconómicos y financieros de la inversión en América Latina y el Caribe</b> .....	9
A. Rasgos estilizados de la inversión .....	9
1. La evolución de los niveles de inversión.....	9
2. Composición de la formación bruta de capital fijo: maquinaria y equipo y construcción.....	10
3. Composición de la formación bruta de capital fijo: inversión pública e inversión privada.....	12
4. Inversión en infraestructura.....	15
B. Rasgos macroeconómicos estilizados de las fuentes de financiamiento de la inversión.....	15
1. Composición del ahorro: ahorro nacional y ahorro externo.....	15
2. Composición del ahorro: ahorro público y ahorro privado .....	19
3. Participación del excedente de explotación en el total del ingreso .....	22
C. Rasgos estilizados de los sistemas financieros y del financiamiento externo y sus consecuencias para la inversión .....	24
1. Los sistemas financieros.....	24
2. Principales componentes del financiamiento externo.....	29
<b>II. Principales tendencias desde 1980 al presente en una perspectiva de la contabilidad del crecimiento y las necesidades de inversión</b> .....	43
A. Rasgos estilizados de las fuentes del crecimiento en la región .....	44
B. Convergencia económica y las necesidades de inversión.....	48
C. Estimaciones de necesidades de inversión en infraestructura ..	48

<b>III. Aspectos de una estrategia para el fortalecimiento del financiamiento de la inversión en la región</b> .....	51
A. Aspectos financieros del fortalecimiento de la inversión en infraestructura.....	52
B. El financiamiento de la inversión pública.....	52
1. Alianzas público/privadas para la provisión de bienes públicos.....	54
2. Marcos regulatorios para la provisión privada de servicios básicos.....	55
C. Los componentes de una estrategia de desarrollo financiero.....	56
1. Sistemas bancarios para el financiamiento de la inversión: desafíos que enfrenta la banca privada y el rol catalítico de los bancos públicos de fomento.....	57
2. Reformas institucionales para la creación y desarrollo de mercados de capitales y de bonos en apoyo de la inversión.....	58
3. La regulación de los flujos de capitales externos en el financiamiento de la inversión.....	59
<b>IV. Síntesis</b> .....	63
A. Fortalecer la inversión pública.....	65
B. Desarrollo financiero para apoyar la inversión privada.....	66
C. Enfrentar la variabilidad de algunos componentes del financiamiento externo.....	66
<b>Bibliografía</b> .....	67
<b>Anexo estadístico</b> .....	69
<b>Serie Macroeconomía del Desarrollo: números publicados</b> .....	109

#### Índice de cuadros

CUADRO I.1	INVERSIÓN PÚBLICA.....	13
CUADRO I.2	INVERSIÓN PRIVADA.....	14
CUADRO I.3	INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA EN PAÍSES SELECCIONADOS.....	15
CUADRO I.4	AMÉRICA LATINA: AHORRO TOTAL.....	17
CUADRO I.5	AMÉRICA LATINA: AHORRO NACIONAL.....	17
CUADRO I.6	AMÉRICA LATINA: AHORRO EXTERNO.....	18
CUADRO I.7	AHORRO PÚBLICO BRUTO.....	20
CUADRO I.8	AHORRO PRIVADO BRUTO.....	20
CUADRO I.9	AHORRO PÚBLICO NETO.....	21
CUADRO I.10	AHORRO PRIVADO NETO.....	21
CUADRO I.11	CONSUMO DE CAPITAL FIJO.....	22
CUADRO I.12	PARTICIPACIÓN DEL EXCEDENTE DE EXPLOTACIÓN Y DE LA REMUNERACIÓN DE LOS EMPLEADOS EN EL PIB.....	23
CUADRO I.13	EXCEDENTE DE EXPLOTACIÓN.....	24
CUADRO I.14	AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): CRÉDITO POR SECTORES.....	26
CUADRO II.1	AMÉRICA LATINA: RASGOS DEL CRECIMIENTO DEL PIB Y DE SUS DETERMINANTES, 1981-2010.....	45
CUADRO II.2	AMÉRICA LATINA: CONTRIBUCIÓN DE LOS DETERMINANTES CERCANOS DEL CRECIMIENTO SEGÚN PERÍODOS.....	46
CUADRO II.3	AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): ESFUERZO DE INVERSIÓN REQUERIDO PARA CERRAR EN UN 50% LAS BRECHAS DE PIB PER CÁPITA RESPECTO DEL PROMEDIO OCDE EN 20 AÑOS.....	49
CUADRO II.4	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: NECESIDADES DE GASTOS ANUALES EN INFRAESTRUCTURA PROYECTADOS 2006-2020.....	50

**Índice de gráficos**

GRÁFICO I.1	AMÉRICA LATINA: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR SUB-REGIONES .....	10
GRÁFICO I.2	AMERICA LATINA: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR COMPONENTES.....	11
GRÁFICO I.3	AMERICA LATINA: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO .....	11
GRÁFICO I.4	AMÉRICA LATINA: FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN .....	16
GRÁFICO I.5	AMÉRICA LATINA: MÁRGENES DE TASAS DE INTERES EN EL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL Y TASAS ACTIVAS, 2001 Y 2011.....	27
GRÁFICO I.6	AMERICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL .....	28
GRÁFICO I.7	AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): COEFICIENTE DE ROTACIÓN EN LOS MERCADOS ACCIONARIOS .....	28
GRÁFICO I.8	AMÉRICA LATINA: COMPONENTES DE LA BALANZA EN EN CUENTA CORRIENTE .....	30
GRÁFICO I.9	AMÉRICA LATINA: FLUJOS NETOS DE IED, INVERSIÓN DE CARTERA Y PASIVOS NETOS DE OTRA INVERSIÓN.....	32
GRÁFICO I.10	INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA ECONOMÍA DECLARANTE Y EN EL EXTRANJERO DE LOS SEIS MAYORES RECEPTORES.....	33
GRÁFICO I.11	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PROYECTOS NUEVOS DE IED, ( <i>GREENFIELD INVESTMENT</i> ), 2003-2010 .....	34
GRÁFICO I.12	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: NÚMERO DE PROYECTOS NUEVOS DE IED, ( <i>GREENFIELD INVESTMENT</i> ), 2003-2010 .....	35
GRÁFICO I.13	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: IED, FUSIONES Y ADQUISICIONES, 1990-2010 .....	36
GRÁFICO I.14	AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: IED, NÚMERO DE OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES, 1990-2010.....	37
GRÁFICO I.15	INVERSIÓN EXTERNA DE CARTERA EN LOS SEIS PAÍSES DE MAYOR DESARROLLO FINANCIERO INTERNO.....	38
GRÁFICO I.16	AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE BONOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES, POR SECTOR.....	40



## Introducción

---

Durante la primera década del presente siglo, en el contexto de un auge de precios de sus exportaciones, la región experimentó uno de los períodos más prolongados de crecimiento de los últimos 40 años luego de varias décadas durante las cuales, por variadas razones de origen externo e interno, este se mantuvo en bajos ritmos. A la luz de esa experiencia, diversos análisis del desempeño de la región han centrado su atención en los requisitos que supone lograr un crecimiento sostenido, en términos de acumulación de factores (capital y trabajo), avances en la productividad mediante la dinamización de la estructura productiva y los esfuerzos de inversión en materia de creación, adopción y difusión de progreso técnico, y la conformación de marcos macroeconómicos e institucionales conducentes a la plena utilización de capacidades y la expansión de la frontera productiva.

Uno de los rasgos estilizados de la evolución del crecimiento en América Latina han sido los niveles de inversión comparativamente bajos en relación a otras regiones emergentes que en los últimos veinte años elevaron en forma sostenida su crecimiento. No obstante, el análisis ha sido frecuentemente limitado por la escasa disponibilidad de estadísticas adecuadas, en términos de su desagregación en componentes que posibilitaran un mayor examen de los factores causales. Del mismo modo, los niveles de ahorro en la región aparecen como insuficientes, pero los datos respecto de sus fuentes han sido escasos.

Por otra parte, tanto en CEPAL como en otras instituciones, se han venido realizando significativos esfuerzos en orden a dar cuenta de los factores próximos del crecimiento. Dichas actividades han comenzado a rendir frutos para el análisis, siendo uno de los aspectos claves de su contribución la posibilidad de establecer requisitos de formación de capital necesarios para lograr las metas de crecimiento, lo que hace posible dimensionar la magnitud del desafío de alcanzar dichas metas.

Se sigue de lo anterior que las políticas conducentes a esos objetivos forman parte necesaria de la discusión.

En este documento se abordan estos tres aspectos, con el fin de realizar una contribución a la discusión sobre el crecimiento en la región, los requisitos de formación de capital y las políticas que ello supone.

En el primer capítulo se realiza un análisis de los rasgos estilizados de la inversión y de su financiamiento desde el punto de vista macroeconómico, sobre la base de series estadísticas inéditas y que fueron especialmente elaboradas para este estudio. Las mencionadas estadísticas incluyen, en algunos casos, estimaciones, dada la carencia de estadísticas oficiales. Para efectuar esta labor, se tomaron en consideración los registros oficiales disponibles, así como diversas fuentes de información. Con el fin de contribuir al estudio del desempeño de la región en diversos aspectos, las series estimadas se incluyen en un anexo estadístico. El capítulo incluye además una actualización de un diagnóstico previo de los sistemas financieros y del financiamiento externo de la región desde el punto de vista del financiamiento de la inversión<sup>1</sup>.

Para situar en perspectiva el examen de los rasgos estilizados de la inversión y su financiamiento en América Latina, el segundo capítulo emplea un enfoque de contabilidad del crecimiento con el fin de establecer requisitos de acumulación de capital, según el objetivo de convergencia económica que allí se señala. Los resultados son contrastados con la experiencia histórica de crecimiento en la región, contribuyendo así a dimensionar la magnitud de los desafíos. A su vez, el tercer capítulo aborda la discusión de las políticas para enfrentar estos desafíos, desde el punto de vista del financiamiento de la inversión, distinguiendo los casos de la inversión pública, con especial referencia a aquella en infraestructura, y el fomento de la inversión privada. Se incluye allí también, la discusión en torno a la regulación de los flujos externos de carácter financiero, que por su naturaleza variable, han exacerbado recientemente la vulnerabilidad externa de la región, afectando con ello el crecimiento.

El capítulo final sintetiza los principales resultados.

---

<sup>1</sup> Véase Jiménez y Manuelito (2010).

# I. Aspectos macroeconómicos y financieros de la inversión en América Latina y el Caribe

---

## A. Rasgos estilizados de la inversión

### 1. La evolución de los niveles de inversión

Una de las principales recomendaciones de la CEPAL orientadas a elevar las tasas de crecimiento del producto en América Latina, se refiere a la necesidad de incrementar los bajos niveles de inversión que exhibe la región, tanto en comparación con los países desarrollados como con otras regiones emergentes. En términos comparativos y como porcentaje del PIB, la tasa de inversión de América Latina ha sido históricamente inferior a aquella anotada por otras regiones emergentes, y en particular, por Asia en desarrollo, donde esta aumentó desde un 27,8% en 1980 a cifras cercanas al 35% a mediados de los años noventa, y superiores al 40% en la actualidad. En contraste, en el 2008, año en el cual la región anotó la mayor tasa de inversión desde 1980, esta se situó en un 23,6% del PIB, medido en dólares corrientes<sup>2</sup>.

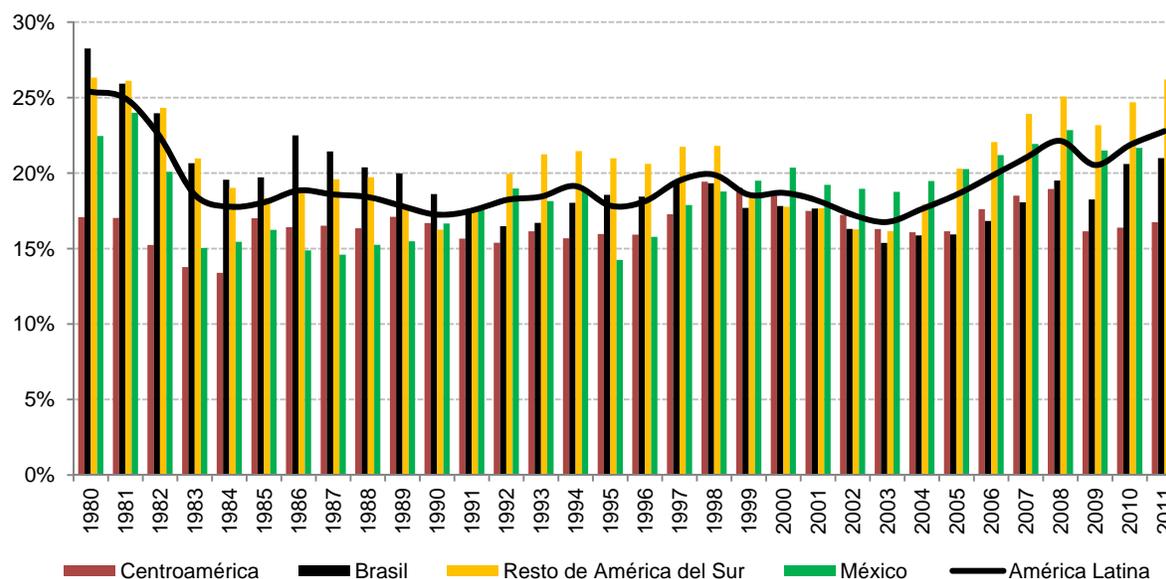
El comportamiento de la inversión al nivel de las sub-regiones ha sido mixto (gráfico I.1). En contraste con el período 2004-2008, durante el cual el alza de las tasas de inversión fue generalizada a todas las sub-regiones, en el período 2010-2011, su recuperación se centró en los países de América del Sur y México. En Centroamérica, la tasa de inversión cayó en forma importante en el 2009, manteniéndose en niveles similares a los

---

<sup>2</sup> Jiménez y Manuelito (2011).

registrados durante la primera mitad de la década de los noventa, y considerablemente inferiores a los máximos anotados en 1998. En México, pese a que la tasa de inversión se recuperó después de la caída del 2009, aún no ha alcanzado los niveles registrados en el 2008. En ambos casos, este bajo desempeño de la inversión encuentra, por un lado, parte de su explicación en las consecuencias de la crisis financiera global en el principal mercado de destino de sus exportaciones (Estados Unidos), y por ende, sobre las perspectivas de crecimiento en esos países, y por otra, en factores locales, tales como posiciones fiscales no consolidadas que dificultaron una acción contracíclica a través de aumentos en la inversión pública, por ejemplo, y situaciones de inestabilidad social y política en ciertos casos.

**GRÁFICO I.1**  
**AMÉRICA LATINA: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR SUB-REGIONES**  
(Dólares constantes del 2005, como porcentaje del PIB)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

## 2. Composición de la formación bruta de capital fijo: maquinaria y equipo y construcción

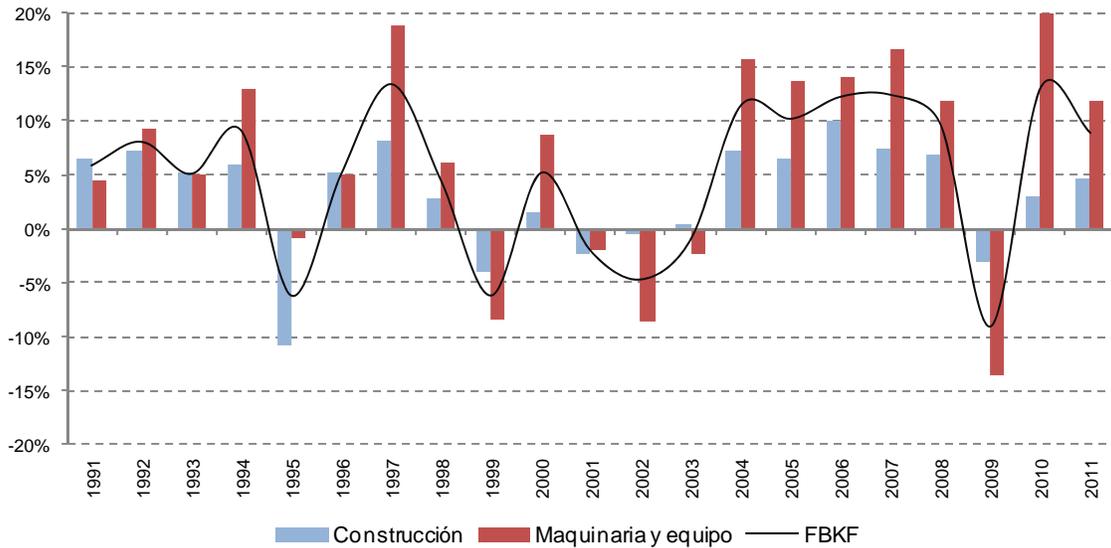
En el período 1990-2011 el aumento de la formación bruta de capital fijo se dio con mayor intensidad en su componente de maquinaria y equipo (gráfico I.2). Este incremento fue más notorio en el período 2004-2011, apoyado, entre otros factores, en la expansión del consumo interno con la consecuente necesidad de expandir la capacidad de oferta, la continuidad en la disponibilidad de crédito y las apreciaciones de las monedas nacionales con relación al dólar, lo que abarató los precios en moneda nacional de los bienes de capital importados.

Durante el período 1990-2003, es decir en los años previos al auge en los precios internacionales de bienes primarios, la formación bruta de capital fijo creció a una tasa promedio anual de 2,7%, con tasas de crecimiento promedio anual de la inversión en construcción de 1,9% y de inversión en maquinaria y equipo de 3,7%. Estas tasas aumentaron considerablemente en el período 2004-2011: la formación bruta de capital fijo se expandió a una tasa promedio anual de 8,5%, con tasas de crecimiento de la inversión en construcción y en maquinaria y equipo de 5,3% y 11,4%, respectivamente.

De esta forma, la contribución de la inversión en maquinaria y equipo al crecimiento de la formación bruta de capital fijo aumentó en forma considerable a partir de fines de la década de los noventa. Así, a comienzos de esta década la construcción representaba alrededor de un 55% de la formación bruta de capital fijo y la maquinaria y equipo alrededor de un 45%. Al final de la primera

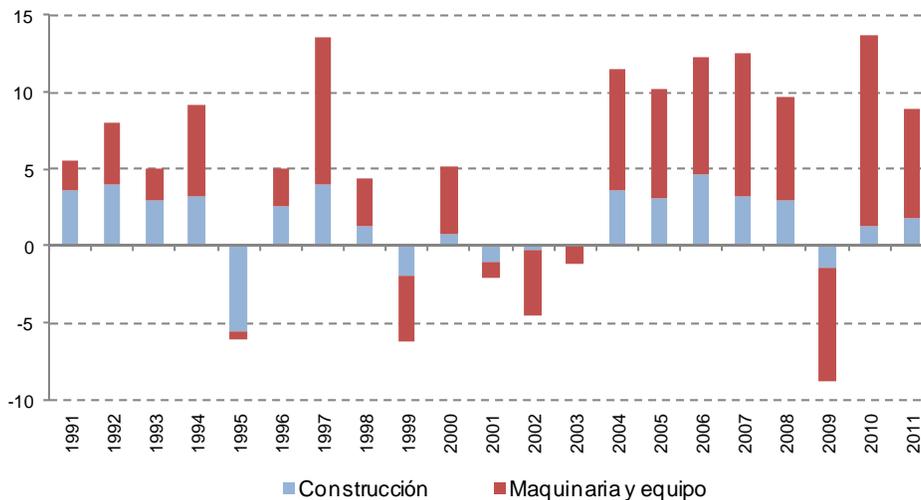
década de los 2000 estos porcentajes se invirtieron, de modo tal que al 2011 la construcción representa cerca de un 45% a la vez que la de maquinaria y equipo representa un 55% (gráfico I.3).

**GRÁFICO I.2**  
**AMÉRICA LATINA: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR COMPONENTES**  
*(Dólares constantes del 2005, tasas de variación anual)*



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

**GRÁFICO I.3**  
**AMÉRICA LATINA: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
*(Dólares constantes del 2005, en porcentajes)*



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Además de ser el factor más dinámico de la inversión, el componente de maquinaria y equipo es también el que exhibe una mayor variabilidad. Como se aprecia en los gráficos I.2 y I.3, las caídas se corresponden con episodios críticos globales y regionales, los cuales se tradujeron en una desaceleración importante, si no una contracción, de la actividad económica en la región (i.e. la crisis de México en 1995, la crisis asiática en 1998-1999 y la crisis financiera global en 2008-2009), a la vez que las alzas se observan en períodos de mayor dinamismo de la economía regional, en particular el periodo 2004-2008, el cual corresponde a un ciclo de auges de precios de materias primas, de la mano de aumentos en la demanda mundial por este tipo de productos y por incrementos importantes en el ingreso de los países más especializados en la producción y exportaciones de materias primas.

En otras palabras la evolución de la inversión en la región ha estado fuertemente marcada por las crisis internas y los cambios en las condiciones financieras externas que esta ha enfrentado, y los ciclos económicos asociados. Como se verá en las secciones siguientes, este insuficiente desempeño también se vincula con la reacción de los gobiernos frente a esas crisis, en particular en el caso de la inversión pública (y en especial en infraestructura), y con el mediocre desempeño de la inversión privada. Ambos factores están tras el cambio de composición de la inversión discutido en esta sección. La relevancia de ello radica en que, dado el nivel de desarrollo de los países de la región, que suelen exhibir significativas insuficiencias en su dotación de infraestructura, las reducciones de inversión pública en este componente conllevan pérdidas de potencial de crecimiento, en razón de las externalidades positivas para la productividad de los sectores productivos que suele caracterizar a la inversión en infraestructura.

### **3. Composición de la formación bruta de capital fijo: inversión pública e inversión privada**

Los cuadros I.1 y I.2 muestran para los países de América Latina la inversión pública y la inversión privada como porcentaje del PIB para el período 1980-2010. Se dividió este periodo en sub-periodos, considerando como los años de separación aquellos en los cuales los países de la región se vieron enfrentados a choques que implicaron un cambio de trayectoria en la evolución de su PIB<sup>3</sup>.

Tal como se observa, en América Latina la composición de la formación bruta de capital fijo por sector institucional en el período 1980-2010 se ha ido modificando. En lo relacionado con la inversión pública, al nivel regional y como porcentaje del PIB, los niveles más elevados se registraron en los años 1980-1981 (6,7%) disminuyendo paulatinamente hasta el período 1999-2003 (3,9%). En el período 2004-2010 estos repuntaron en forma generalizada al nivel de los países (a un 4,7%), aunque con distintas intensidades. En este período, la inversión pública promedio regional alcanzó el mayor valor desde el período 1982-1990, periodo en el cual había anotado un 5,2%. No obstante, en algunos países (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana), el nivel de inversión pública como porcentaje del PIB se mantuvo sostenidamente a la baja en el período 1980-2010.

La disminución de la inversión pública refleja, en buena medida, la menor participación del gobierno general en las economías de la mayoría de los países, como resultado de los procesos de privatización verificados mayoritariamente durante la década de los noventa, y la mayor participación de actores privados en la provisión de bienes y servicios que anteriormente eran prestados por entes públicos.

<sup>3</sup> El período 1980-1981 corresponde a los años previos al detonar de la crisis de la deuda en América Latina; el período 1982-1990 corresponde al período de la crisis de la deuda; y 1991-1994 y 1995-1998 corresponden a los períodos de crecimiento de los países de la región que fue interrumpido, en el 1995 por la crisis financiera de México, y en 1998 por la crisis asiática. 1999-2003 fueron los años de bajo crecimiento en América Latina causados por las consecuencias de la crisis asiática, las crisis financieras en algunos países de la región y la crisis económica en Estados Unidos. Finalmente, el período 2004-2010 corresponde al período actual de crecimiento de las economías latinoamericanas. Si bien este se vio interrumpido en 2009 debido a los efectos de la crisis financiera global, la región exhibió en 2010 tasas de crecimiento similares a las observadas en 2004-2008.

**CUADRO I.1**  
**INVERSIÓN PÚBLICA<sup>a</sup>**

*(Promedio anual del período, a precios constantes en moneda nacional de cada país, en porcentajes del PIB)*

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Argentina	2,2	1,5	1,6	1,5	1,2	2,5
Bolivia (Estado Plurinacional de)	6,9	8,2	8,4	6,4	5,2	7,7
Brasil	2,2	2,2	3,2	2,2	1,7	1,8
Chile	1,9	2,4	2,0	2,5	2,4	2,4
Colombia	7,1	7,5	4,7	4,4	3,2	3,7
Costa Rica	8,0	5,5	4,8	4,2	2,6	2,0
Cuba	--	--	--	7,1	6,8	9,4
Ecuador	8,9	5,0	4,5	3,8	5,2	7,6
El Salvador	2,0	2,1	3,5	3,5	3,0	2,1
Guatemala	5,6	3,0	2,8	3,2	3,4	2,6
Honduras	8,3	7,4	9,1	6,8	4,9	3,9
México	11,3	5,8	4,2	3,1	3,4	4,9
Nicaragua	10,5	10,5	7,7	6,6	5,7	3,9
Panamá	8,9	4,4	3,4	4,6	5,0	5,9
Paraguay	5,0	5,1	3,7	3,9	2,7	3,1
Perú	6,3	5,0	4,3	4,5	3,5	4,1
República Dominicana	4,4	4,2	2,9	3,2	2,1	1,5
Uruguay	5,3	4,3	4,1	3,3	3,1	3,9
Venezuela (República Bolivariana de)	16,0	10,0	10,0	9,5	8,8	16,8
<b>América Latina<sup>b</sup></b>	<b>6,7</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales, de Anuario Estadístico, CEPAL (varios números) y de Cuaderno estadístico N° 37, CEPAL.

<sup>a</sup> La inversión pública corresponde a la composición de la formación bruta de capital físico del gobierno general como porcentaje del PIB. Las cifras corresponden al promedio anual en cada período. El cálculo se basa en los agregados de cada país a precios constantes en moneda nacional.

<sup>b</sup> Corresponde al promedio simple de los países considerados.

Por su parte, la inversión privada tuvo un comportamiento distinto. Como porcentaje del PIB, y en términos regionales, esta cayó desde un 14,3% en 1980-1981 a un 11,1% durante 1982-1990, años de la crisis de la deuda, aumentando posteriormente en 1991-1994 (14,1%) y 1995-1998 (15,6%). En el período 1999-2003 el nivel de la inversión privada registró una disminución con relación al período anterior (14,7%), hecho relacionado con las fluctuaciones externas que se verificaron y que afectaron las expectativas de crecimiento (la crisis de las empresas tecnológicas en los Estados Unidos), y crisis económicas en algunos países de la región. En el período 2004-2010, durante el cual se verificaron alzas en los precios de los *commodities* exportados por los países y mejoras en las expectativas de crecimiento, el ritmo de inversión privada aumentó en forma apreciable, alcanzando en este periodo un promedio regional de 15,9%.

Al nivel de los países, el desempeño de la inversión privada ha sido mixto. En algunos casos los niveles de la inversión privada en el período 2004-2010 todavía se mantienen por debajo de aquellos registrados en 1980-1981 (Argentina, Brasil, Paraguay, Venezuela (República Bolivariana de)), a la vez que en otros el nivel promedio anual alcanzado en 2004-2010 es significativamente superior al registrado en 1980-1981 (Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras,

Nicaragua). En varios países incluidos en este último grupo, el rol desempeñado por la Inversión Extranjera Directa parece haber sido decisivo. En efecto, Chile, Honduras, Costa Rica, Perú y Colombia están, en ese orden, entre los países en los cuales, como proporción del PIB, se registran los niveles de IED más elevados en la región y donde simultáneamente, se observan los mayores niveles de inversión privada. No obstante, en otros países donde la IED registra niveles altos, no se verifica esta situación. Ejemplos de esto son Brasil y México, donde pese a la magnitud de los flujos de capitales por este concepto, y al hecho que aunque en niveles menores, representan un porcentaje no despreciable del PIB, los niveles de inversión privada se han mantenido en general reducidos<sup>4</sup>.

### CUADRO I.2 INVERSIÓN PRIVADA<sup>a</sup>

(Promedio anual del período, a precios constantes en moneda nacional de cada país, en porcentajes del PIB)

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Argentina	22,9	15,8	16,8	18,2	14,5	18,6
Bolivia (Estado Plurinacional de)	7,1	3,5	6,3	11,8	10,8	7,2
Brasil	20,3	15,1	15,8	15,7	14,1	15,7
Chile	16,6	15,7	23,4	25,3	20,0	23,0
Colombia	10,0	9,0	15,1	16,4	10,9	18,6
Costa Rica	14,2	14,1	15,3	16,7	18,5	19,8
Cuba	--	--	--	4,7	4,5	2,4
Ecuador	13,5	13,1	21,2	20,8	18,2	19,6
El Salvador	10,6	10,5	14,0	15,7	16,3	15,8
Guatemala	6,8	6,0	7,1	8,1	12,8	14,6
Honduras	12,2	8,5	12,8	16,2	19,4	21,3
México	14,3	11,4	14,7	14,0	16,4	16,5
Nicaragua	7,8	7,5	8,4	15,5	18,8	17,8
Panamá	15,5	11,4	18,8	18,1	13,1	15,5
Paraguay	23,0	15,5	19,9	18,6	13,7	13,1
Peru	19,2	14,1	13,9	19,2	15,1	19,2
República Dominicana	16,8	14,3	13,4	17,8	20,0	17,8
Uruguay	12,2	7,1	10,1	12,4	9,1	13,6
Venezuela (República Bolivariana de)	13,3	8,1	6,7	10,6	13,9	12,7
<b>América Latina<sup>b</sup></b>	<b>14,3</b>	<b>11,1</b>	<b>14,1</b>	<b>15,6</b>	<b>14,7</b>	<b>15,9</b>

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales, del Anuario Estadístico, CEPAL (varios números) y del Cuaderno estadístico N. 37, CEPAL.

Nota: Datos no disponibles: (--).

<sup>a</sup> La inversión pública corresponde a la composición de la formación bruta de capital físico del gobierno general como porcentaje del PIB. Las cifras corresponden al promedio anual en cada período. El cálculo se basa en los agregados de cada país a precios constantes en moneda nacional.

<sup>b</sup> Corresponde al promedio simple de los países considerados.

El análisis de los cuadros I.1 y I.2 permite extraer algunas conclusiones sobre la composición de la inversión por sectores institucionales. Además de Cuba, cuya economía exhibe características particulares, Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador y Venezuela (República Bolivariana de), muestran los mayores niveles de inversión pública. Estos tres últimos países corresponden a países exportadores de hidrocarburos, donde el sector público mantiene una presencia muy importante en el sector, y donde el componente de la inversión pública ha sido el más dinámico, y el que explica en mayor medida el aumento del cociente de inversión entre 1998 y 2010. Por su parte, en el resto de los países, el aumento de la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB en el período 2004-2010 obedece mayormente al alza de la inversión privada, si bien que en algunos países se observa igualmente un aumento de la inversión pública. Ejemplos de esto son México, Panamá y Perú donde ésta

<sup>4</sup> Acerca de la importancia de la IED en relación al PIB, véase CEPAL "La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2011", Gráfico I.6 y Cuadro I.2., CEPAL, 2011.

aumentó significativamente en el período 2004-2010 con relación a 1999-2003. Con todo, en ciertos casos y en especial en el caso de infraestructura, el aumento de la inversión privada ha sido insuficiente para compensar la menor inversión pública, lo cual pone limitaciones al crecimiento futuro.

#### 4. Inversión en infraestructura

A pesar de su relevancia, la información sobre inversión en infraestructura es escasa en la región, por lo que aquí se presentan las estimaciones más recientes elaboradas por CEPAL, sobre la base de cifras para siete países (Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) para los sectores de telecomunicaciones, energía y transporte<sup>5</sup>.

Como se aprecia en el cuadro I.3, los niveles de inversión en las áreas señaladas han variado considerablemente, en muchos casos con una tendencia negativa. Con la excepción de Perú, y en cierta medida de Argentina, la inversión en infraestructura, medida como porcentaje del PIB, ha disminuido paulatinamente entre 1980 y 2008. Con ello, el stock de inversión en infraestructura se sitúa en un nivel insuficiente para cubrir las necesidades del desarrollo así como para situarlo a la par con otros países (i.e. Asia Emergente) cuyo crecimiento se aceleró en las décadas recientes<sup>6</sup>.

**CUADRO I.3**  
**INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA EN PAÍSES SELECCIONADOS**  
(Como porcentaje del PIB)

	1980-1985	1996-2001	2002-2006	2007-2008
Argentina	3,0	1,5	1,3	2,3
Bolivia (Estado Plurinacional de)	5,8	7,3	5,5	4,8
Brasil	5,2	2,4	1,3	2,3
Chile	3,2	5,6	2,3	1,9
Colombia	3,9	5,8	1,9	2,0
México	2,5	1,2	1,4	1,3
Perú	2,0	2,3	2,0	3,6

Fuente: Perrotti y Sánchez 2011.

## B. Rasgos macroeconómicos estilizados de las fuentes de financiamiento de la inversión

### 1. Composición del ahorro: ahorro nacional y ahorro externo

En general, América Latina no ha sido capaz de generar el ahorro nacional suficiente para financiar por sus propios medios sus (bajos) niveles de inversión (véase gráfico I.4). Por ello, la expansión de la inversión ha dependido en buena medida de la obtención de recursos externos, los cuales suelen estar condicionados por la posibilidad de los países de acceder a los mercados internacionales de préstamos, de títulos de deuda e IED, y por la disponibilidad de recursos financieros en estos mercados, lo cual depende de factores financieros de carácter global<sup>7</sup>. La consecuencia de ello para los países de la región ha sido que episodios de restricción de acceso al financiamiento externo resultantes de cambios en el entorno financiero global, o bien del deterioro de indicadores de riesgo-país como resultado de un

<sup>5</sup> Por razones de falta de información esta cobertura no incluye la inversión en agua y saneamiento, así como otros componentes de la infraestructura necesaria para el desarrollo social (hospitales, escuelas, etc.), el medio ambiente (parques y reservas), entre otros.

<sup>6</sup> Perrotti y Sánchez (2011).

<sup>7</sup> Un caso aparte representan las inversiones en territorio nacional de empresas extranjeras de gran dimensión cuyo financiamiento obedece más a la capacidad de obtener recursos de esas empresas (sean junto de casas matriz, de la banca internacional o en los mercados financieros).

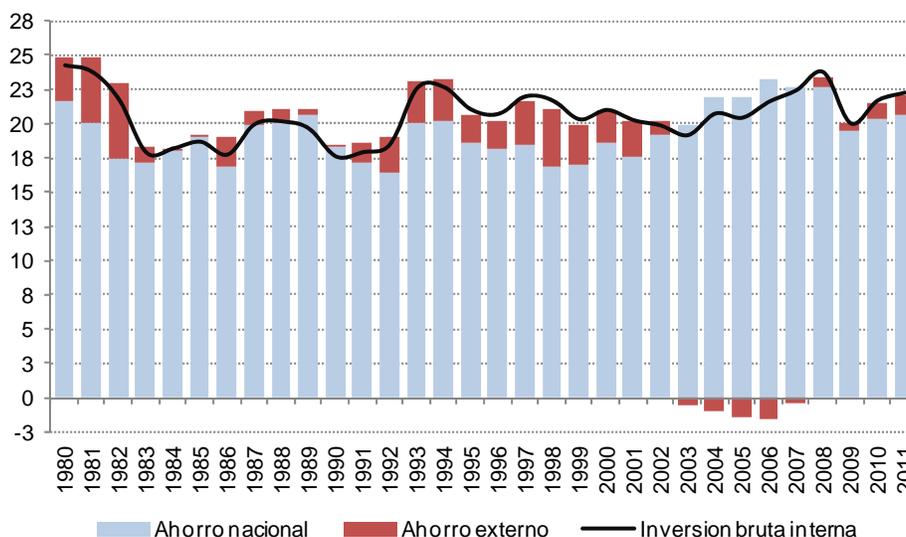
empeoramiento de las economías domésticas, se han traducido en disminuciones de las tasas de inversión. En otras palabras, la denominada “restricción externa” ha condicionado de modo determinante, al menos desde el inicio de la crisis de la deuda externa en 1982 y hasta el 2003, los niveles de actividad y las perspectivas de crecimiento.

Para varios países se verificó un cambio significativo en este escenario durante 2003-2008. En este período la región anotó un aumento sostenido de su tasa de inversión a la par de un incremento importante en el ahorro nacional como resultado, esencialmente, de la acentuada alza del ingreso nacional bruto disponible. Ello se sostuvo en los elevados precios de los productos básicos exportados, generando una importante ganancia derivada de la significativa mejoría de los términos del intercambio, y por un alza en los ingresos por concepto de remesas de trabajadores emigrados, en particular en el caso de los países de América Central<sup>8</sup>. Ambos factores, en conjunto con la iniciativa HIPC y las mejoras fiscales concomitantes del alza en los precios de las exportaciones, se tradujeron además en una reducción marcada en los niveles de endeudamiento externo<sup>9</sup>. Adicionalmente, varios países mejoraron sostenidamente su perfil de riesgo soberano, de modo tal que su acceso a los mercados financieros internacionales se vio incrementado sustantivamente a partir del 2003, como se discute en la sección 3.c de este capítulo<sup>10</sup>.

En términos de su origen nacional o externo, la composición del financiamiento de la inversión en América Latina es relativamente similar a la registrada por las regiones de África Sub-sahariana y Europa Central y del Este. En contraste, cuando se compara con los países de Asia en desarrollo, se aprecia una clara diferencia, una vez que la inversión en esa región ha sido financiada fundamentalmente con ahorro nacional, aún más a partir de la crisis asiática de 1997<sup>11</sup>.

**GRÁFICO I.4**  
**AMÉRICA LATINA: FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN**

(Dólares corrientes, como porcentaje del PIB)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

<sup>8</sup> En Kacef y Manuelito (2008) se puede encontrar un análisis detallado de la evolución del ingreso nacional bruto disponible de los países de América Latina, tanto desde una perspectiva histórica, como de acuerdo a sus componentes.

<sup>9</sup> Ello se dio en forma más pronunciada entre los países cuyos términos del intercambio mejoraron.

<sup>10</sup> Véanse además las diversas ediciones del Estudio Económico de América Latina y el Caribe, y en particular el capítulo I de la parte 2 del Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2010-2011.

<sup>11</sup> Jiménez y Manuelito, 2011.

**CUADRO I.4**  
**AMÉRICA LATINA: AHORRO TOTAL**

*(Como porcentajes del PIB)*

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Argentina	24,5	18,4	17,7	20,0	15,2	22,5
Bolivia (Estado Plurinacional de)	15,8	13,5	15,8	18,7	16,1	15,1
Brasil	24,1	21,5	20,4	17,4	17,2	18,1
Chile	21,5	19,0	24,2	26,9	21,5	21,3
Colombia	19,8	19,9	22,5	22,2	16,2	22,1
Costa Rica	27,8	25,4	19,8	18,2	19,5	23,2
Cuba	--	25,4	8,0	12,8	10,7	11,0
Ecuador <sup>a</sup>	--	--	21,1	22,0	21,4	24,6
El Salvador	--	13,9	18,1	17,0	16,7	15,3
Guatemala	16,5	12,6	16,4	14,7	19,1	17,9
Honduras	22,9	17,5	30,5	31,4	27,7	28,3
México	27,3	21,2	22,3	23,3	22,3	25,0
Nicaragua	20,2	21,6	20,4	27,5	29,9	29,6
Panamá	28,2	15,7	23,6	27,5	20,5	21,7
Paraguay	28,8	23,7	23,8	25,2	19,4	18,3
Perú	29,4	23,5	19,0	23,8	19,4	22,1
República Dominicana	23,7	21,0	18,2	17,0	21,4	17,8
Uruguay	16,4	13,1	15,5	15,4	13,4	18,1
Venezuela (República Bolivariana de)	23,8	18,9	18,8	23,3	22,9	25,2
<b>América Latina<sup>b</sup></b>	<b>23,2</b>	<b>19,2</b>	<b>19,8</b>	<b>21,3</b>	<b>19,5</b>	<b>20,9</b>

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Nota: Datos no disponibles: (--).

Cálculos en dólares corrientes. Promedios simples de los países en los periodos respectivos.

<sup>a</sup> Corresponde al periodo 1993-1994.

<sup>b</sup> El resultado regional corresponde al promedio simple de los países.

**CUADRO I.5**  
**AMÉRICA LATINA: AHORRO NACIONAL**

*(Como porcentajes del PIB)*

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Argentina	22,0	16,5	15,4	16,6	16,2	24,8
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>a</sup>	15,5	14,8	7,9	11,8	10,8	23,1
Brasil	19,3	20,2	19,9	14,1	14,3	17,7
Chile	10,8	13,3	21,5	22,9	20,6	23,3
Colombia <sup>a</sup>	18,2	19,1	22,4	18,2	16,1	19,9
Costa Rica	12,8	17,1	14,1	13,8	13,8	16,9
Cuba <sup>b</sup>	--	--	--	--	--	10,9
Ecuador <sup>a</sup>	10,8	-0,2	15,9	18,0	21,7	22,4
El Salvador	--	--	15,7	15,4	13,9	11,5
Guatemala	12,1	9,0	12,3	10,7	13,5	14,9
Honduras	5,1	5,4	15,9	21,7	16,7	20,8
México	21,8	21,6	16,3	21,5	19,9	24,3
Nicaragua	-1,8	5,7	-7,7	6,8	10,2	13,6
Panamá <sup>c</sup>	25,7	24,4	25,6	24,1	18,3	20,4

(continúa)

Cuadro I.5 (conclusión)

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Paraguay	23,4	18,8	21,3	22,3	19,5	17,9
Perú	24,2	20,5	13,1	16,9	17,2	22,2
República Dominicana	13,7	16,6	14,8	16,1	20,2	13,7
Uruguay <sup>a</sup>	10,8	11,8	14,5	14,1	11,5	17,1
Venezuela (República Bolivariana de)	30,8	21,3	18,3	27,2	30,5	35,0
<b>América Latina<sup>d</sup></b>	<b>16,2</b>	<b>15,0</b>	<b>15,4</b>	<b>17,3</b>	<b>16,9</b>	<b>19,5</b>

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Nota: Dato no disponible: (--).

<sup>a</sup> La cifra en el último periodo se refiere a 2004-2009.

<sup>b</sup> La cifra en el último periodo se refiere a 2005-2008.

<sup>c</sup> La cifra en el último periodo se refiere a 2004-2008.

<sup>d</sup> El resultado regional corresponde al promedio simple de los países.

**CUADRO I.6**  
**AMÉRICA LATINA: AHORRO EXTERNO**  
(Como porcentaje del PIB)

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Argentina	2,5	1,9	2,7	3,4	-1,0	-2,3
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>a</sup>	0,3	-1,3	7,9	6,9	5,3	-8,5
Brasil	5,0	1,3	0,5	3,3	2,8	0,3
Chile	10,7	5,7	2,8	4,0	0,9	-2,0
Colombia <sup>a</sup>	1,6	0,8	-0,8	4,0	0,1	2,0
Costa Rica	15,0	8,3	5,6	4,3	5,7	6,3
Cuba <sup>b</sup>	--	--	--	--	--	1,0
Ecuador <sup>a</sup>	4,4	6,5	5,2	4,0	-0,3	2,2
El Salvador	--	4,3	2,3	1,6	2,8	3,7
Guatemala	4,4	3,6	2,0	3,9	5,7	4,8
Honduras	11,5	5,2	8,2	3,8	5,8	6,7
México	5,5	-0,3	6,1	1,7	2,4	0,7
Nicaragua	22,0	15,0	28,3	20,7	19,7	16,0
Panamá <sup>c</sup>	2,5	-8,7	-2,0	3,4	2,2	1,2
Paraguay	5,4	4,8	2,5	2,8	0,1	0,3
Perú	5,3	3,0	5,9	6,9	2,1	0,0
República Dominicana	10,0	4,4	1,6	1,3	1,1	4,1
Uruguay <sup>a</sup>	5,5	1,3	1,0	1,3	1,9	2,5
Venezuela (República Bolivariana de)	-7,0	-2,4	0,5	-4,0	-7,5	-9,2
<b>América Latina<sup>d</sup></b>	<b>5,1</b>	<b>1,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Nota: Dato no disponible: (--).

Cálculos en dólares corrientes. Promedios simples de los países en los periodos respectivos.

<sup>a</sup> La cifra en el último periodo se refiere a 2004-2009.

<sup>b</sup> La cifra en el último periodo se refiere a 2005-2008.

<sup>c</sup> La cifra en el último periodo se refiere a 2004-2008.

<sup>d</sup> El resultado regional corresponde al promedio simple de los países.

Ahora bien, dentro de este panorama regional, se aprecian diferencias al nivel de los países. En los cuadros I.4, I.5 y I.6 se puede observar el ahorro total, nacional y externo en moneda nacional, respectivamente, como porcentaje del PIB. Al igual que el resultado regional, se aprecia que en la mayoría de los países el ahorro total aumentó en 2004-2010 con relación a los registros de los períodos anteriores. Sin embargo, en muchos países las tasas de ahorro alcanzadas en dicho período se sitúan en un nivel similar o inferior a aquel alcanzado en 1980-1981.

En términos del desempeño regional, el ahorro nacional aumentó en forma paulatina, a la vez que el ahorro externo ha disminuido su participación en el total del ahorro. De este modo, en los años 2004-2010 se alcanzaron los niveles más elevados de ahorro nacional del período observado. Pese a lo anterior, al nivel de los países la heterogeneidad en las tasas de ahorro nacional es elevada. Así, México y los países de América del Sur, con excepción de Brasil, Paraguay y Uruguay, presentan tasas de ahorro nacional superiores al 20%, a la vez que los países de América Central, con la excepción de Honduras, presentan tasas entre el 10% y el 17%<sup>12</sup>.

Por su parte, la evolución del ahorro externo ha tenido un comportamiento opuesto. Es en el período más reciente (2004-2010), que se registran sus menores niveles, lo cual refleja el mejor desempeño de las cuentas externas de la generalidad de los países de la región. Pese a lo anterior, se observa también una elevada heterogeneidad. Así, México y varios países de América de Sur presentan tasas de ahorro externo negativas o, aunque positivas, iguales o inferiores a 2,5% del PIB. La caída en el ahorro externo refleja el aumento de los precios de las materias primas, lo cual se tradujo en un alza significativa de las exportaciones de bienes, y un fuerte crecimiento del ingreso nacional de estos países. Se destacan en este grupo Bolivia (Estado Plurinacional de) y Venezuela (República Bolivariana de). En estos dos países el ahorro externo como porcentaje del PIB se situó en este período en -8,5% y -9,2%, respectivamente. No obstante que ello podría ser indicativo de una menor vulnerabilidad externa, esos niveles de desahorro externo indican que la inversión interna se ha financiado principalmente con ahorro nacional, y que una parte importante de ese ahorro se ha canalizado hacia al exterior. A su vez, en los países de América Central se observa un panorama distinto. Estos países siguen manteniendo valores elevados y positivos de ahorro externo, los cuales, en conjunto con los bajos niveles de ahorro nacional, ilustran la dependencia de estos países de esta fuente de financiamiento para apuntalar sus niveles de inversión.

## 2. Composición del ahorro: ahorro público y ahorro privado<sup>13</sup>

En los siguientes cuadros se puede observar el comportamiento del ahorro público y privado en la región. En el período 2004-2010 el ahorro público mostró una recuperación con relación a los valores anotados en 1999-2003. Este aumento ha sido más notorio en el caso de aquellos países en los cuales los ingresos fiscales provenientes de la explotación y exportación de *commodities* son relevantes. A pesar de la menor disponibilidad de datos para el período 1980-1990, se aprecia que en América Latina durante este período el ahorro público se situaba, en promedio, en niveles bastante bajos, siendo estos inclusive cercanos a cero en el período 1982-1990 (cuadro I.7). Durante la década de los noventa el ahorro público aumentó en forma importante, resultado, por un lado, del aumento de los precios de las materias primas que se observó en este período hasta el detonar de la crisis asiática (aunque a niveles bastante inferiores a los verificados en el período 2004-2010, en particular en lo relacionado con los metales y minerales), y por otro, de los procesos de privatizaciones en varios países de la región durante la primera mitad de la década.

La disponibilidad de información al nivel de los países no es homogénea. Algunos países publican las cifras de ahorro público y privado en términos brutos, es decir, no se descuenta aquella parte correspondiente a la depreciación de su stock de capital. En contraste, otros lo hacen en términos netos del consumo de capital fijo, el cual se diferencia como un componente adicional. Dado que el interés de

<sup>12</sup> Tal como se observa en el cuadro I.5, Venezuela es el país de la región que registra la tasa más alta de ahorro nacional, con un 35%, bastante superior a la de los demás países. Si se excluye Venezuela del cálculo, el promedio regional de la tasa de ahorro nacional se situaría en 19,1%.

<sup>13</sup> Las cifras de los países utilizadas para el análisis efectuado en este punto corresponden en su mayoría a cifras oficiales de cuentas nacionales. No obstante, para aquellos casos en que estas cifras no estaban disponibles, se hicieron estimaciones donde ello fue posible. La metodología usada para hacer estos ejercicios de estimación se detalla en el anexo 1.

este trabajo es, en la medida de lo posible, respetar las cifras oficiales, se presenta la evolución de estos agregados de acuerdo a la forma en que son publicadas por los países.

### CUADRO I.7 AHORRO PÚBLICO BRUTO

(Promedio anual del período, en moneda nacional a precios corrientes, en porcentajes del PIB)

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Argentina <sup>a</sup>	--	--	0,4	-0,9	-1,0	2,7
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>a</sup>	-2,4	-3,2	2,3	3,3	-2,0	7,4
Brasil <sup>a</sup>	--	--	--	1,7	1,4	0,3
Colombia <sup>a</sup>	2,2	2,6	5,2	2,2	-1,2	-0,5
Cuba	--	--	--	--	--	2,2
El Salvador	--	-0,4	1,0	2,0	0,4	-0,2
Guatemala <sup>a</sup>	--	-0,6	1,6	2,6	2,4	2,7
Nicaragua	--	0,0	0,9	4,3	-0,2	1,5
República Dominicana	--	--	--	3,7	3,3	2,0
Uruguay <sup>a</sup>	1,3	-0,1	5,1	1,5	-2,5	0,0
<b>Promedio (10 países)</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Nota: Dato no disponible: (--).

<sup>a</sup> El último periodo corresponde a 2004-2009.

### CUADRO I.8 AHORRO PRIVADO BRUTO

(Promedio anual del período, en moneda nacional a precios corrientes, en porcentajes del PIB)

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Argentina <sup>a</sup>	--	--	15,5	17,5	17,2	22,1
Bolivia (Estado Plurinacional de) <sup>a</sup>	17,9	18,0	5,5	8,5	12,9	16,0
Brasil <sup>a</sup>	--	--	--	11,6	13,0	17,5
Colombia <sup>a</sup>	16,0	16,5	17,2	16,0	17,3	20,6
Cuba	--	--	--	--	--	--
El Salvador	--	9,9	14,7	13,4	13,5	11,7
Guatemala <sup>a</sup>	--	11,1	10,9	7,9	11,1	11,7
Nicaragua	--	--	-6,0	2,6	10,3	12,1
Rep. Dominicana	--	--	--	12,7	17,0	11,7
Uruguay <sup>a</sup>	9,6	11,9	9,4	12,6	14,0	15,7
<b>Promedio (10 países)</b>	<b>14,5</b>	<b>13,5</b>	<b>9,6</b>	<b>11,4</b>	<b>14,0</b>	<b>15,5</b>

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Nota: Dato no disponible: (--).

<sup>a</sup> El último periodo corresponde a 2004-2009.

**CUADRO I.9**  
**AHORRO PÚBLICO NETO**

*(Promedio anual del período, en moneda nacional a precios corrientes, en porcentajes del PIB)*

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Chile	--	--	4,9	4,0	0,9	6,1
Costa Rica <sup>a</sup>	-0,9	4,3	2,6	2,9	2,4	4,0
Ecuador	3,7	4,9	7,9	7,2	4,2	8,0
Honduras	--	--	0,2	2,4	2,3	-0,3
México	--	--	5,6	3,2	1,5	2,1
Panamá <sup>a</sup>	-1,1	-3,2	4,5	1,8	0,4	1,4
Paraguay	3,1	0,7	2,5	2,8	1,7	4,6
Perú <sup>a</sup>	1,3	-2,4	-0,1	1,8	-0,3	2,9
Venezuela (República Bolivariana de)	--	--	11,1	5,3	1,4	5,5
<b>Promedio (9 países)</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,6</b>	<b>3,8</b>

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Nota: Dato no disponible: (--).

<sup>a</sup> El último periodo corresponde a 2004-2009.

**CUADRO I.10**  
**AHORRO PRIVADO NETO**

*(Promedio anual del período, en moneda nacional a precios corrientes, en porcentajes del PIB)*

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Chile	--	--	7,1	7,1	6,6	5,8
Costa Rica <sup>a</sup>	8,7	10,5	5,8	5,4	5,5	7,8
Ecuador	7,2	-5,7	10,3	12,2	16,1	14,1
Honduras	--	--	15,7	19,3	14,3	15,9
México	--	--	1,7	7,6	8,7	13,1
Panamá <sup>a</sup>	20,0	20,0	14,5	14,9	10,0	9,8
Paraguay	9,6	7,6	14,4	15,8	13,7	10,8
Perú <sup>a</sup>	17,6	16,8	6,7	8,6	10,3	12,4
Venezuela (República Bolivariana de)	--	--	-0,1	15,7	23,0	24,3
<b>Promedio (9 países)</b>	<b>12,6</b>	<b>9,8</b>	<b>8,4</b>	<b>11,9</b>	<b>12,0</b>	<b>12,7</b>

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Nota: Dato no disponible: (--).

<sup>a</sup> El último periodo corresponde a 2004-2009.

**CUADRO I.11  
CONSUMO DE CAPITAL FIJO**

*(Promedio anual del período, en moneda nacional a precios corrientes, en porcentajes del PIB)*

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Chile	9,5	10,7	9,5	11,9	13,1	11,5
Costa Rica	5,0	2,8	5,8	5,6	5,9	6,3
Ecuador	9,4	14,3	--	--	--	--
Honduras	6,3	6,8	6,3	5,9	5,3	6,1
México	8,6	11,3	9,0	10,7	9,7	9,0
Panamá	6,8	7,0	6,7	7,3	8,0	5,0
Paraguay	10,7	10,3	4,4	3,7	4,3	3,3
Perú	5,3	6,0	6,5	6,5	7,2	6,9
Venezuela (República Bolivariana de)	6,8	7,8	7,4	6,2	6,1	5,2
<b>Promedio (9 países)</b>	<b>7,6</b>	<b>8,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Nota: Dato no disponible: (--).

Los cuadros I.7 y I.8 presentan el ahorro público y privado, respectivamente, registrado en términos brutos, a la vez que los cuadros I.9, y I.10 presentan los datos referentes al ahorro público y privado, respectivamente, calculado en términos netos del consumo de capital fijo. El cuadro I.11 publica los datos referentes al consumo de capital fijo.

Más allá del hecho de si el cálculo del ahorro se presenta en términos brutos o netos, del análisis de los cuadros anteriores se observa un incremento generalizado tanto del ahorro público como del ahorro privado durante 2004-2010 como porcentaje del PIB. En el caso del ahorro privado, se observa que es durante este sub-período que se registran los niveles más elevados de todo el período observado. La evolución del ahorro público muestra un comportamiento distinto. Si bien este agregado anota un alza en 2004-2010 con relación a 1999-2003, en promedio se sitúa todavía por debajo de los niveles verificados en la primera mitad de la década de los noventa.

Al igual que lo verificado en la evolución del ahorro nacional y del ahorro externo, el aumento del ahorro público se ha concentrado en mayor medida en aquellos países más especializados en la producción y exportación de commodities, particularmente en aquellos en los cuales el sector público detenta la propiedad de empresas productoras o mineras.

En lo que se refiere al consumo de capital fijo (cuadro I.11) se observa que este se ha situado en torno al 7% del PIB, aunque con registros heterogéneos al nivel de los países. Mientras que Chile y México presentan los niveles más elevados, Paraguay y Venezuela (República Bolivariana de) presentan los valores más bajos, a la vez que los demás países registran valores cercanos al promedio regional.

### **3. Participación del excedente de explotación en el total del ingreso**

En forma general, a lo largo del período 1990-2009 se observa en los países de América Latina<sup>14</sup> un aumento del excedente de explotación en la participación de la generación del ingreso, en detrimento de la participación de las remuneraciones (cuadro I.12). Esta evolución es más notoria en el caso de los países más especializados en la producción de productos básicos mineros o agrícolas (Chile, Colombia,

<sup>14</sup> En este punto se tomó en consideración la información disponible para 7 países (Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de)), los cuales publican series anuales de cuentas nacionales de la cuenta de la generación del ingreso.

Uruguay, Venezuela (República Bolivariana de)), en los cuales la participación del excedente de explotación en el PIB aumentó entre 4 y 6 puntos porcentuales durante 2004-2009 con relación al promedio anual registrado en 1995-1999. Este incremento se verificó en detrimento de la participación de la remuneración de los empleados en el total del ingreso, la cual disminuyó entre ambos períodos en una magnitud similar. Este aumento en el excedente de explotación no corresponde totalmente a un alza del ahorro privado, dado que en Chile, Colombia y Venezuela (República Bolivariana de) el sector público está presente en la producción de estos productos. De hecho, el alza del excedente de explotación en el período 2004-2009 en los países analizados se vincula también con el aumento del ahorro público que han experimentado estos países, y que en algunos casos permitió la reducción en el endeudamiento y la aplicación de políticas contracíclicas durante la crisis económica de 2008-2009.

En el caso de Costa Rica se observa una tendencia distinta a la anterior. La participación del excedente de explotación en el total del PIB ha disminuido entre 1995-2000 y 2004-2009, aumentado la participación de las remuneraciones (desde un 44,9% en 1995-1999 a 47,5% en 2004-2009). A su vez, en Brasil, la evolución de estos agregados muestra cierta estabilidad en los tres períodos analizados.

En el cuadro I.13 se presenta información sobre la evolución del excedente de explotación para cuatro países adicionales (Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Honduras y Paraguay). Los valores registrados por estos países siguen las tendencias descritas en el análisis referido al cuadro I.12. En este sentido, se aprecia que el excedente de explotación aumentó durante 2004-2010 (o se mantuvo en niveles similares a los registrados anteriormente) y para estos países se sitúa, entre el 34% y el 53% del PIB.

**CUADRO I.12**  
**PARTICIPACIÓN DEL EXCEDENTE DE EXPLOTACIÓN Y DE LA REMUNERACIÓN**  
**DE LOS EMPLEADOS EN EL PIB**

*(Moneda nacional a precios corrientes, como porcentajes del PIB)*

<b>Excedente explotación</b>	1995-1999	2000-2003	2004-2009
Brasil	33,0	34,3	34,4
Chile	34,5 (1996-1999)	33,4	39,5
Colombia	29,3	29,5	33,5
Costa Rica	44,2	41,4	40,3
Guatemala	--	--	39,7
Perú	58,2	58,7	61,7
Uruguay	30,4 (1997-1999)	32,7 (2004-2005)	36,7
Venezuela (República Bolivariana de)	41,1 (1997-1999)	45,3	47,5
<b>Remuneración empleados</b>	1995-1999	2000-2003	2004-2009
Brasil	41,9	40,1	41,2
Chile	49,6 (1996-1999)	46,9	37,8
Colombia	36,7	34,2	31,8
Costa Rica	44,9	46,9	47,5
Guatemala	--	--	31,2
Perú	24,7	24,9	22,3
Uruguay	40,0 (1997-1999)	38,5 (2004-2005)	33,6
Venezuela (República Bolivariana de)	35,2 (1997-1999)	32,9	31,1

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Nota: Dato no disponible: (--).

**CUADRO I.13**  
**EXCEDENTE DE EXPLOTACIÓN**

*(Moneda nacional a precios corrientes, en porcentaje del PIB)*

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Argentina	--	--	32,1	39,6	40,5	38,7
Bolivia (Estado Plurinacional de)	--	56,1	54,1	51,2	50,5	52,8
Honduras	36,5	33,4	34,0	38,9	35,3	39,6
Paraguay	48,7	54,1	32,4	26,3	25,1	34,0

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Nota: Dato no disponible: (--).

## C. Rasgos estilizados de los sistemas financieros y del financiamiento externo y sus consecuencias para la inversión<sup>15</sup>

### 1. Los sistemas financieros

Los sistemas financieros de América Latina muestran un grado de desarrollo considerablemente inferior al de países más desarrollados así como de otros con un nivel de ingreso per cápita similar<sup>16</sup>. Estos sistemas están dominados por la presencia de bancos comerciales que retienen en su cartera una parte significativa del riesgo de sus colocaciones y emplean un fondeo sustentado básicamente en depósitos y colocaciones de bonos en el mercado local. Recientemente, el contexto de bajas tasas en los mercados internacionales a raíz de las medidas de política monetaria adoptadas por países desarrollados para enfrentar la crisis financiera global de 2008-2009, los ha inducido a acceder también a esos recursos.

Tampoco está presente la complejidad de la estructura de generación y captación de financiamiento característica de los países desarrollados, aunque ciertos componentes se aprecian en algunos casos. En general, los instrumentos de transferencia y cobertura de riesgos de crédito y riesgos financieros (securitización de créditos, futuros y otros derivados), y sus correspondientes mercados, con pocas excepciones, exhiben un bajo nivel de desarrollo o son inexistentes. Asimismo sólo en algunos países ha habido un desarrollo significativo de inversionistas institucionales.

Este menor desarrollo financiero, ha tenido evidentes costos para el financiamiento de la inversión, en especial entre empresas de tamaño relativo menor. En efecto, por cuanto no han estado suficientemente desarrolladas las instituciones y mercados que posibilitan la dispersión del riesgo de largo plazo hacia aquellos mejor preparados para mantenerlos en cartera (compañías de seguros, fondos de pensiones y otros fondos de inversión de largo plazo), ha sido insuficiente la generación de recursos financieros de horizonte más largo. A la vez, los riesgos han permanecido represados en los bancos, precisamente aquellos que por la naturaleza de su fondeo orientado a plazos cortos, son los menos apropiados para mantener riesgos de larga duración. Ante ello, el escaso crédito de largo plazo disponible se orienta principalmente hacia empresas grandes y medianas, con mayores capacidades de entregar garantías. Solo en ciertos casos en las décadas

<sup>15</sup> Esta sección se basa en Jiménez y Manuelito (2010).

<sup>16</sup> En la mayoría de los países el grado de profundidad del sistema bancario, medido por el crédito otorgado por la banca como porcentaje del PIB, es bajo, cuando se lo compara con otros países y regiones del mundo. Inclusive, en varios países la profundidad del sistema es inferior a la de países con similar ingreso per cápita. Excepciones en la región son los casos de Chile y Panamá. En ambos casos el crédito al sector privado como porcentaje del PIB se sitúa en el 2008 en cifras cercanas al 100%. En los demás países este indicador se encuentra por debajo del 60%, y en algunos casos por debajo del 20%. A su vez en el mercado accionario la relación entre el valor de mercado del stock de acciones emitidas y el PIB, como indicador de la profundidad del mercado, exhibe un significativo rezago en comparación con los países desarrollados y los países emergentes de Asia y Europa, no obstante el dinamismo alcanzado entre 2003 y 2008 en América Latina.

recientes, en las cuales las grandes empresas comenzaron a acceder en forma sostenida al mercado financiero internacional y redujeron su demanda por crédito bancario interno, se creó cierto incentivo para que los bancos buscaran formas de posibilitar un mayor acceso por parte de empresas de menor tamaño y así mantener su rentabilidad.

Por otra parte, como lo demuestra la experiencia de países desarrollados, los mercados de capitales ofrecen un importante potencial para el financiamiento de la inversión. En la región, un grupo reducido de países exhibe cierto desarrollo significativo de estos mercados (Brasil, Chile, México y Colombia) pero en el resto de los casos estos son muy insuficientes. Un bajo grado de desarrollo del mercado de capitales exagera la dependencia del crédito bancario, el que no necesariamente se ajusta a la naturaleza de los proyectos de inversión. En contraste, los mercados accionarios ofrecen recursos de capital de largo plazo y valor variable, por lo que se ajustan mejor a la naturaleza de los proyectos de inversión y reducen las probabilidades de quiebra.

A su vez, los mercados de deuda posibilitan la ampliación de la disponibilidad de financiamiento para la inversión por varias razones. Primero, por cuanto contribuyen a la materialización y generación del ahorro financiero de largo plazo al satisfacer la demanda de inversionistas institucionales, los que requieren activos financieros de plazo mayor y que ofrezcan un riesgo diferente o menor al de la participación accionaria. Segundo, un mercado para deudas transables contribuye a una mejor diversificación de riesgos en dos sentidos: por una parte los inversionistas institucionales están mejor preparados que los bancos para mantener y absorber riesgos de largo plazo, debido a las características también de largo plazo de su fondeo; por otra, desde el punto de vista de la inversión, estos mercados ofrecen la posibilidad de diversificar la estructura de los pasivos, lo que contribuye a reducir los riesgos provenientes desde el lado financiero de los proyectos.

En lo que sigue se revisan brevemente ciertas características de los sistemas financieros de la región centrandolo en su contribución al financiamiento de la inversión.

#### **a) Predominio del crédito bancario de corto plazo**

La composición de la cartera de colocaciones de los bancos evidencia que en términos generales, si bien con variaciones entre países, esta se ha orientado cada vez más al corto plazo, lo que se explica por el fuerte incremento de las colocaciones de consumo (cuadro I.14). No obstante, pese al aumento de la importancia relativa de estos créditos, sigue manteniéndose la prevalencia de los créditos a las empresas. En lo relacionado con créditos de más largo plazo, en particular las colocaciones hipotecarias y/o para vivienda, se observa un muy bajo desarrollo, con la excepción de Chile. Como consecuencia, la disponibilidad de crédito de plazos más largos, acordes a la naturaleza de los proyectos de inversión, es muy limitada.

#### **b) Baja transformación del ahorro financiero en crédito**

Un segundo aspecto se refiere a una baja transformación del ahorro financiero en financiamiento de créditos. En efecto, en un porcentaje importante de países la relación entre los depósitos y el crédito total es superior a 1,5, hecho indicativo de que parte significativa de las captaciones no se está dirigiendo directamente al crédito<sup>17</sup>. En los demás países, con la excepción de Chile, esta relación se sitúa entre 1 y 1,5. Ello se debe a varios factores. Primero, el desarrollo de los mercados de capitales es bajo, con lo cual en varios países se recurre a encajes sobre los depósitos como herramienta de control monetario<sup>18</sup>. Segundo, la región posee un historial de déficit públicos financiados mediante la emisión de deuda interna que, sea por disposiciones regulatorias o bien por la alta rentabilidad que devengan y su bajo riesgo, está en las carteras de inversiones de los bancos. Desde el punto de vista del financiamiento de la inversión, ello no representaría un problema siempre que esos recursos hayan sido destinados a proyectos públicos de alta rentabilidad económica y social. Si, por el contrario, ello no es así, el crecimiento puede resultar afectado.

<sup>17</sup> En el crédito total se considera tanto el crédito al sector privado como al sector público.

<sup>18</sup> Gelos (2006) aporta evidencia indicativa que la mediana de las tasas de encaje sobre depósitos a la vista en 14 países de la región es de 13,8%, lo que más que duplica el 5% observado en otros países emergentes.

**CUADRO I.14**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): CRÉDITO POR SECTORES**  
*(Datos correspondientes a diciembre de cada año, en porcentajes del crédito total)*

	2000			2005			2008			2011		
	Crédito de consumo	Crédito a la vivienda	Otros créditos	Crédito de consumo	Crédito a la vivienda	Otros créditos	Crédito de consumo	Crédito a la vivienda	Otros créditos	Crédito de consumo	Crédito a la vivienda	Otros créditos
Argentina	8,6	26,4	65,0	12,8	15,9	71,4	20,2	14,2	65,6	19,4	9,7	71,0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	6,1	11,6	82,3	4,9	18,8	76,2	6,7	21,6	71,7	10,0	18,4	71,6
Brasil	19,3	17,1	63,6	31,1	4,8	64,1	31,7	5,2	63,1	31,2	9,9	59,0
Chile	7,9	16,7	75,4	12,2	20,6	67,2	12,2	23,3	64,5	13,1	25,0	61,9
Colombia	14,7	27,1	58,2	26,6	10,1	63,2	30,6	7,6	61,8	31,2	8,1	60,7
Costa Rica	24,3	18,3	57,4	23,7	26,3	50,0	26,4	31,8	41,8	26,5	33,8	39,7
Ecuador	--	--	--	29,8	11,6	58,7	31,5	12,1	56,4	36,5	8,3	55,2
El Salvador	--	--	--	20,1	23,4	56,5	24,9	24,6	50,5	28,1	24,6	47,2
Guatemala	--	--	--	--	--	--	26,3	--	73,7	27,2	--	72,8
México	3,6	14,0	82,4	22,7	15,0	62,3	24,8	16,2	59,0	20,1	16,7	63,1
Paraguay	--	--	--	8,5	--	91,5	9,4	--	90,6	15,3	--	84,7
Perú	--	--	--	14,4	14,8	70,8	17,9	12,6	69,5	17,7	15,0	67,3
Venezuela (República Bolivariana de)	--	--	--	14,7	4,6	80,6	24,7	10,7	64,6	16,8	13,4	69,8

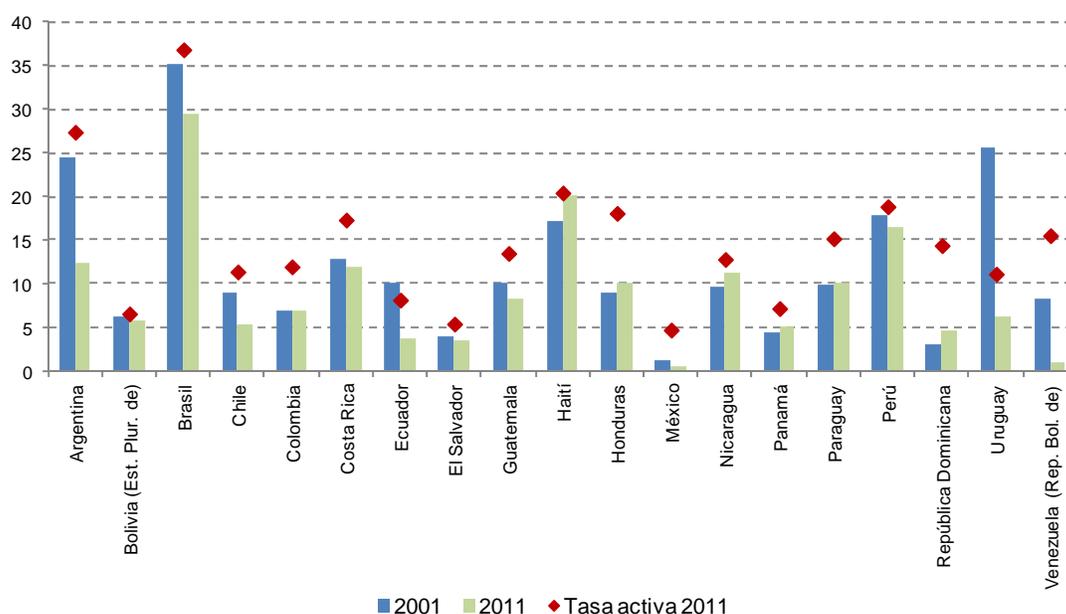
Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

### c) Márgenes elevados

Otra característica de los sistemas bancarios en la región, son sus elevados costos operacionales, lo que a priori determina altos costos del crédito, y por lo tanto, spreads elevados. Ello en parte se explicaría por el menor tamaño de los mercados, lo que dificulta el aprovechamiento de economías de escala provenientes de un uso más intenso de la cobertura territorial y de la red de sucursales, por ejemplo. Así, como ilustra el siguiente gráfico, en varios países de la región estos márgenes son cercanos a los diez puntos porcentuales, y en el caso de Brasil, son inclusive cercanos al 30%. El gráfico además ilustra la cercana asociación entre altos spreads y costos del crédito.

**GRÁFICO I.5**  
**AMÉRICA LATINA: MÁRGENES DE TASAS DE INTERÉS EN EL SISTEMA FINANCIERO**  
**NACIONAL Y TASAS ACTIVAS, 2001 Y 2011**

(Datos correspondientes a diciembre de cada año)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

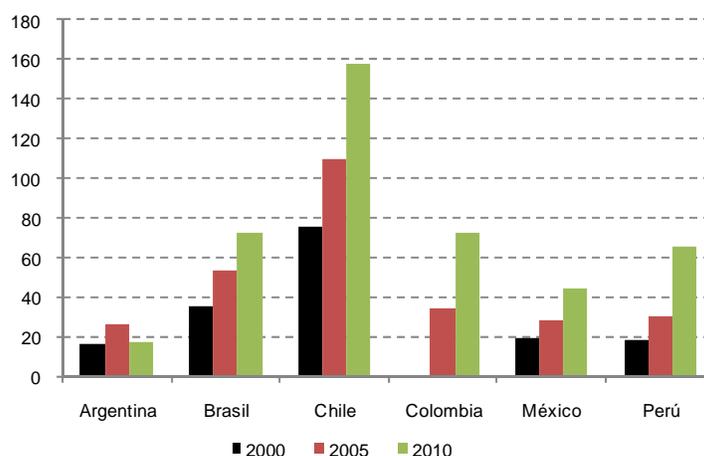
### d) Baja profundidad y liquidez del mercado accionario

La baja profundidad del mercado accionario se expresa también en un bajo grado de liquidez, es decir el número y volumen de transacciones efectuadas es relativamente reducido. Según el coeficiente de rotación accionaria el mercado más líquido en la región es el de Brasil; en tanto, los restantes mercados exhiben una baja liquidez<sup>19</sup>. Esta situación redundo en que el mercado accionario sea una fuente de financiamiento cara para los emisores (i.e. los inversionistas reales) y de rendimientos inciertos (para sus tenedores).

<sup>19</sup> A modo de comparación, el coeficiente de rotación accionaria del total de las bolsas que reportan al *World Federation of Exchanges* fue de 96,6% en 2007, 98,5% en 2008 y 78,4% en 2009.

**GRÁFICO I.6**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL**

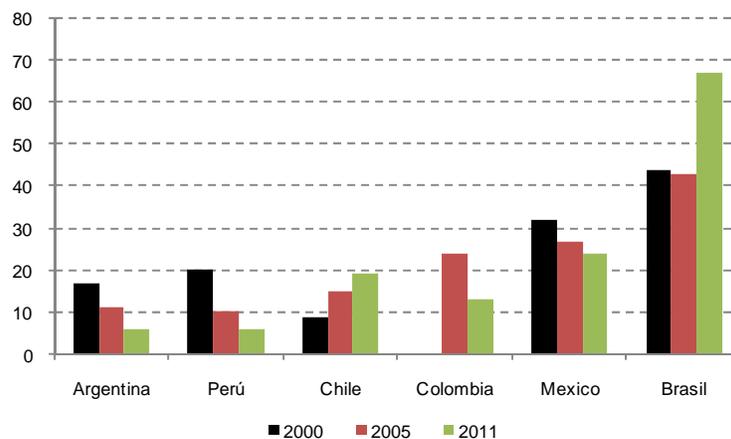
(Datos correspondientes a fines de cada año, como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de *World Federation of Exchanges*.

**GRÁFICO I.7**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): COEFICIENTE DE ROTACIÓN EN LOS MERCADOS ACCIONARIOS**

(Como porcentaje de la capitalización bursátil)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de *World Federation of Exchanges*.

**e) Baja presencia de bonos privados: un caso de *crowding out*?**

En la región, con la excepción de Chile, los mercados de deuda exhiben una gran participación de bonos públicos. En general, por cuanto proveen una referencia respecto del costo de fondos mediante la emisión de un activo seguro o libre de riesgo, tanto en los mercados locales como internacionales, la presencia de esos bonos es considerada necesaria para el desarrollo de los mercados de deuda y para un mejor acceso a estos por parte de emisores privados.

En razón de lo anterior no es sorprendente la alta presencia de bonos públicos en este mercado. Sin embargo, en el caso de América Latina dicha participación es comparativamente más elevada que en

mercados de países desarrollados y emergentes (con la excepción de Japón y Europa emergente)<sup>20</sup>. En el caso en que el nivel de deuda pública pudiera haber excedido aquel necesario para proveer un activo seguro, este elevado peso de los bonos públicos en el mercado de deuda podría estar desplazando la emisión de bonos privados, a la vez que podría estar restringiendo el crédito bancario por la vía de tenencias obligatorias de bonos de la deuda pública o por sus elevados retornos. Asimismo, es posible que una elevada presión de la deuda pública en un mercado de tamaño reducido y, por lo tanto, de baja capacidad para generar recursos financieros, sea uno de los principales factores explicativos de ciertos casos de elevadas tasas de interés y bajos niveles de inversión real.

#### **f) Insuficiencias de los instrumentos emitidos**

Por último, es relevante notar que la evidencia respecto de la composición del total de bonos emitidos en la región (excluidos los instrumentos de control monetario) tampoco resulta funcional a los propósitos del financiamiento de la inversión. En comparación con otras regiones emergentes y países industrializados, la presencia de instrumentos a tasa de interés flotante o con rendimientos indexados a la inflación es desproporcionadamente elevada. Hacia el 2009 se apreciaba que la participación promedio de los bonos a tasa variable era de 41% y de los indexados era de 25%, en tanto la de aquellos a tasa fija era de un 31%. En contraste, la participación de bonos a tasa fija, alcanzaba al 66% y al 77% para el total de países emergentes e industrializados, respectivamente<sup>21</sup>. Ello, en la mayoría de los casos, implica que aumentan las dificultades de financiar la inversión por esta vía, por cuanto a los riesgos normales del proyecto de inversión se agregan los riesgos de fluctuaciones en las tasas de interés y en la inflación. La relativa inexistencia de instrumentos y mercados que permitan cubrir estos riesgos agrava aún más esta dificultad.

## **2. Principales componentes del financiamiento externo**

### **a) Tendencias globales recientes y su efecto sobre el financiamiento externo**

Durante los años noventa comenzaron a gestarse significativos cambios en la economía global, cuyas consecuencias se harían sentir progresivamente. Así, durante ese decenio comienza a incrementarse en forma significativa la importancia relativa en la economía mundial de países emergentes, con consecuencias tanto positivas, en términos de la dinamización del comercio mundial que ello trajo aparejado, como negativas, en el caso de la crisis originada en esos países a fines de esa década. China e India aceleraron su incorporación a los mercados globales, fenómeno que se consolida durante los primeros años del nuevo siglo, generando un significativo impacto en los mercados de commodities. De este modo, a partir del 2003, como resultado de la demanda ejercida por esas economías emergentes, estos precios inician un proceso de alzas significativas que solo se interrumpió temporalmente durante los momentos más álgidos de la crisis financiera global del 2008.

A su vez, en países desarrollados, pero en especial en los Estados Unidos, la política monetaria adquirió un carácter acomodaticio, buscando mantener los niveles de actividad a pesar de los significativos desbalances externos y fiscales acumulados, a lo que luego se sumó una expansión acelerada del crédito. Ello tendió a reducir los retornos en los mercados financieros de economías desarrolladas, tornando aún más atractivos a los mercados de países emergentes, que vieron así incrementado el flujo de inversiones hacia ellos, tanto bajo la forma de inversión extranjera directa como inversión de cartera.

Por su parte, y asociado a lo anterior, desde mediados de la década de los noventa, los mercados financieros internacionales registraron un desarrollo notable, que se tradujo en un fuerte aumento en los montos de recursos transados y en la velocidad de procesamiento de las transacciones financieras<sup>22</sup>.

<sup>20</sup> Según cifras del Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, en América Latina, en promedio, la participación de los bonos públicos en el total de los bonos emitidos fue de 63,8% en 2008, cifra muy superior a la de los Estados Unidos (25,7%), la Unión Europea (30,4%), Asia (56,6%), África (46,9%) y Oriente Medio (37%).

<sup>21</sup> Véase Banco de Pagos Internacionales, BPI (2002) y la actualización de la base de datos en el sitio web [www.bis.org](http://www.bis.org). Los países de la región incluidos son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

<sup>22</sup> A modo ilustrativo, los préstamos bancarios transfronterizos otorgados por los bancos que reportan al Banco de Pagos Internacionales (BPI) aumentaron en 1998 de una cifra equivalente al 8% del PIB mundial a una cifra equivalente al 50% del PIB mundial en diciembre de 2008; a su vez, los derivados *over-the-counter* (OTC) aumentaron de un 0,3% del PIB mundial a 1% del PIB mundial en igual período.

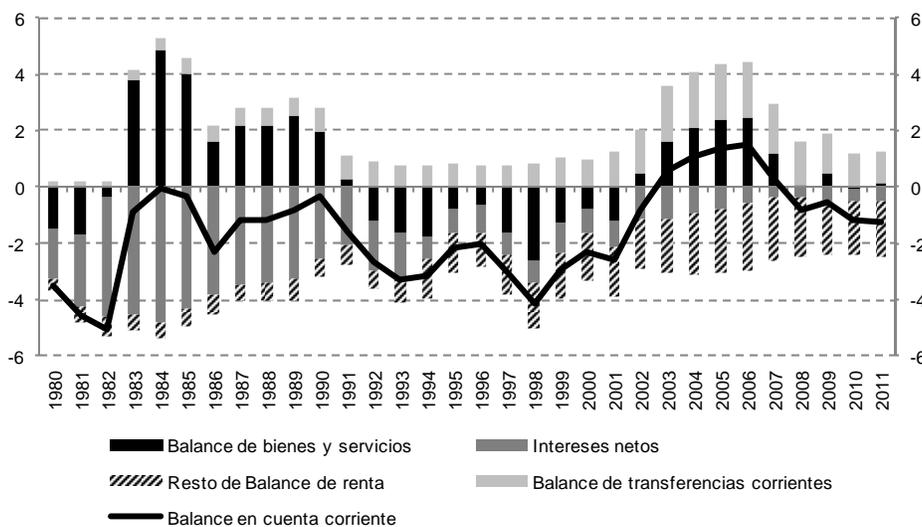
Igualmente se asistió a aumentos importantes en los montos anuales de emisiones de bonos, en la capitalización bursátil de las bolsas e incrementos considerables en los montantes involucrados en préstamos sindicados. En suma, a partir de la segunda mitad de la primera década del siglo XXI las condiciones financieras globales mejoraron considerablemente para los países emergentes, lo que para varios países de América Latina se tradujo en un importante influjo de recursos externos y un incrementado acceso a los mercados financieros internacionales.

## b) Principales tendencias de la composición del financiamiento externo de América Latina y el Caribe

### i) Cambios en los flujos en la cuenta corriente de la balanza de pagos

Un análisis de la composición de la cuenta corriente de la región ilustra algunos aspectos diferenciadores entre los períodos 1990-2002 y 2003-2010, y entre estos dos períodos y lo registrado durante la década de 1980 (véase gráfico I.8). En efecto, durante los años ochenta la cuenta corriente de la región se caracterizó por altos montantes de pago de intereses por concepto de servicio de la deuda externa (entre 2% y 4,7% del PIB regional) y la generación de superávits comerciales, principalmente debido a la contracción de las importaciones inducida por las políticas de ajuste adoptadas para enfrentar la crisis de la deuda externa.

**GRÁFICO I.8**  
**AMÉRICA LATINA: COMPONENTES DE LA BALANZA EN CUENTA CORRIENTE**  
(Millones de dólares, en porcentajes del PIB)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Incluye el pago neto de rentas obtenidas por concepto de inversión extranjera directa e inversión de cartera.

Durante la década de los noventa e inicios de la primera década de los 2000, los países de la región enfrentaron un limitado acceso a los mercados voluntarios internacionales de capitales, dada su condición de mayor riesgo percibido luego de la crisis de la deuda en los ochenta, y en un contexto en que los países de la región retomaban sus procesos de apertura financiera al exterior. Hasta mediados de los años noventa pocos países accedían a los mercados internacionales y gran parte de las emisiones eran soberanas.

A partir de 2003, un cambio notorio en la composición de la cuenta corriente fue el registro sostenido de superávit comerciales impulsados por un elevado crecimiento de las exportaciones de

bienes y servicios, este último impulsado por factores externos (expansión de las economías asiáticas y de Estados Unidos, alzas de precios de materias primas, aumento de la actividad turística<sup>23</sup>) e internos. Entre estos últimos, las fuertes devaluaciones reales experimentadas por algunos países en 2002 posibilitaron mejoras en la competitividad de sus sectores exportadores y en algunos países, inversiones de años anteriores habían creado la capacidad para expandir la producción, en particular de la minería e hidrocarburos<sup>24</sup>. En este contexto, los países de América del Sur experimentaron términos del intercambio muy favorables, dada la importancia de los minerales y metales, alimentos e hidrocarburos en su canasta de exportaciones, a la vez que países de Centroamérica experimentaron el efecto contrario dada su condición de importadores netos de combustibles y alimentos.

En este período se generaron igualmente cambios en la participación relativa del pago neto de los intereses de la deuda y la repatriación de utilidades de las empresas extranjeras residentes en el saldo de la balanza de renta regional<sup>25</sup>. En efecto, durante las décadas de los ochenta y noventa el saldo negativo de la balanza de renta estaba principalmente asociado al pago de los intereses de la deuda externa. A partir de mediados de los años noventa, y con más intensidad a partir de la década de los 2000, la composición del déficit de la balanza de renta regional se modifica, siendo los principales componentes los pagos de utilidades y dividendos y de la renta de la inversión de cartera. Este fenómeno se ha hecho más notorio en los países en los cuales la IED está en un porcentaje importante asociado a la explotación de recursos naturales. Al nivel regional, el único componente de la balanza en cuenta corriente con saldo positivo durante este período fue la balanza de transferencias corrientes, como resultado del creciente ingreso de remesas de trabajadores emigrados<sup>26 27</sup>.

#### ii) *Cambios en los flujos en la cuenta financiera de la balanza de pagos*

Los flujos financieros netos se pueden agregar en tres grandes grupos: a) la inversión extranjera directa<sup>28</sup>, b) la inversión de cartera<sup>29</sup>, y c) los pasivos netos de otra inversión, compuestos esencialmente por crédito bancario, crédito comercial y la constitución de otros activos y pasivos con el exterior, como es el caso los depósitos transfronterizos.

Esta distinción destaca la diferente naturaleza de estos componentes del financiamiento externo. La IED está gobernada por incentivos de largo plazo, entre ellos las perspectivas de rentabilidad, objetivos de posicionamiento en el mercado y las garantías legales. Es por tanto, *a priori*, un componente menos variable que otras fuentes de financiamiento externo. A su vez, entre los pasivos netos de otra inversión, las líneas externas de financiamiento bancario y los depósitos transfronterizos suelen ser relativamente estables, pero son susceptibles de retiros bruscos ante perspectivas de interrupción del acceso a los mercados cambiarios y/o aumento en la percepción de riesgos soberanos. El componente más variable, *a priori*, es la inversión de cartera por parte de no residentes, motivada por diferenciales de rentabilidad de corto plazo, expectativas cambiarias y riesgos soberanos en un conjunto amplio de mercados pero en un horizonte inmediato.

El paulatino acceso de los países a los mercados internacionales se tradujo no solamente en un aumento de las emisiones de bonos pero también en un aumento del ingreso de flujos de capitales a la

<sup>23</sup> Como porcentaje del PIB, el saldo de la cuenta de viajes y transporte de pasajeros de la balanza en cuenta corriente representa entre un 5% y un 10% en varios países de Centroamérica, y entre 15% y 40% en las economías más pequeñas del Caribe de habla inglesa, (CEPAL, Balance Preliminar 2008).

<sup>24</sup> CEPAL, Balance Preliminar 2003.

<sup>25</sup> De acuerdo a la metodología de Balanza de Pagos, los registros se anotan sobre base devengada. De este modo, el déficit registrado en el marco de la compilación de la balanza de pagos no necesariamente coinciden con los registros sobre base de caja (efectivamente pagados). Así, como ocurre en varios casos, si bien se devengan utilidades por las inversiones en el país, no necesariamente estas son retiradas en su totalidad, pudiendo ser reinvertidas y anotarse correspondientemente en la cuenta financiera.

<sup>26</sup> Pese a que en términos agregados las remesas de emigrantes representan un porcentaje pequeño del producto regional, alrededor del 1,5%, en algunos países de Centroamérica y del Caribe, su importancia como fuente de financiamiento es elevada, situándose, como porcentaje del PIB, entre 10% y el 20%.

<sup>27</sup> En la segunda mitad de la década de los noventa, al nivel regional, la balanza de la cuenta de viajes en la balanza de servicios también empezó a anotar un saldo positivo.

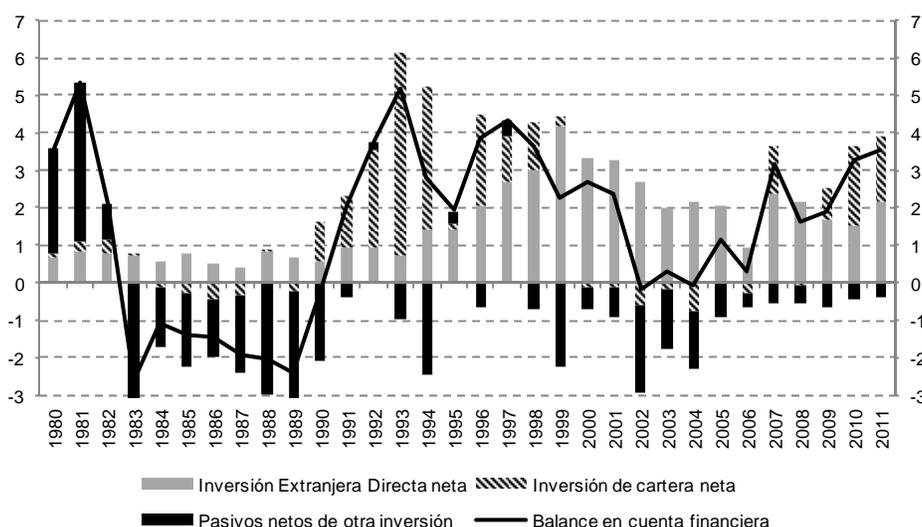
<sup>28</sup> La cual incluye la compra de acciones en el mercado local que permitan la participación en la toma de decisiones sobre la gestión de las empresas.

<sup>29</sup> Que incluye compra/venta de acciones y títulos de deuda emitidos interna y externamente por residentes.

región. Al nivel regional y en términos netos, desde mediados de los años noventa la inversión extranjera directa ha sido la principal fuente de financiamiento externo en América Latina y el Caribe, tanto en términos de montos absolutos como de persistencia a lo largo de los años. En lo relacionado con la inversión de cartera, si bien en los primeros años de la década de los noventa alcanzó montos importantes, su relevancia disminuyó hacia finales de la década, y solamente a partir del 2009 retoma su dinámica. A su vez, los flujos netos de otra inversión han sistemáticamente representado una salida neta de capitales de la región, aunque, por motivos distintos a lo largo del período analizado (gráfico I.9).

**GRÁFICO I.9**  
**AMÉRICA LATINA: FLUJOS NETOS DE IED, INVERSIÓN DE CARTERA Y PASIVOS**  
**NETOS DE OTRA INVERSIÓN**

(Millones de dólares, como porcentaje del PIB)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales y del Fondo Monetario Internacional, Estadísticas de balanza de pagos.

### La inversión extranjera directa (IED)<sup>30</sup>

El importante aumento de la inversión extranjera directa durante la década de los noventa fue impulsado, en forma significativa, por los procesos de privatización de empresas públicas, de liberalización de algunos mercados y el establecimiento de garantías a los inversionistas extranjeros. En este contexto, mientras que en los países de América del Sur, los sectores destinatarios de esta inversión fueron principalmente los servicios básicos y de comunicaciones, servicios financieros y aquellos vinculados con la explotación de recursos naturales, en México y en los países de América Central estos flujos estuvieron mayoritariamente dirigidos hacia el sector manufacturero, en virtud de los incentivos ofrecidos a la industria maquiladora y un conjunto amplio de medidas de apoyo.

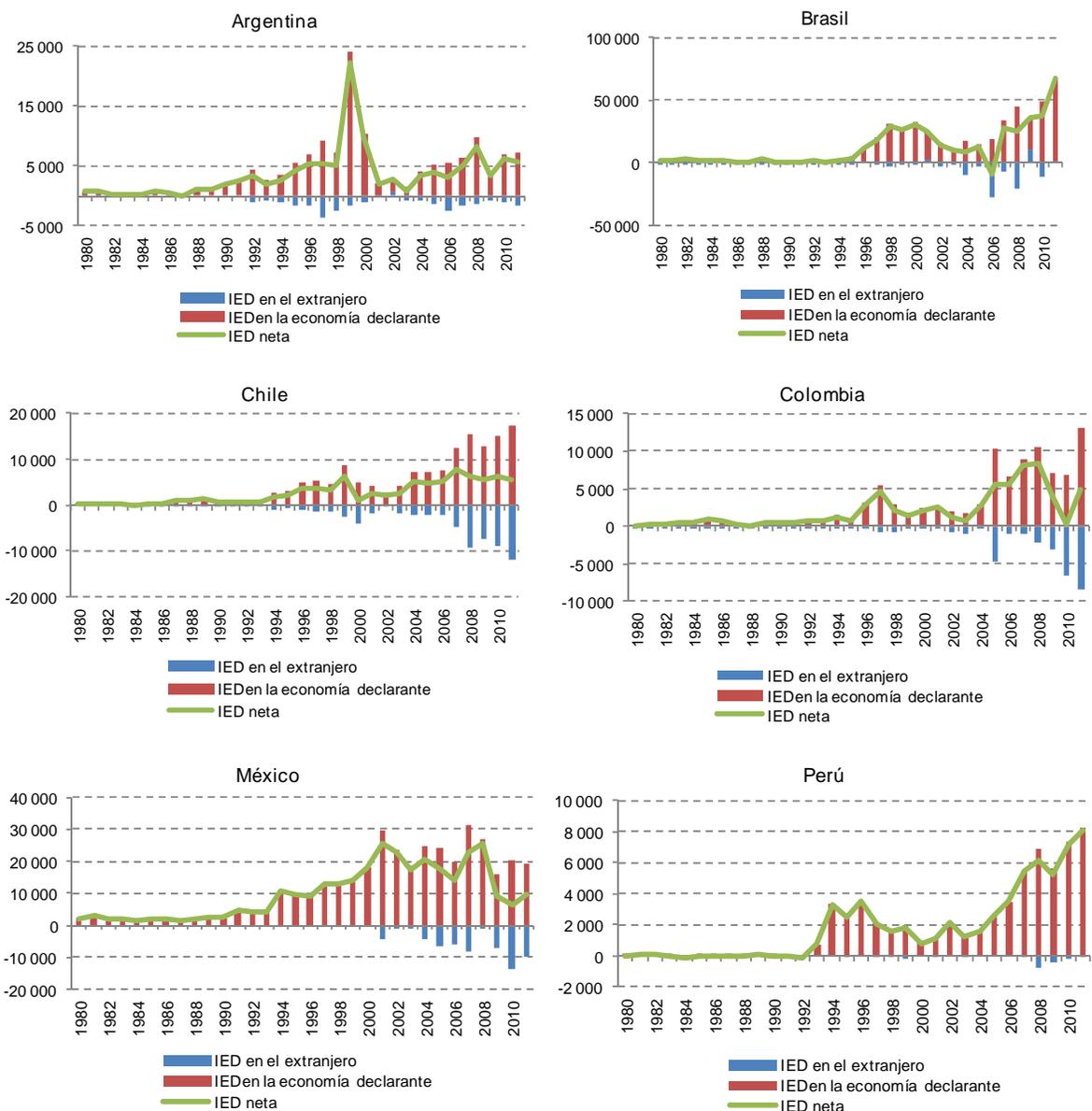
Durante los primeros años de la primera década de los 2000, debido en parte a las dificultades económicas en los países de origen, los ingresos de inversión extranjera directa disminuyeron en forma considerable; no obstante, se mantuvieron bien por sobre los niveles logrados durante la primera mitad de los años noventa. En 2007 y 2008, la región anotó nuevamente un record de ingresos de IED, debido a los altos inlfujos hacia Brasil y México. Si bien en 2009 estos flujos sufrieron cierta reducción en el

<sup>30</sup> La inversión extranjera directa es aquella en la que el agente inversor busca un vínculo duradero con la empresa receptora e incidir en forma significativa en su administración. Para calificar como inversionista directo, debe poseer un 10% de la empresa y al mismo tiempo incidir en su administración. En ciertos casos, aunque no posea dicho 10% pero efectivamente ejerce control sobre la empresa, se calificará también como inversión directa y viceversa. Véase: Fondo Monetario Internacional: Manual de Balanza de Pagos.

contexto de la crisis financiera global, en el 2010 estos recuperaron su dinamismo anterior. No obstante, en términos netos, la IED regional se mantuvo en niveles similares a los observados en 2009. Ello resultó de las positivas expectativas de mediano y largo plazo para los mercados de destino de las exportaciones de los sectores a los cuales se orienta la IED, y de los mayores niveles de inversión desde la región hacia el resto del mundo, incluyendo las inversiones intrarregionales.

**GRÁFICO I.10**  
**INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA ECONOMÍA DECLARANTE Y EN EL EXTRANJERO**  
**DE LOS SEIS MAYORES RECEPTORES**

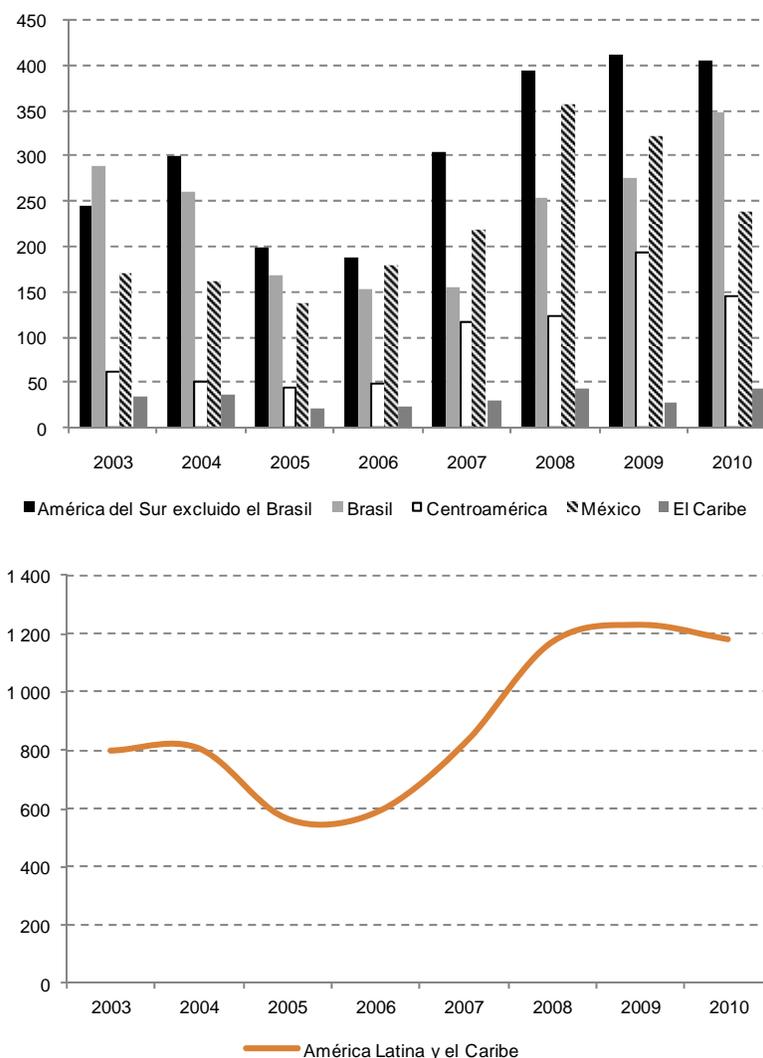
(Millones de dólares)



Fuente: CEPAL, sobre la base de estadísticas oficiales.

En una óptica distinta a su impacto financiero, es posible analizar la contribución de la IED a la formación de nueva capacidad productiva, desglosándola en sus componentes de proyectos nuevos (*greenfield investment*) y flujos correspondientes a fusiones y adquisiciones de empresas ya existentes. Para esos efectos se emplean aquí las estimaciones realizadas por la UNCTAD<sup>31</sup>.

**GRÁFICO I.11**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PROYECTOS NUEVOS DE IED,**  
**(GREENFIELD INVESTMENT), 2003-2010**  
 (Número de proyectos)



Fuente: CEPAL, sobre la base de UNCTAD, World Investment Report 2011.

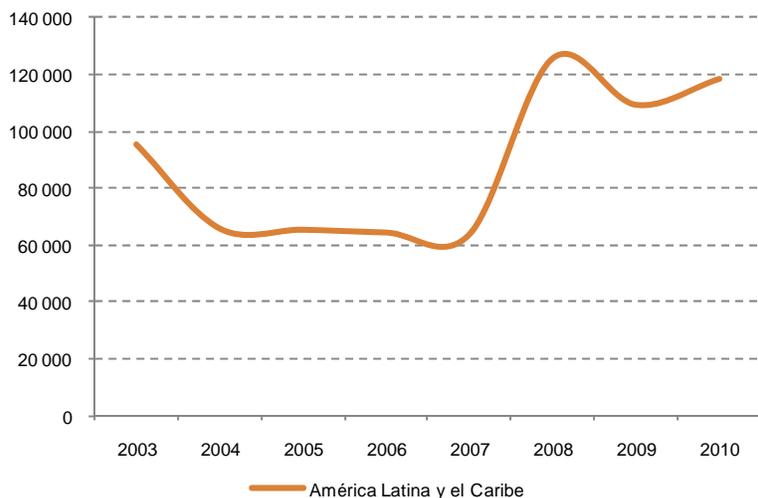
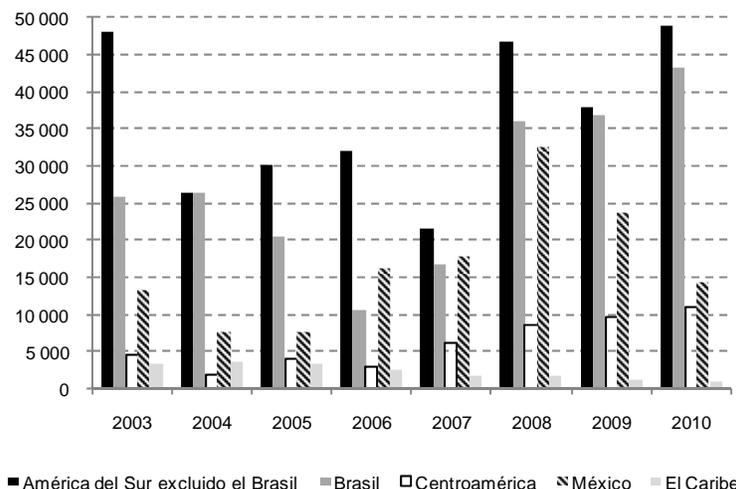
Las cifras disponibles para América Latina muestran que el número de proyectos nuevos disminuyó en forma considerable en 2005 y 2006, aumentando en forma sostenida a partir del 2006, para luego estancarse en 2009 y 2010 (gráfico I.11). Por sub-regiones, América del Sur (excluyendo a Brasil) fue la región receptora de mayor número de proyectos, hecho que se relaciona con las positivas perspectivas para sus sectores exportadores de *commodities*. Otro elemento a destacar es la continua

<sup>31</sup> Estas cifras corresponden a las publicadas por UNCTAD en el *World Investment Report 2011*, las que no necesariamente coinciden con las cifras del Balance de Pagos, elaboradas según los criterios establecidos por el FMI.

expansión del número de proyectos reportados en Brasil entre 2007 y 2010, pese al estancamiento del total regional entre 2008 y 2010. El desempeño de Brasil contrasta también con el comportamiento de México, en que el número de proyectos reportados disminuye en 2009 y 2010, lo que probablemente se relacione con las perspectivas post-crisis financiera global de su principal mercado de destino de exportaciones y la fuerte competencia por atraer proyectos en esas mismas áreas por parte de países de fuera de la región (China).

En términos de la evolución del volumen de recursos financieros correspondientes al número de proyectos nuevos se observa que estos aumentaron considerablemente en 2008, manteniéndose en niveles elevados, aunque menores, tanto en 2009 como 2010 (gráfico I.12). Destaca la mayor relevancia de América del Sur como receptora de estos recursos, la mayor importancia relativa de Brasil dentro de los países de la región, y la disminución entre 2008 y 2010 de los recursos por este concepto recibidos por México. En efecto, en 2010 los recursos financieros correspondientes a proyectos nuevos de IED registrados por este país fueron alrededor de un 50% inferior a los anotados en 2008.

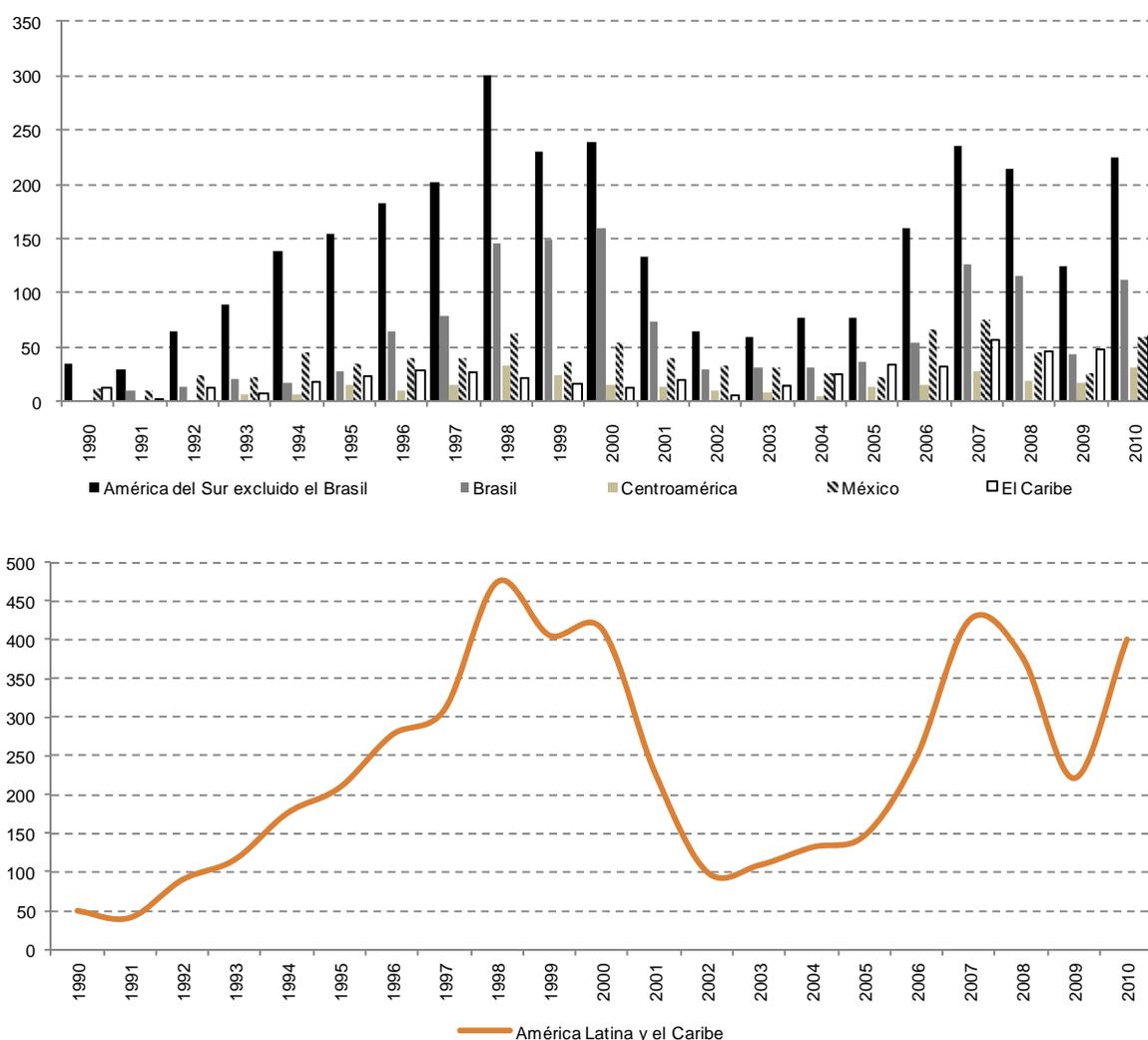
**GRÁFICO I.12**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: NÚMERO DE PROYECTOS NUEVOS DE IED,**  
**(GREENFIELD INVESTMENT), 2003-2010**  
*(Millones de dólares)*



Fuente: UNCTAD, *World Investment Report* 2011.

Las cifras disponibles relativas a procesos de fusión y adquisición cubren un mayor número de años (gráfico I.13). Se observa que el número de negocios aumentó en forma sostenida entre 1991 y 1998, correspondientemente con los procesos de apertura comercial y privatizaciones que se verificaron con mayor intensidad en ese período en varios de los países de América Latina y el Caribe. Ello también explica la reducción que se aprecia entre 2000 y 2005, junto con los diversos episodios críticos experimentados en los países de origen de esta inversión. Posteriormente, estos flujos recuperan su dinamismo en función de las expectativas de crecimiento de América Latina y el Caribe y el mayor apetito de los inversionistas externos por adquirir posiciones en economías emergentes. América del Sur y Brasil son los principales destinos de este tipo de inversión.

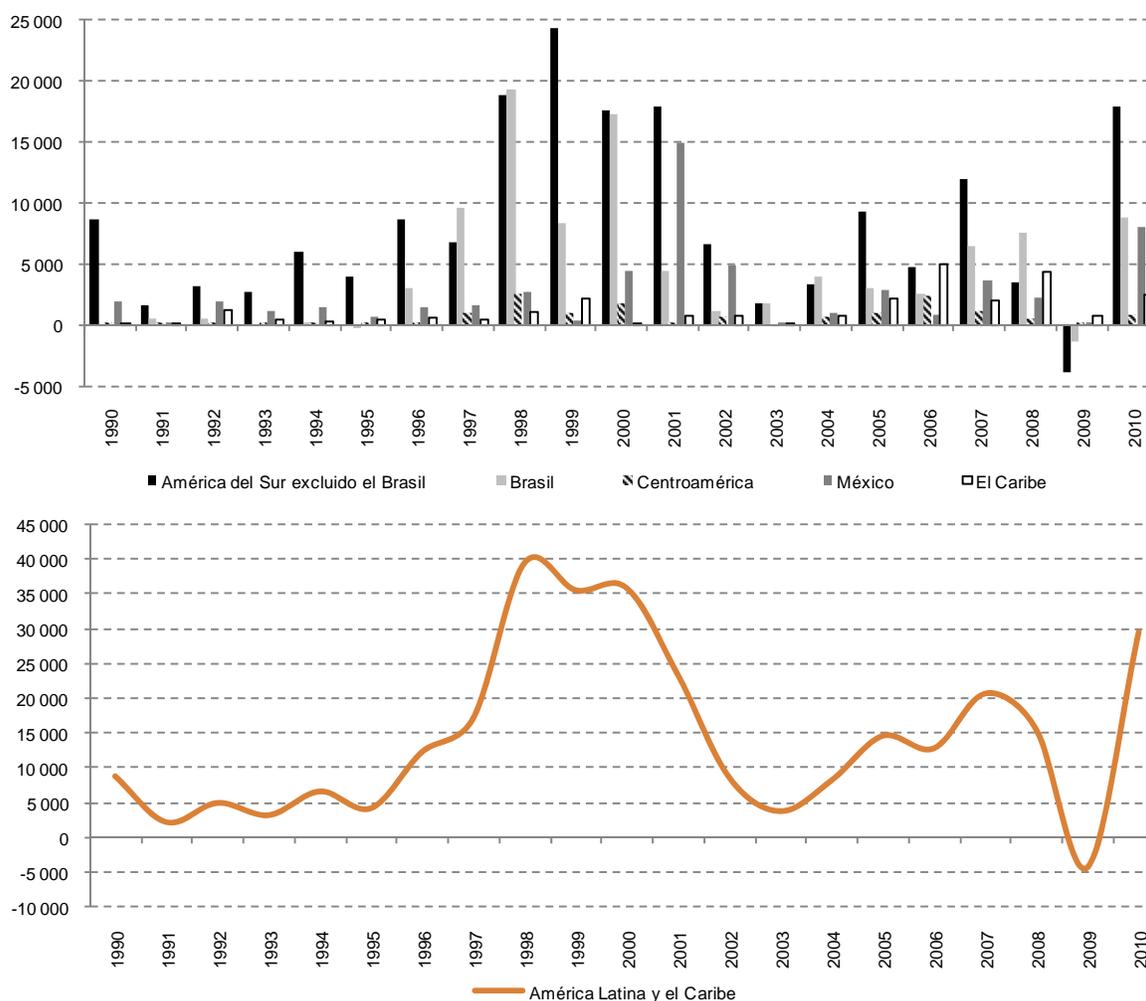
**GRÁFICO I.13**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: IED, FUSIONES Y ADQUISICIONES, 1990-2010**  
*(Fusiones y adquisiciones transfronterizas, por región o país vendedor, número de negocios)*



Fuente: CEPAL sobre la base de UNCTAD, World Investment Report 2011.

**GRÁFICO I.14**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: IED, NÚMERO DE OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES, 1990-2010**

(Cross-border M&As por región o país vendedor, en millones de dólares)



Fuente: CEPAL sobre la base de UNCTAD, World Investment Report 2011.

### La inversión de cartera<sup>32</sup>

La inversión de cartera registra un aumento importante durante los primeros años de la década de los noventa reflejando en parte los efectos de procesos de privatización y de mayor apertura de los mercados internos a la inversión externa, y se mantuvo en niveles relativamente elevados hasta 1998, año en el cual se sintieron en la región los efectos de la crisis internacional que se inició en los países asiáticos. Posteriormente, en el contexto de situaciones de *default* de compromisos externos por parte de algunos países de la región y las turbulencias que afectaron a la economía de los Estados Unidos a partir del 2000, estos flujos prácticamente desaparecen o se tornan negativos.

Solamente en el 2007 los flujos de inversión de cartera adquirieron nuevamente importancia para la región en su conjunto, desarrollo que se explica por varios factores. Primero, los mercados financieros

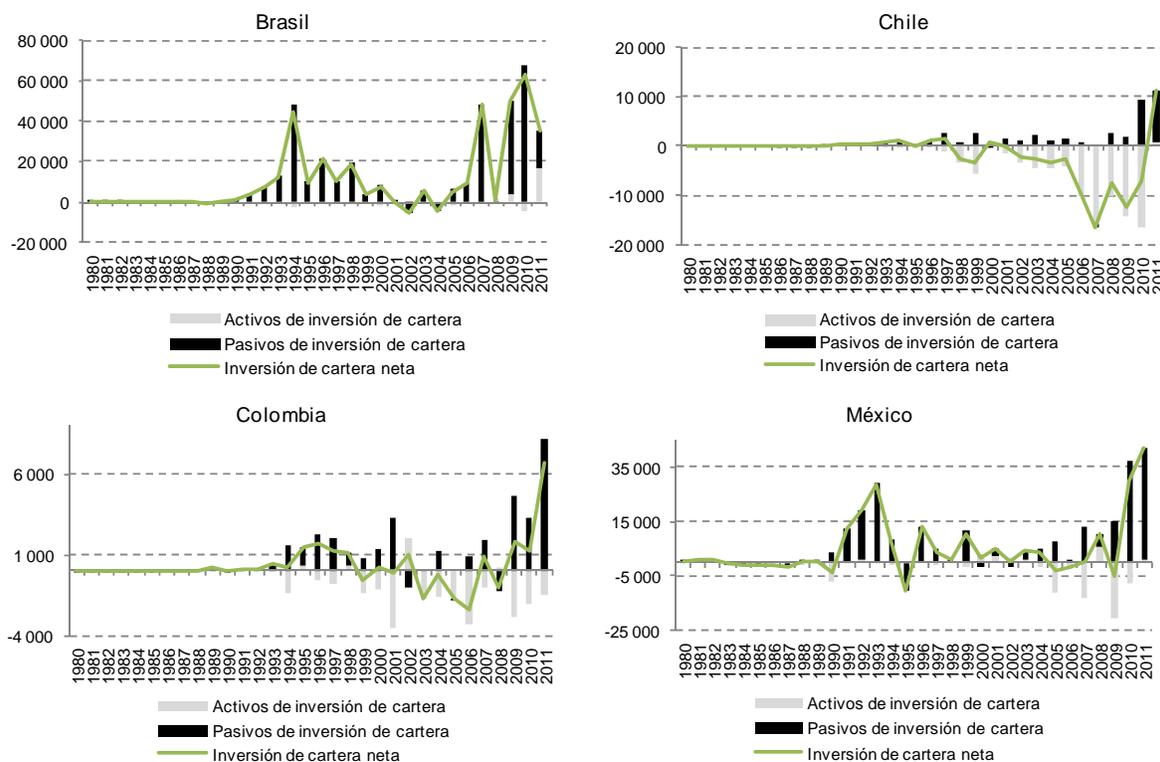
<sup>32</sup> La inversión de cartera o portafolio comprende aquella en la cual el inversionista está más motivado por la búsqueda de rentabilidad y protección que por el control de la empresa y comprende tanto la compra de acciones como la adquisición de otros instrumentos financieros tales como bonos, notas y derivados financieros. Véase: Fondo Monetario Internacional: Manual de Balanza de Pagos.

domésticos de varios países exhiben un creciente dinamismo como resultado de un mayor recurso a la emisión de deuda pública interna, a lo cual contribuyeron los procesos de reestructuración de deuda externa sustituyendo esta última por deuda interna. A ello se sumó que en la generalidad de los países los indicadores de solidez fiscal y financiera exhibieron mejorías significativas, en comparación con los registros de la década de los noventa. Segundo, la mejoría de los indicadores macroeconómicos, en un contexto internacional de bajos rendimientos financieros, elevaron el atractivo de la inversión de cartera hacia países de la región, lo que reforzó el dinamismo que ya exhibían ciertos mercados, en particular Brasil, Chile y Perú<sup>33</sup>. Durante el 2010 se asistió a un incremento importante en los ingresos de inversión de cartera y por primera vez desde 1993, las entradas de capital por este concepto superaron a las de IED, inclusive en términos de flujos netos.

El gráfico I.15 presenta la evolución de la inversión de cartera para los seis países de mayor desarrollo financiero, por cuanto la materialización de estos flujos depende en gran medida de la existencia de mercados financieros internos a los que puedan acceder inversionistas nacionales y extranjeros. Como allí se ve, durante la década de los noventa han predominado los flujos de cartera positivos en los casos de Brasil y México, en tanto que en los países restantes se aprecia tanto entradas como salidas de capitales por este concepto. Chile, en particular, experimenta salidas netas en forma sostenida, característica vinculada, primero, a la diversificación de la cartera de su sistema de pensiones, y luego, a la acumulación de recursos en fondos soberanos mantenidos en el exterior a partir del 2004. A su vez, para el caso de países de menor desarrollo financiero, el patrón de los flujos de cartera es naturalmente menos nítido.

**GRÁFICO I.15**  
**INVERSIÓN EXTERNA DE CARTERA EN LOS SEIS PAÍSES**  
**DE MAYOR DESARROLLO FINANCIERO INTERNO**

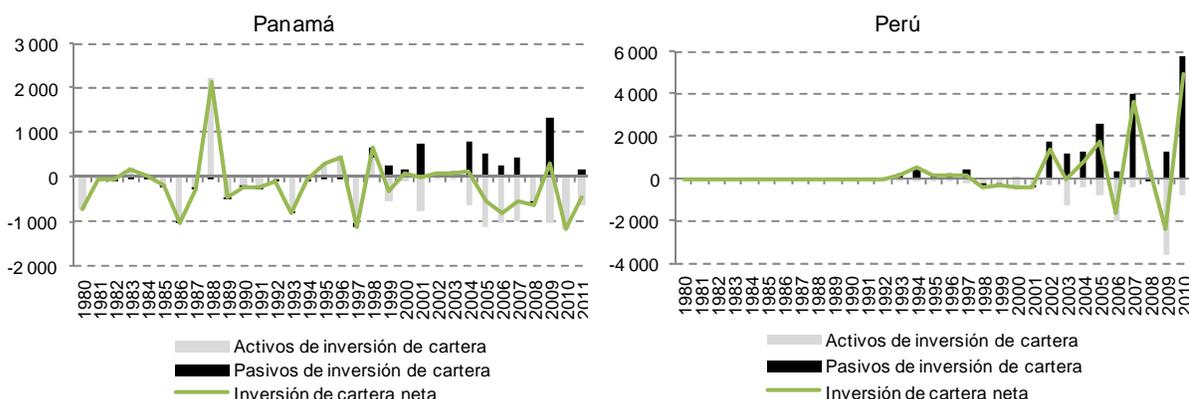
(Millones de dólares)



(continúa)

<sup>33</sup> Jiménez y Manuelito (2010).

Gráfico I.15 (conclusión)

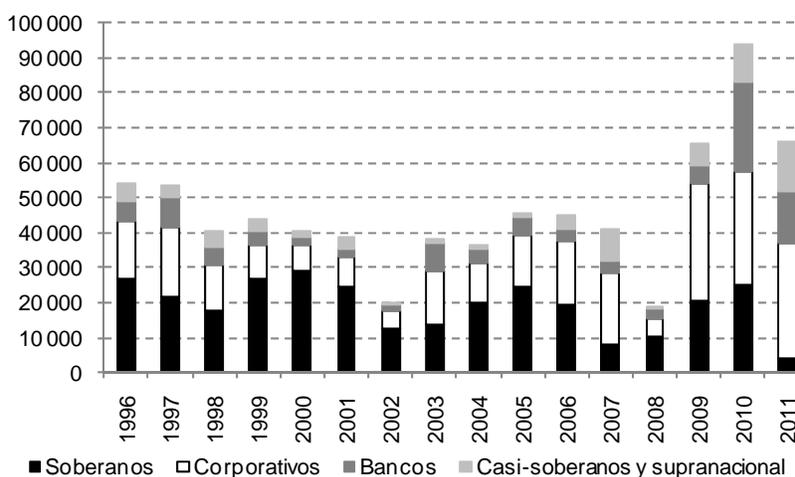


Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales de los países.

Un componente importante de los flujos de cartera son las emisiones de bonos en los mercados internacionales. Estas adquirieron cierto dinamismo en la primera mitad de la década de los noventa, que fue interrumpido por la eclosión de la crisis asiática en 1997, para luego estancarse a consecuencia de las dificultades de cumplimiento de compromisos externos de parte de Ecuador en 1999 y Argentina hacia fines del 2001. A ello se sumó un incierto cuadro externo debido a la crisis que afectó a la economía de los Estados Unidos a partir del 2000. Posteriormente, a medida que se recuperó la confianza de los mercados, tendió a retomarse el ritmo de emisiones de bonos, pero el auge en los precios de las principales exportaciones de América Latina y las mejoras en su situación fiscal determinaron una menor necesidad de financiamiento externo y un cambio en las estrategias de deuda de varios sectores públicos de la región, ocasionando un menor ritmo de endeudamiento externo y, en ciertos casos, menores niveles absolutos de deuda externa.

Si bien en un primer momento las emisiones de bonos de la región en los mercados internacionales estuvieron concentradas en bonos soberanos, se ha registrado en los últimos años un incremento de la participación tanto de bonos emitidos por empresas públicas, como de bonos corporativos emitidos por el sector privado. El aumento del número de emisiones fue asimismo acompañado por un aumento en los plazos de las colocaciones y por una disminución de las tasas de colocación, como resultado del menor riesgo de las economías de la región (gráfico I.16). Si bien en términos de los volúmenes captados sobresalen los casos de Brasil y México, el número de países que emitió bonos durante la primera década del siglo se incrementó de forma sostenida, de modo tal que al 2012 al menos 20 países de la región habían emitido bonos en más de una ocasión durante los diez años previos.

**GRÁFICO I.16**  
**AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE BONOS EN LOS MERCADOS**  
**INTERNACIONALES, POR SECTOR**  
 (Millones de dólares)



Fuente: Sobre la base de CEPAL, *Capital Flows to Latin America*, varios números.

### Otra inversión

Los pasivos netos de otra inversión (que incluyen cambios netos devengados en créditos bancarios, créditos para comercio exterior, moneda y depósitos en el exterior) registran en general un signo negativo, con la excepción de los años 1992, 1995 y 1997, lo cual indica una salida neta de capitales de la región hacia el resto del mundo por este concepto. Las razones por las cuales, en términos agregados regionales, se da este resultado, obedecen a eventos diferenciados y no necesariamente marcan una tendencia.

Por una parte, está la disminución de pasivos con el exterior por parte de residentes como parte del proceso de desendeudamiento ya descrito. Estos pasivos han registrado en algunos años disminuciones correspondientes al pago de préstamos bancarios y de organismos multilaterales de financiamiento entre 2003 y 2006 en varios países (Bolivia (Estado Plurinacional de), Honduras). Por otra parte, los activos de otra inversión de residentes hacia el exterior han acusado aumentos importantes en algunos años (el caso de 1994, 1999 y 2002, años en los cuales se registraron fugas por crisis financieras y de balanzas de pagos en algunos países de la región), y en otros países se refleja un aumento del ahorro en el exterior de recursos provenientes de la explotación de recursos naturales y la constitución de fondos soberanos).

De este modo, la conjunción de factores globales y regionales ha determinado un significativo cambio en la estructura del financiamiento externo de la región durante las dos décadas recientes. Como rasgo general se aprecia una reducción del peso de los intereses sobre la deuda externa, a medida que los países, gracias a los mayores precios de sus exportaciones que posibilitaron un fortalecimiento de las finanzas públicas y externas, y/o por la acción de programas multilaterales específicos, redujeron su endeudamiento externo en forma significativa. A la vez, el creciente influjo de la IED hacia la región ha tenido como contrapartida un aumento de las utilidades devengadas al exterior. Ello ha sido más notorio en el caso de los países exportadores de bienes primarios de América del Sur. A su vez, en el caso de Centroamérica, las remesas enviadas por los trabajadores migrantes han adquirido gran importancia como fuente de recursos externos.

En el ámbito de la cuenta financiera, la década de los noventa fue testigo del inicio de una fuerte dinámica de la IED hacia la región, en especial hacia países exportadores de recursos naturales, hacia aquellos poseedores de un mercado interno relevante, y hacia los de mayor desarrollo financiero interno.

A la vez, el rápido desarrollo de los mercados financieros internacionales junto con mayor apertura de la cuenta de capitales, la mejora en su posición de riesgo relativo, el nivel de rentabilidad ofrecido por los mercados domésticos y el apetito por riesgo de los inversionistas extranjeros, se ha expresado para estos países en importantes influjos de cartera, en ocasiones superiores al flujo de IED. Esos países también han recurrido en mayor medida a la emisión de bonos soberanos externos, facilitando también con ello la participación de empresas privadas en los mercados de capitales externos. A la vez, también se aprecian salidas de flujos financieros en algunos casos en que se han establecido fondos soberanos así como en aquellos en que se permite la diversificación externa de los riesgos en el caso de los sistemas de pensiones y de seguros.

En síntesis, ha tendido a configurarse una situación dual en la región, en la que ciertos países, hasta el momento al menos, han logrado levantar la restricción externa que afectaba el financiamiento de la inversión, a la vez que su estructura de financiamiento, tanto interno como externo, se ha complejizado, lo que supone asumir nuevos desafíos y enfrentar nuevos riesgos. En otros casos, no obstante, esta estructura de financiamiento no ha variado mayormente, por lo que sus niveles de inversión siguen sujetos a los vaivenes de la disponibilidad de recursos financieros externos a través de los canales tradicionales (i.e. financiamiento bilateral, proveniente de países desarrollados y/o de organismos multilaterales).



## **II. Principales tendencias desde 1980 al presente en una perspectiva de contabilidad del crecimiento y las necesidades de inversión**

---

En razón de su contribución al dinamismo de corto plazo y al crecimiento económico de largo plazo, el centro del análisis hasta este punto han sido los rasgos estilizados de la inversión y su financiamiento en la región. No obstante, ese aporte depende de un conjunto de otros factores que es preciso tener en consideración. Así, desde la óptica de la teoría económica son factores del crecimiento: la formación de capital fijo, el insumo de trabajo, y la composición de ambos factores (en términos de características determinantes de su productividad, tales como el grado de calificación, la intensidad de uso de tecnologías, entre otros). Otros enfoques incluyen las características de la estructura económica, entendida como la distribución según ramas de la producción, y el grado de heterogeneidad de sus capacidades productivas (en especial el acceso de empresas de diferentes tamaños a la tecnología y recursos productivos modernos, que determinan diferencias en su productividad) y la intensidad de sus interrelaciones (encadenamientos) productivas.

En esta sección se adopta un enfoque agregado basado en la metodología de la contabilidad del crecimiento, con el fin de analizar la contribución del capital y luego realizar ejercicios tendientes a cuantificar necesidades de inversión. Posteriormente, en el capítulo III se discutirán políticas orientadas a financiar esa inversión.

Este énfasis, no obstante, no va en desmedro de la relevancia de políticas relativas a los otros componentes del crecimiento, es decir aquellas orientadas al fortalecimiento de la formación de capacidades humanas, la difusión de progreso tecnológico, el cambio estructural hacia los segmentos de mayor productividad y la superación de las barreras que originan la heterogeneidad en el acceso a los recursos productivos modernos.

## A. Rasgos estilizados de las fuentes del crecimiento en la región

Sobre la base de la metodología de contabilidad del crecimiento se discuten en esta sección los principales rasgos de sus determinantes en la región entre 1981 y 2010<sup>34</sup>. En una perspectiva de largo plazo, el cuadro II.1 presenta los rasgos centrales del aporte de los determinantes cercanos (trabajo, capital y la productividad total de factores) al crecimiento económico entre 1981 y 2010. Como allí se aprecia, en el lapso de casi 30 años (1981-2010) el crecimiento de América Latina es sólo de un 3% anual<sup>35</sup>. En términos de sus componentes, se observa que prácticamente en la totalidad de los casos el insumo de horas trabajadas predomina sobre la formación de capital, que el aporte de la productividad es casi nulo y, en muchos casos, resulta negativo. En efecto, en términos promedio, del crecimiento total de la región, un 54% es explicado por un aumento en las horas de trabajo, un 45% por un mayor stock de capital y solo un 0,9% por un aumento en la productividad de los factores.

En términos comparados este es un comportamiento decepcionante. Como se demuestra en estudios basados en metodologías similares, en los países de Asia que aceleraron su crecimiento en la década de los ochenta aumentó progresivamente la incidencia en el crecimiento del incremento en el stock de capital y la productividad total de factores, predominando por sobre el aumento de las horas de trabajo<sup>36</sup>. En suma, este desempeño atestigua un débil proceso de acumulación de capital y un escaso avance en la productividad. Si bien en algunos casos el cuadro general es menos decepcionante, es aún insuficiente comparado con experiencias de regiones que elevaron su crecimiento<sup>37</sup>.

Las observaciones que se desprenden de este análisis permiten adelantar dos orientaciones claves para elevar el crecimiento en la región. Primero, es preciso aumentar el aporte del capital al crecimiento, a través de la creación de un ambiente macroeconómico propicio para la inversión y la introducción de reformas institucionales conducentes al fortalecimiento de su financiamiento. Sobre ello trata el capítulo III.

<sup>34</sup> Esta metodología se basa en una función de producción que es alimentada con los insumos de capital (tomando en cuenta la edad del stock y su consiguiente pérdida de eficiencia con el tiempo) y las horas de trabajo empleadas y se discute en mayor detalle en Aravena (2010).

<sup>35</sup> Dado que varios de los países considerados exhiben tasas elevadas de crecimiento de la población, el incremento del PIB per cápita es notoriamente menor.

<sup>36</sup> La influencia de la acumulación de factores sobre el crecimiento ha sido documentada por varios estudios, y en el caso de la experiencia de los países de Asia del Este, se ha demostrado que hasta mediados de los ochenta ésta constituyó la principal fuerza tras el impresionante desempeño de su crecimiento (Alwyn Young (1995), Collins y Bosworth (1996), Krugman (2007) Lau y Park (2003). Posteriormente, la inversión y la productividad de factores ganaron mayor protagonismo (Véase Jorgenson y Vu, 2008). En el caso de América Latina, por el contrario, la acumulación de factores, en particular de capital, ha sido menos intensa que en Asia, elemento que forma parte de la explicación para el bajo desempeño en esta materia (Collins y Bosworth (1996).

<sup>37</sup> En una línea similar, Restuccia (2009) argumenta que, si bien existen diferencias relativas en las razones capital/producto y en el número de horas trabajadas entre América Latina y los Estados Unidos, estas no son suficientes para explicar las diferencias relativas en el PIB per cápita, las que se deberían en mayor medida a la menor productividad total de los factores en la región.

**CUADRO II.1**  
**AMÉRICA LATINA: RASGOS DEL CRECIMIENTO DEL PIB Y DE SUS DETERMINANTES, 1981-2010**  
*(En porcentajes)*

	Tasa de crecimiento del PIB	Contribución de los determinantes cercanos			Incidencia de los determinantes cercanos		
		Empleo	Capital	Productividad total de los factores	Empleo	Capital	Productividad total de los factores
Argentina	2,6	1,0	0,8	0,8	38,9	29,3	31,8
Bolivia (Estado Plurinacional de)	2,6	1,6	1,2	-0,2	60,5	46,9	-7,4
Brasil	2,8	1,4	1,0	0,4	51,2	34,9	13,9
Chile	4,4	1,4	1,8	1,2	32,3	41,0	26,7
Colombia	3,4	1,8	1,6	0,1	51,3	45,8	2,8
Costa Rica	4,0	2,1	1,9	0,0	51,6	47,4	1,0
Ecuador	2,8	1,7	1,2	-0,1	60,1	43,9	-4,0
Guatemala	2,8	1,7	1,3	-0,2	60,5	45,1	-5,6
Honduras	3,3	1,7	1,9	-0,3	51,7	58,2	-9,9
México	2,4	1,7	1,4	-0,7	71,3	59,6	-30,8
Nicaragua	1,6	1,7	0,8	-0,9	103,7	50,9	-54,6
Panamá	4,2	2,0	2,1	0,1	46,6	50,5	3,0
Perú	2,9	1,7	1,0	0,3	57,0	34,1	8,9
Paraguay	3,0	1,9	2,0	-0,9	64,6	66,5	-31,1
Uruguay	2,6	0,5	0,7	1,3	21,0	28,6	50,4
Venezuela (República Bolivariana de)	2,1	1,9	0,7	-0,4	88,7	31,4	-20,1
<b>América Latina (promedio simple)</b>	<b>3,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>54,1</b>	<b>45,0</b>	<b>0,9</b>

Fuente: Elaborado sobre la base de cifras del proyecto CEPAL/KLEMS. PTF: productividad total de los factores.

Segundo, el bajo aporte de la productividad al crecimiento de largo plazo es un llamado de atención respecto de la necesidad de políticas de desarrollo productivo que permitan contrarrestar esa tendencia a través de: i) elevar el dinamismo de la estructura productiva, a favor de las actividades de mayor productividad; ii) promover la adopción de progreso tecnológico y su difusión al resto del aparato productivo; y iii) densificar la estructura económica incrementando los encadenamientos productivos de las actividades más dinámicas.

Este análisis de largo plazo puede ser enriquecido examinando el comportamiento del crecimiento en las diversas etapas que conforman el período 1981-2010. Ello permite además destacar la relevancia del entorno macroeconómico, compuesto por las condiciones externas y las políticas macro adoptadas, para la dinámica de corto a mediano plazo de la productividad. En efecto, la evolución de largo plazo estuvo marcada por cuatro etapas (cuadro II.2). La primera corresponde a la “década perdida” para el desarrollo de la región y va desde 1981 a 1989, época marcada por la crisis de la deuda latinoamericana y la implementación de varios programas de ajuste. El resultado de esta etapa fue un crecimiento muy bajo (1,7% anual promedio) con un predominio de caídas en la productividad, resultante de pérdidas en los niveles de actividad.

La segunda corresponde al inicio de la recuperación económica y va desde 1990 hasta el inicio de la denominada crisis asiática en 1998. Durante esta etapa se verificaron además algunas crisis que afectaron a ciertos países en mayor medida (Argentina y México), pero cuyos efectos no se generalizaron al resto de la región. Durante este período el crecimiento se elevó en promedio 2,6 puntos porcentuales respecto de la etapa previa, fundamentalmente debido a la recuperación de la productividad más que por un crecimiento dinámico del capital. Ello es reflejo de que mayores niveles de actividad conducen a una mejor utilización de los acervos de recursos existentes, elevándose con ello la productividad total, como resultado de un ambiente macroeconómico conducente al aprovechamiento pleno de las capacidades disponibles. No obstante, en adición a la utilización plena de los recursos, los países de mayor crecimiento del período (Chile y Panamá) exhiben también los mayores ritmos de aumento del stock de capital, es decir una ampliación más rápida de las capacidades.

La tercera etapa, que va de 1999 a 2002, se caracteriza por los efectos globales de la crisis asiática, más la crisis que afectó a las empresas tecnológicas en los Estados Unidos y las crisis financieras de Rusia, Brasil y Turquía. Se sumaron a ello los efectos regionales del inicio de la crisis de convertibilidad en Argentina. En este entorno turbulento el crecimiento de la región fue bajo, con un menor crecimiento del empleo y niveles de inversión tan bajos, que en ciertos casos no fueron suficientes para contrarrestar la depreciación y la pérdida de eficiencia del stock existente, por lo que el stock efectivo se redujo en ciertos casos. Los menores niveles de actividad se tradujeron, como es esperable, en pérdidas de productividad en ciertos países.

La cuarta etapa se inicia a mediados del 2003 con el auge de las economías emergentes en los mercados globales y el consecuente *boom* en los precios de los commodities exportados por la región. Como se aprecia, el crecimiento se elevó en 2,5 puntos porcentuales por sobre el ritmo de expansión del período crítico previo. Nuevamente, como ya ocurriera en el período de crecimiento 1990-1998, los países de mayor dinamismo son aquellos en los cuales el stock de capital se elevó con más fuerza y la productividad de factores se elevó más. Es decir, allí donde el ambiente fue propicio a la inversión y el entorno macroeconómico permitió una mayor utilización de las capacidades disponibles.

Esta periodización destaca la cercana relación que existe entre el dinamismo de la economía y la productividad. Ello da pie a una tercera orientación clave adicional a las ya señaladas: para elevar el crecimiento de largo plazo es preciso que las políticas de corto y mediano plazo actúen en forma contracíclica, propiciando el uso pleno de las capacidades productivas, evitando las pérdidas de productividad que se derivan de períodos críticos e inestabilidad macroeconómica.

**CUADRO II.2**  
**AMÉRICA LATINA: CONTRIBUCIÓN DE LOS DETERMINANTES CERCANOS**  
**DEL CRECIMIENTO SEGÚN PERÍODOS**  
(En porcentajes)

	1999-2002				2003-2010			
	Tasa de crecimiento del PIB	Empleo	Capital	PTF	Tasa de crecimiento del PIB	Empleo	Capital	PTF
Argentina	-0,9	0,6	0,4	-2,0	5,0	0,7	0,6	3,7
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-0,3	1,3	0,4	-2,0	4,4	1,8	1,9	0,7
Brasil	3,1	1,4	1,4	0,4	2,2	1,5	0,6	0,1
Chile	3,1	1,9	1,1	0,1	7,2	1,7	2,3	3,2

(continúa)

Cuadro II.2 (conclusión)

	1999-2002				2003-2010			
	Tasa de crecimiento del PIB	Empleo	Capital	PTF	Tasa de crecimiento del PIB	Empleo	Capital	PTF
Colombia	3,3	1,9	1,9	-0,5	3,7	1,7	1,4	0,6
Costa Rica	2,4	2,3	1,7	-1,6	5,1	2,2	1,9	1,0
Ecuador	2,1	1,5	1,4	-0,8	2,7	1,7	0,8	0,2
Guatemala	0,7	1,1	0,7	-1,2	4,1	1,7	1,4	1,0
Honduras	2,7	1,6	1,3	-0,2	3,3	2,3	2,3	-1,3
México	1,5	2,2	1,9	-2,6	3,3	1,9	1,3	0,1
Nicaragua	-1,4	1,5	0,9	-3,8	2,6	1,5	0,2	0,9
Panamá	0,9	1,3	0,8	-1,3	5,8	2,6	2,5	0,8
Perú	-0,4	1,9	0,8	-3,0	3,5	1,8	0,7	1,0
Paraguay	3,1	1,9	3,2	-2,0	2,9	1,8	2,2	-1,1
Uruguay	0,5	0,5	0,6	-0,5	3,9	0,5	0,8	2,6
Venezuela (República Bolivariana de)	0,1	2,0	0,6	-2,5	3,4	1,5	0,4	1,5
<b>América Latina (promedio simple)</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>3,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>

	1999-2002				2003-2010			
	Tasa de crecimiento del PIB	Empleo	Capital	PTF	Tasa de crecimiento del PIB	Empleo	Capital	PTF
Argentina	-4,9	0,4	-0,3	-4,9	7,5	2,1	1,9	3,6
Bolivia (Estado Plurinacional de)	3,2	1,2	1,2	0,8	4,3	1,8	1,4	1,2
Brasil	2,1	1,1	0,4	0,6	3,9	1,6	1,3	1,1
Chile	2,1	0,1	1,3	0,7	4,0	1,4	2,3	0,3
Colombia	1,3	0,9	0,2	0,2	4,5	2,1	2,0	0,4
Costa Rica	3,8	1,6	1,8	0,4	4,8	1,9	2,2	0,7
Ecuador	4,1	2,2	1,0	0,9	4,3	1,5	1,6	1,2
Guatemala	3,2	1,4	1,6	0,2	3,4	2,5	1,5	-0,6
Honduras	4,3	1,1	1,8	1,5	4,3	1,5	2,2	0,7
México	2,7	1,1	1,6	-0,1	2,1	1,3	0,9	0,0
Nicaragua	4,0	2,4	1,4	0,2	3,0	1,8	1,2	0,0
Panamá	4,3	1,3	1,7	1,3	7,1	2,3	3,4	1,4
Perú	4,3	1,5	0,7	2,1	6,3	1,3	1,8	3,2
Paraguay	0,4	0,7	-0,2	-0,1	4,6	2,6	1,4	0,6
Uruguay	0,8	-0,7	-0,3	1,7	6,9	1,3	1,2	4,4
Venezuela (República Bolivariana de)	1,8	1,3	-0,1	0,6	4,9	2,4	1,4	1,1
<b>América Latina (promedio simple)</b>	<b>2,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>4,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>

Fuente: Elaborado sobre la base de cifras del proyecto CEPAL/KLEMS. PTF: productividad total de los factores.

## B. Convergencia económica y las necesidades de inversión

En esta sección, y sobre la base de modelos de contabilidad del crecimiento, se realiza un ejercicio de convergencia económica tendiente a ilustrar las necesidades de inversión. Se definió como objetivo que la estrategia de crecimiento se orientara a que en el curso de 20 años se redujera en un 50% la brecha relativa del nivel del PIB per cápita promedio registrado en 2010 de los países de la región considerados, respecto del promedio de los países de la OECD. Implícitamente ello supone una mayor exigencia para aquellos países que exhiben una brecha más alta, y es consistente con la teoría referente a la mayor velocidad de convergencia que debieran exhibir los países más rezagados.

Con el objeto de obtener los requerimientos de inversión, el ejercicio supone que la productividad seguirá la tendencia del período 1981-2010 y la población y el empleo seguirán comportándose según los parámetros demográficos observados<sup>38</sup>. A su vez, se supuso que la OECD mantendría un crecimiento de 2% anual. Ello implica que las tasas de crecimiento resultantes deberán exceder a ese 2% con el fin de alcanzar el 2030 una brecha relativa equivalente a un 50% menos de la exhibida en 2010 (cuadro II.3).

La columna (1) presenta para cada uno de los países la brecha existente en 2010 entre su PIB per cápita y el PIB per cápita promedio de los países de la OECD. La columna (2) indica las tasas de crecimiento del PIB per cápita promedio anual necesarias para cerrar esas brechas en un 50% en el curso de 20 años. Dado el crecimiento de la población, lo anterior permite establecer la tasa de crecimiento del PIB requerida, que como se aprecia, en varios casos excede con mucho a la tasa histórica de los últimos 30 años. Ello es especialmente cierto en el caso de países de alta brecha inicial, fuerte crecimiento demográfico y bajo crecimiento histórico.

Luego de presentar en la columna (6) el nivel de la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB promedio anual para el período 1990-2011, las columnas (7) y (8) exhiben los niveles requeridos para alcanzar el grado de convergencia propuesto. Como allí se ve, en varios casos el objetivo propuesto es alcanzable, dado el nivel inicial de la brecha junto con el menor ritmo demográfico. Incluso, en algunos casos, pareciera ser que es un objetivo muy poco exigente. No obstante, estos resultados implican elevar significativamente las tasas de crecimiento en relación a la experiencia histórica. A la vez, en otros casos este es un ejercicio muy exigente y supone elevar considerablemente los niveles de inversión. Aún más, en esos casos los niveles requeridos para alcanzar este objetivo de convergencia exceden con creces la experiencia de la región en materia de inversión. Ambos resultados son indicativos de la necesidad de que la estrategia de crecimiento se oriente tanto a elevar los niveles de inversión como a elevar el aporte de los otros componentes, en particular de la productividad.

## C. Estimaciones de necesidades de inversión en infraestructura

Perrotti y Sánchez (2011) realizan proyecciones de las necesidades de inversión en infraestructura sobre la base de modelos predictivos para ocho componentes claves de la inversión en infraestructura y de estimaciones de sus costos unitarios. Con ello se efectúa una proyección de las necesidades de inversión según la evolución esperada del PIB per cápita y de la densidad de población para 23 países de América Latina y el Caribe hasta el año 2020<sup>39</sup>.

<sup>38</sup> Para proyectar la evolución de la productividad de factores se empleó un filtro H-P. En aquellos casos en que ello llevaba a valores negativos, se supuso el valor mínimo de cero para el crecimiento en la PTF.

<sup>39</sup> Los componentes son: i) Megawatts de capacidad de generación eléctrica, ii) Teléfonos fijos, iii) Teléfonos móviles, y, iv) Suscriptores de banda ancha (ii, iii, y iv medidos por cada 1.000 habitantes, respectivamente), v) Caminos pavimentados y, vi) Líneas férreas (medidos ambos en kilómetros), vii) Porcentaje de la población con acceso a aguas mejoradas, y viii) acceso a saneamiento.

**CUADRO II.3**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): ESFUERZO DE INVERSIÓN REQUERIDO PARA CERRAR EN UN 50% LAS BRECHAS**  
**DE PIB PER CÁPITA RESPECTO DEL PROMEDIO OCDE EN 20 AÑOS**

	PIB per cápita como porcentaje del promedio OCDE en 2010	Tasa requerida de crecimiento del PIB per cápita <sup>a</sup>	Crecimiento de la población <sup>a</sup>	Tasa requerida de crecimiento del PIB <sup>a</sup>	Crecimiento del PIB 1980-2011 <sup>a</sup>	FBKF/PIB promedio 1990-2011	FBKF/PIB 2015	FBKF/PIB 2020
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Argentina	57,2	3,6	1,1	4,7	2,6	18,8	21,0	18,1
Bolivia (Estado Plurinacional de)	14,9	9,1	1,8	10,9	2,6	15,9	32,2	69,0
Brasil	34,0	5,5	1,2	6,7	2,8	17,3	28,2	40,0
Chile	68,0	3,1	0,9	4,0	4,4	22,0	20,2	17,7
Colombia	35,0	5,4	1,2	6,6	3,4	21,0	36,5	60,1
Costa Rica	41,6	4,7	1,4	6,1	4,0	19,5	28,3	43,4
Ecuador	24,8	6,8	1,5	8,3	2,8	20,9	43,1	78,3
Guatemala	22,0	7,3	2,1	9,4	2,8	17,8	27,8	59,8
México	40,3	4,9	1,1	6,0	2,4	19,9	27,9	39,1
Perú	27,8	6,3	1,3	7,6	2,9	21,0	38,8	60,8
Uruguay	55,3	3,7	0,5	4,2	2,6	17,8	19,1	20,0
Venezuela (República Bolivariana de)	50,5	4,1	1,5	5,6	2,1	22,4	21,3	27,2

Fuente: Elaborado sobre la base de cifras oficiales y del proyecto CEPAL/KLEMS.

Nota: FBKF: formación bruta de capital fijo.

<sup>a</sup> Promedio anual.

Este ejercicio concluye que las necesidades de inversión necesarias para satisfacer la demanda de infraestructura entre el 2006 y 2020 equivalen en promedio, y en términos anuales, a un 5,2% del PIB de América Latina y el Caribe, lo que en varios casos excede los montos actualmente invertidos en estas áreas<sup>40</sup>. De ese porcentaje un 2,7% corresponde a nuevas inversiones y 2,5% se destinaría a mantenimiento del stock existente. El cuadro II.4 detalla los montos requeridos según los principales componentes de la inversión en infraestructura.

**CUADRO II.4**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: NECESIDADES DE GASTOS ANUALES**  
**EN INFRAESTRUCTURA PROYECTADOS 2006-2020**

	Nueva Inversión	Gasto en Mantenimiento	Total	Nueva Inversión	Gasto en Mantenimiento	Total
	Millones de US\$ del 2000			Porcentaje del PIB		
Capacidad de Generación Eléctrica	40 486	16 658	57 145	1,2	0,5	1,7
Telefonía fija	1 825	3 993	5 818	0,1	0,1	0,2
Telefonía móvil	23 506	21 876	45 382	0,7	0,7	1,4
Accesos a Banda Ancha	6 378	11 948	18 326	0,2	0,4	0,6
Caminos Pavimentados	14 920	17 878	32 798	0,5	0,5	1,0
Vías Férreas	0	4 371	4 371	0,0	0,1	0,1
Acceso a Aguas Mejoradas	1 011	2 358	3 369	0,0	0,1	0,1
Acceso a Mejoras Sanitarias	1 361	2 320	3 681	0,0	0,1	0,1
<b>Total</b>	<b>89 846</b>	<b>81 404</b>	<b>170 892</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>5,2</b>

Fuente: Perrotti y Sánchez 2011.

De modo similar al ejercicio de convergencia efectuado anteriormente, se estiman los requerimientos de inversión en infraestructura para cerrar en 2020 las brechas respecto de países del sudeste asiático, en los ocho componentes descritos en el cuadro II.4. Este ejercicio concluye que para lograr dicho objetivo la inversión en infraestructura tendría que aumentar en promedio a un 7,9% del PIB en América Latina y el Caribe, orientándose en especial hacia los sectores de energía y transporte.

Como se aprecia, desde varias perspectivas se concluye que un esfuerzo de convergencia supone una ruptura muy significativa con las tendencias exhibidas históricamente por la región en materia de inversión y productividad, lo que resalta la importancia de las estrategias para asegurar su financiamiento, tema al cual se aboca el siguiente capítulo.

<sup>40</sup> Véase el cuadro I.3.

### **III. Aspectos de una estrategia para el fortalecimiento del financiamiento de la inversión en la región**

---

La continuidad de niveles suficientemente elevados de acumulación de factores y el aumento sostenido en su productividad son dos condiciones necesarias para lograr un crecimiento sostenido. En ambos fenómenos la inversión desempeña un rol crucial (aunque no excluyente) por cuanto no sólo posibilita el aumento del nivel de la capacidad productiva, sino que también eleva la productividad a través de la incorporación de progreso tecnológico, lo que la sitúa como uno de los principales canales de transformación productiva<sup>41</sup>.

De los dos capítulos previos se desprende que el logro de mayores tasas de crecimiento requerirá de un significativo esfuerzo en materia de inversión y desarrollo productivo, que en muchos casos entraña una ruptura con las tendencias previas en estas áreas. Ello supone la adopción de un conjunto de medidas en los ámbitos de política macroeconómica, de desarrollo financiero y productivo. En este capítulo se abordan un conjunto de aspectos relativos al diseño de una estrategia para fortalecer el financiamiento de la inversión en la región. Otras publicaciones de la CEPAL abordan los aspectos de diversas políticas de desarrollo productivo, de las cuales las propuestas aquí realizadas son complementarias.

---

<sup>41</sup> La inversión no es el único vehículo de aumento de la productividad de los factores. A modo de ejemplo, reformas institucionales conducentes a mercados más eficientes y menos distorsionados o a la creación de ambientes propicios a la innovación, también ejercen un efecto positivo en la productividad (Acemoglu et al. 2003).

Estas propuestas no apuntan a un diseño único, por cuanto, en función de las características del desarrollo financiero e institucional de cada país, los diversos aspectos aquí abordados cobrarán mayor o menor énfasis.

Como se discutió en el primer capítulo, la insuficiencia del ahorro nacional en relación a la inversión introduce una elevada vulnerabilidad del crecimiento ante los vaivenes en la disponibilidad de financiamiento externo, no obstante que algunos países de la región han tenido cierto éxito en superar la denominada restricción externa al crecimiento. Una superación más firme supone elevar los niveles de ahorro, público y privado, y mejorar su canalización hacia la inversión.

En lo que sigue se aborda en primer lugar la contribución de la política fiscal al aumento del ahorro público, desde el punto de vista de la estrategia de financiamiento del gasto y del financiamiento de la inversión en infraestructura, uno de los factores claves para elevar el crecimiento. En segundo lugar, se abordan los desafíos que supone elevar la generación de ahorro privado, en particular del ahorro financiero y potenciar su canalización hacia la inversión. Por último, dado que los procesos de integración a los mercados financieros internacionales en curso y el contexto global determinan una continuidad en la exposición de las economías de la región a los vaivenes en esos mercados, se discuten lineamientos de políticas orientados a moderar las consecuencias de dichas fluctuaciones.

De este modo se proponen aquí tres ejes estructurantes para una estrategia de apoyo a la inversión: la inversión en infraestructura, en especial de la pública, la estrategia de desarrollo financiero para el fortalecimiento del financiamiento privado de la inversión, y la regulación de participación de los flujos de capitales externos en el financiamiento de la inversión. El énfasis en cada uno de estos ejes dependerá de lo acordado por la sociedad relacionado con el rol del Estado y del sector privado en el crecimiento, del tamaño de sus economías, de su estrategia de inserción en los mercados mundiales y por el grado de desarrollo institucional alcanzado.

## **A. Aspectos financieros del fortalecimiento de la inversión en infraestructura**

La inversión en infraestructura desempeña un rol crucial en el establecimiento de las condiciones básicas para el crecimiento de largo plazo, por cuanto sus efectos se distribuyen a través de toda la estructura productiva, siendo por ello uno de los pilares fundamentales de la competitividad sistémica. Una infraestructura adecuada contribuye a elevar la eficiencia de las unidades productivas individuales, a la vez que crea condiciones para la generación de encadenamientos entre las diferentes ramas.

## **B. El financiamiento de la inversión pública**

La continuidad en la inversión pública, particularmente de aquella en infraestructura que contribuye a crear las condiciones para un crecimiento económico sostenido, supone asegurar su financiamiento inclusive durante episodios de reducción de ingresos originados en coyunturas de menor dinamismo económico. Durante esos episodios de menor crecimiento también se incrementan las necesidades de apoyo a programas sociales orientados a paliar sus efectos sobre el nivel de vida de modo tal que se produce una intensa competencia por recursos al interior del presupuesto público. Como lo ilustran las cifras de inversión pública y en infraestructura, este conflicto entre objetivos de corto y largo plazo ha tendido en varios casos (aunque no siempre) a resolverse en contra de la continuidad de los planes de inversión, con lo que las reducciones coyunturales de crecimiento se han expresado en pérdidas de dinamismo en el largo plazo.

Una de las alternativas para enfrentar este difícil dilema ha consistido en el establecimiento de marcos presupuestarios plurianuales complementados por estrategias de financiamiento interno y

externo<sup>42</sup>. El principio orientador, tanto para el marco presupuestario como para la estrategia financiera pública es que ambos deben confluír en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ella consiste en que los planes de gasto sean compatibles con los ingresos de tendencia y que los eventuales déficits sean cubiertos mediante el endeudamiento, que a su vez debiera traducirse en cargas del servicio de la deuda compatibles con una trayectoria razonable del superávit primario. Si esta mutua compatibilidad no se verifica, entonces será inevitable que la insostenibilidad de la deuda se traduzca en ajustes bruscos del gasto y/o en la carga tributaria, y/o en suspensiones unilaterales del servicio de la deuda y de los programas de inversión, con los consiguientes efectos negativos para el crecimiento y la credibilidad en la solvencia del país.

Esta estrategia en ciertos casos ha incluido como complemento el establecimiento explícito de fondos soberanos que acumulan los ahorros que se producen durante episodios de crecimiento superior a la tendencia, o de auge en los precios de exportaciones con alta incidencia en los ingresos públicos. Los fondos allí acumulados pueden utilizarse, según las reglas que cada país adopte, tanto en la reducción de la deuda pública como también como reservas para financiar medidas contracíclicas. En algunos casos no han existido formalmente tales fondos soberanos, prefiriéndose mantener los ahorros en diversos fondos financieros sin reglas explícitas para los aportes y retiros. La desventaja de ello es que hace menos predecible la política macroeconómica a la vez que la ausencia de reglas para los aportes y retiros expone el uso de esos fondos a presiones derivadas de la contingencia.

La estrategia financiera, por las características especiales asociadas a la deuda pública, debe a su vez resolver importantes dilemas atinentes a la promoción del financiamiento para la inversión privada y pública, por una parte, y a la minimización del costo del servicio de la deuda, por otra. En efecto, la deuda soberana como activo representativo del riesgo más bajo disponible en la economía, posee el carácter de referencia privilegiada (*benchmark*) y provee el “piso” sobre cuya base se establece, según las características particulares de riesgo de los proyectos, el costo del financiamiento de la inversión privada. En consecuencia, la emisión de instrumentos de deuda pública a los diversos plazos de maduración, facilita el desarrollo del mercado y el acceso al financiamiento por parte de los proyectos privados. En razón de ello, la continuidad de la presencia de la deuda pública en los mercados financieros es una característica deseable, inclusive durante períodos de superávit. Esa continuidad también hará más expedito el acceso al mercado por parte del Estado, cuando este efectivamente se enfrente a una situación de déficit y se quiera evitar la contracción del gasto público. Ello, no obstante, impacta negativamente sobre el presupuesto público por cuanto eleva el servicio neto de la deuda<sup>43</sup>. El balance de ambos objetivos (la promoción del acceso al financiamiento y la minimización del costo del servicio de la deuda) no está entonces exento de tensiones y debe ser resuelto en el contexto de las prioridades de cada país.

Este dilema posee dimensiones externas e internas. La estrategia financiera debe buscar el desarrollo financiero y el acceso continuo al financiamiento tanto en los mercados internos como externos. En el caso del recurso al financiamiento externo, en moneda externa, debe prevenirse un exceso de exposición al riesgo de descalce de monedas. Este riesgo será menor en aquellos países que exhiben una alta incidencia de ingresos públicos en divisas. A su vez, en el caso del recurso al mercado financiero doméstico, dado que su tamaño es generalmente mucho menor que el de los mercados financieros externos, el riesgo de una presencia frecuente que absorbe parte importante del ahorro financiero es el alza en la tasa de interés, con el consiguiente desincentivo a la inversión y pueden suscitarse y/o agravarse tendencias a la apreciación de la moneda, en el caso de una cuenta de capitales del balance de pagos relativamente abierta a los movimientos financieros.

Ahora bien, varios países de la región exhiben un bajo grado de desarrollo del mercado financiero doméstico, por lo cual en los inicios de aplicación de este tipo de estrategia la continuidad del

<sup>42</sup> Sobre la evolución de los regímenes de política fiscal en la región, véase Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2010-2011, Parte II, Recuadro I.1, CEPAL, 2011.

<sup>43</sup> El concepto de servicio neto de la deuda se refiere a descontar del costo de la deuda aquellos intereses que se perciban por la acumulación de activos financieros.

financiamiento de la inversión pública y las capacidades contracíclicas dependerán en mayor medida de ahorros previamente acumulados durante las fases de auge, y el acceso al financiamiento externo proveniente del mercado y de organismos multilaterales, tanto globales como regionales. Para esos países el desafío es aún más exigente, por lo que la adopción de un marco fiscal plurianual conducente a la sostenibilidad de sus finanzas públicas es aún más urgente, como medio de promover la inversión y el crecimiento sostenido.

## 1. Alianzas público/privadas para la provisión de bienes públicos

Las alianzas público/privadas (APP), no son un fenómeno nuevo en la región y han sido empleadas en varias ocasiones como instrumento para financiar la inversión en infraestructura y la provisión de bienes públicos. En América Latina las APP han sido empleadas en la construcción y operación privada de carreteras, puertos, hospitales y cárceles<sup>44</sup>. En términos generales una APP es un contrato entre el Estado y un agente privado para proveer un bien o servicio público empleando para ello activos (físicos y financieros) tanto públicos como privados, compartiendo los riesgos operacionales y económicos de su construcción y operación.

A diferencia de una privatización completa, en la que se transfiere la totalidad de la propiedad y *debiera* transferirse también el 100% de los riesgos, en las APP sólo se transfiere en forma temporal y parcial al agente privado los activos empleados en la producción del bien o servicio público, a la vez que los riesgos son compartidos en diverso grado<sup>45</sup>. Como se aprecia, las APP están a medio camino entre la propiedad con provisión pública de un bien o servicio y la privatización completa. El atractivo para el Estado consiste en que se movilizan recursos financieros privados para proveer un servicio público, en tanto que para el agente privado el atractivo es realizar una actividad en gran escala, que exhibe por tanto un potencial de rentabilidad elevado, en particular, si logra controlar los riesgos asociados y alcanza los niveles de operación que generan economías de escala<sup>46</sup>.

Los riesgos más comunes provienen de fluctuaciones en el nivel de uso o demanda del servicio (que determinan los ingresos del operador), el riesgo cambiario (presente cuando la estructura de financiamiento contempla el endeudamiento externo) y los riesgos operacionales que afectan el nivel de provisión y calidad del servicio (accidentes, eventos de la naturaleza, etc.). Estos riesgos son cubiertos de diferentes formas siendo las más conocidas la provisión de garantías públicas de ingreso mínimo y de tipo de cambio. En ocasiones, estas garantías conllevan un costo para el operador privado y constituyen un pasivo contingente para el Estado.

Bajo condiciones apropiadas, en especial en lo referente a las capacidades institucionales de supervisión de la calidad y nivel del servicio, esta herramienta puede realizar una contribución muy significativa al financiamiento de la inversión en infraestructura. No obstante, ciertos aspectos requieren un cuidado especial.

El primero se refiere a asegurar la competencia en el proceso de adjudicación, previniendo situaciones que pueden favorecer la concentración de la provisión de los servicios, lo que más tarde puede deteriorar la posición del Estado como agente regulador y supervisor. La mejor forma de prevenir la formación de un monopolio en esta área, es asegurar la competencia al inicio del proceso y regular preventivamente las fusiones de empresas.

A la vez, el diseño de las características productivas del proyecto y del modelo de negocio debe ser, en la medida de lo posible, exhaustivo y tener en cuenta los posibles desarrollos futuros en el horizonte de duración del contrato. Ello es muy relevante en orden a prevenir comportamientos oportunistas, en los cuales los postulantes ofrecen un determinado servicio a precios muy bajos con el fin

<sup>44</sup> Para un análisis de la experiencia con las Alianzas Público-Privadas en la región, véase: Rozas, Bonifaz y Guerra-García (2012).

<sup>45</sup> Algunas privatizaciones realizadas en la región transfirieron efectivamente la propiedad de los activos. No obstante, por diversos caminos, los riesgos continuaron siendo asumidos por el Estado.

<sup>46</sup> Véase: Manuelito (2009) y Rozas, Bonifaz y Guerra-García (2012).

de dejar fuera a la competencia, para luego exigir elevados cobros por toda obra complementaria al proyecto original. En la experiencia de la región, este factor ha sido la principal fuente de encarecimiento de las obras.

En tercer lugar, es preciso que las garantías ofrecidas no debiliten el estímulo del agente privado por proveer un servicio al nivel acordado y en forma eficiente. Tal como en otras situaciones, la cobertura no debe ser completa y el agente privado debe enfrentar por su cuenta una parte del riesgo, en orden a evitar comportamientos temerarios y/o oportunistas. Las garantías provistas por el Estado deben estar dentro del ámbito de la acción pública, dejando que riesgos tales como los causados por desastres naturales, riesgos operacionales, crisis globales, entre otros, sean cubiertos mediante los mecanismos de seguros privados de modo de no comprometer recursos públicos. La cobertura ofrecida por el Estado también debe tener un costo, el que debiera reflejar la escasez de los recursos públicos comprometidos. A su vez, el Estado debe informar respecto del monto probable de las garantías contingentes comprometidas, por cuanto ello es uno de los factores que afectarán la disponibilidad de recursos para efectuar acciones contracíclicas, en especial durante períodos de baja actividad en los cuales se gatillan las garantías de ingreso mínimo.

Es oportuno notar aquí la sinergia para la inversión en infraestructura (y el crecimiento en general) que se deriva de la adopción de una estrategia orientada a la sostenibilidad de las finanzas públicas como la propuesta anteriormente. En particular, en tanto más sólida sea la posición fiscal en el tiempo, menor será el riesgo soberano y con ello, menor será el costo financiero de los recursos públicos. Ello a su vez, permitirá menores cobros por las garantías ofrecidas, lo que elevará la rentabilidad de los proyectos de inversión en infraestructura y el número de ellos que serán económicamente factibles, potenciando así el crecimiento.

## **2. Marcos regulatorios para la provisión privada de servicios básicos**

Una tercera vía a través de la cual el Estado afecta la inversión en infraestructura, se refiere al establecimiento de marcos regulatorios en industrias de servicios básicos, como son la generación, transmisión y distribución eléctrica, las telecomunicaciones, agua y saneamiento, entre las principales. Dichos marcos reconocen la situación de monopolio natural que suele caracterizar a estas actividades o bien tratan de equilibrar una marcada asimetría de poder de negociación entre el proveedor y sus clientes.

Desde el punto de vista del estímulo de la inversión en estos sectores, el rol del Estado consiste en crear las condiciones para una rentabilidad de mediano y largo plazo apropiada según las características de riesgo del sector, empleando subsidios directos y/o cruzados en aquellos casos en que se justifique debido a externalidades positivas que suelen generar estas industrias (por ej. efectos positivos para la integración y el desarrollo regional derivados de un aumento en la cobertura de los servicios) y/o cuando no exista una institucionalidad apropiada para implementar programas de transferencias directas a personas de menores ingresos para quienes el costo de los servicios es muy elevado, pero del cual no pueden prescindir sin afectar seriamente sus condiciones de vida (por ej. subsidios al agua potable, electricidad y comunicación rural, entre otros).

El principal instrumento en esta área son los procesos de tarificación de servicios. Estos deben ser diseñados de forma tal que la tarificación sea realizada con un horizonte de mediano/largo plazo, independientes de la coyuntura inmediata, procurando una rentabilidad que estimule la inversión en el sector, con condiciones de nivel y calidad del servicio que satisfagan las necesidades del crecimiento, por una parte, y la equidad en el acceso, por otra. A la vez, dado que se trata de procesos de fijación de precios que tienden a garantizar ciertos niveles de rentabilidad y afectan por tanto el ingreso real de toda la población, es preciso que sean públicos y abiertos a la participación de los diversos agentes afectados, es decir, productores y usuarios.

## C. Los componentes de una estrategia de desarrollo financiero

La factibilidad de llevar a cabo un determinado proyecto de inversión está determinada en gran medida por las condiciones que impone el entorno macroeconómico, pero otros factores también son relevantes para la toma de decisiones conducentes a su materialización. Entre los de mayor relevancia está la disponibilidad de financiamiento y de servicios financieros que hagan factible su realización dentro de un marco de riesgo apropiado al tipo de actividad que se emprende. Así, la decisión de llevar a cabo una inversión determinada se traducirá en una demanda por recursos financieros y servicios que permitan a los inversionistas cubrir los riesgos operativos y financieros inherentes al proyecto, tales como, el riesgo cambiario. Si no existe el desarrollo institucional apropiado para proveer estos recursos y servicios, la inversión estará restringida por la capacidad de generación de recursos internos por parte de la empresa (tales como utilidades, reservas de depreciación, entre otros), y la inversión efectiva será inferior a la potencial y estará sujeta a las capacidades internas de las empresas para absorber riesgos, con lo que solo se realizarán los proyectos de rentabilidad más alta. En este contexto, la inversión, y con ello el crecimiento, serán menores.

Como se discutió en el capítulo I, si bien se han verificado progresos con relación a décadas previas, el sistema financiero como un todo, incluyendo los subsistemas bancarios, mercados accionarios y de deuda, exhibe rezagos en aquellas características necesarias para lograr una suficiente generación y movilización de ahorros financieros y su eficiente intermediación hacia la inversión real, particularmente entre pequeñas y medianas empresas. En consecuencia, una estrategia orientada al logro de mayores tasas de crecimiento requiere abordar dos desafíos claves: elevar en general la capacidad del sistema financiero, en sus diferentes subsistemas, para financiar proyectos de largo aliento, y al mismo tiempo fortalecer el acceso de medianas y pequeñas empresas a recursos de capital y de deuda de largo plazo<sup>47</sup>.

Debe enfatizarse que estos dos objetivos son complementarios y requieren además un aumento en la capacidad del sistema financiero para satisfacer también otras necesidades que se derivan del desarrollo, tales como el financiamiento de consumo, de vivienda, capital de trabajo, seguros y servicios financieros modernos, entre otros. En efecto, las medidas en favor de un desarrollo financiero orientado a empresas de menor tamaño son parte integrante, y no separada, de una estrategia más amplia de fortalecimiento de la capacidad de financiar proyectos de inversión de todos los tamaños y para diversos usos. Las razones para ello estriban en dos características claves que requiere el desarrollo de los mercados financieros: potencial de liquidez y de control y diversificación de riesgos. En la práctica, por la naturaleza de estos mercados, los segmentos de mayor liquidez y menor riesgo son los que normalmente exhiben un crecimiento que precede al resto. Estos, bajo las condiciones adecuadas, pueden servir como plataforma para la expansión del crédito hacia los segmentos menos líquidos y/o de mayor riesgo.

Lo anterior sugiere la conveniencia de una estrategia que, partiendo desde el establecimiento de los segmentos más líquidos y seguros, progresivamente aborde la provisión privada de crédito y de otros servicios financieros hacia aquellos segmentos incipientes en los cuales la liquidez inicial es menor y/o en los cuales sea más difícil controlar y diversificar riesgos hasta tanto no se alcancen mayores dimensiones y el funcionamiento característicos de mercados maduros. En el intertanto la acción de la banca pública será clave en proveer de recursos y servicios financieros a los segmentos no cubiertos por la banca privada.

En efecto, no es realista suponer que ocurra en forma espontánea la expansión hacia estos otros segmentos, inicialmente menos atractivos para la banca tradicional. En efecto, impiden dicho desarrollo espontáneo la existencia de externalidades positivas de información y carencias de garantías por parte de pequeños empresarios que apuntan a la necesidad de contar con mecanismos específicamente orientados a contrarrestar sus dificultades de acceso al crédito (líneas de crédito de largo plazo, probablemente

---

<sup>47</sup> Jiménez y Manuelito (2010).

intermediadas por la banca comercial y esquemas de garantía, principalmente)<sup>48</sup>. Abundantes evidencias destacan el rol pionero clave que ha desempeñado la banca pública, comercial y de fomento, en el desarrollo de dichos segmentos de mercado y en fomentar la ampliación de la cobertura regional del sistema financiero, creando así las condiciones para que posteriormente ingresaran los bancos privados.

En lo que sigue se señalarán algunos aspectos internos centrales que debiera abordar una estrategia de desarrollo financiero orientada hacia estos objetivos. Los aspectos más detallados no son abordados por cuanto ellos se relacionan con características individuales de cada país.

## **1. Sistemas bancarios para el financiamiento de la inversión: desafíos que enfrenta la banca privada y el rol catalítico de los bancos públicos de fomento**

Los dos principales problemas que enfrenta el apoyo de la inversión por parte de los bancos se refieren a limitaciones de su fondeo y a los mecanismos de cobertura de riesgos. En efecto, las características de la mayoría de los sistemas bancarios privados de la región, orientados por el modelo de banca especializada, junto con una larga historia de inestabilidad y variabilidad económica en general, presentan significativos obstáculos al financiamiento de proyectos de largo aliento. En términos de la naturaleza de los fondos, la principal manifestación de la historia de inestabilidad es la escasez de recursos de largo plazo y el predominio de captaciones de corto plazo, muchas veces en moneda extranjera. Ello no resulta apropiado para financiar proyectos de largo plazo por cuanto se acentúan los riesgos de descalces de plazos y monedas entre activos y pasivos, ocasionando potenciales pérdidas. Como consecuencia los bancos prefieren otorgar créditos de menor plazo que la duración de los proyectos de inversión, con lo cual se transfiere el riesgo de descalce de plazos desde las instituciones financieras hacia los agentes de inversión real, los que en general carecen de los mecanismos para absorber esos riesgos. A su vez, el principal obstáculo que han enfrentado las medianas, y en especial las pequeñas empresas, para obtener financiamiento bancario, ha sido la carencia de mecanismos para mitigar los riesgos de repago de sus deudas, y en particular, de garantías reales.

Ambos problemas han sido abordados en la región mediante la introducción de instrumentos, de ahorro y de crédito, indexados o protegidos de la inflación, líneas de crédito de largo plazo para PYMES, muchas veces intermediadas por la banca comercial y complementadas mediante esquemas de garantías de crédito con apoyo estatal, difusión de modalidades de crédito basadas en el leasing, la securitización y el *factoring*. Sin duda que ese continúa siendo en gran medida el camino a seguir y varias experiencias reportan avances importantes, liderados en varios casos por instituciones públicas que adoptaron programas de provisión de recursos y servicios financieros a micro, pequeños y medianas empresas. No obstante, los efectos negativos de la variabilidad económica han resultado ser duraderos, con lo cual, a pesar de los progresos, en la mayoría de los países persiste un bajo grado de intermediación bancaria. Ello sugiere, además de la continuidad en los esfuerzos arriba señalados, que será necesario acentuar la acción catalítica de los bancos públicos, en particular de los bancos de fomento, y las agencias de desarrollo en el establecimiento y expansión del segmento de créditos de largo plazo.

El papel de los bancos públicos de fomento es especialmente relevante en el caso de países cuyo tamaño económico relativo hace poco probable el surgimiento espontáneo y desarrollo de los otros segmentos del sistema financiero orientados a proveer recursos de largo plazo y de capital. En efecto, para el establecimiento exitoso de los mercados accionarios y de deuda son críticos los aspectos de liquidez potencial, las oportunidades de diversificación de riesgos y su competitividad, en términos de los costos de transacción, respecto de otras fuentes de recursos<sup>49</sup>. Todos estos aspectos dependen en forma clave de la

<sup>48</sup> Las externalidades de información surgen en este caso del hecho de que para determinar la calidad de un potencial sujeto de crédito es preciso obtener una estimación de su capacidad de pagos. Pero si previamente ya existe el precedente de haber sido considerado positivamente por un determinado banco, entonces se facilita el proceso de evaluación para el resto.

<sup>49</sup> Los costos de transacción se refieren en este caso a aquellos necesarios para la emisión de títulos, su intercambio en las bolsas, registro, liquidación y custodia.

escala de operaciones y, por ende, del tamaño de la economía. Por ello, es previsible para varios países de la región, de menor tamaño económico relativo y/o insuficiente avance del sistema financiero, que el desarrollo de estos mercados no sea una alternativa viable en el plazo mediano, por lo que será necesario apoyarse en los bancos de fomento como mecanismo para la provisión de recursos crediticios de largo plazo y de capital, ya sea directamente si su institucionalidad es suficientemente fuerte o bien intermediados a través de la banca comercial, empleando esquemas de garantía como complemento<sup>50</sup>.

## 2. Reformas institucionales para la creación y desarrollo de mercados de capitales y de bonos en apoyo de la inversión

Una primera precondition para el establecimiento de estos mercados es, por una parte la existencia de inversionistas institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros de vida, fondos mutuos y fondos de inversión en general) que por la naturaleza de sus obligaciones demanden títulos de largo plazo, y por otra parte, que su capacidad de ahorro financiero no sea copada por títulos de la deuda pública.

En varios países de la región existen inversionistas institucionales con capacidad de ahorro financiero de largo plazo. No obstante, su efecto sobre el financiamiento de la inversión mediante la compra de títulos encuentra un límite en disposiciones regulatorias que los obligan a la compra de papeles públicos, o al hecho que las elevadas tasas de interés ofrecidas por estos últimos los hacen atractivos, desplazando así otros usos para esos recursos.

Nótese que este último resultado, es decir el desplazamiento (*crowding out*) del financiamiento de la inversión privada debido a elevadas tasas de interés de la deuda pública, no refleja necesariamente un alto endeudamiento público en relación a su capacidad de servir esa deuda, ni que tampoco esta sea elevada como porcentaje del PIB. No obstante, dicho nivel de endeudamiento puede ser excesivo en relación a la capacidad de generación de fondos por parte del sistema financiero, lo cual resultará en altas tasas de interés, a menos que la autoridad monetaria esté en condiciones de contrarrestar la presión sobre los recursos domésticos mediante una política acomodaticia.

En segundo lugar, es preciso avanzar hacia una estructuración apropiada del tipo de instrumentos ofrecido, en especial en el caso de la deuda pública. Así, en la medida en que se consoliden los avances en materia de estabilidad, será posible avanzar hacia una mayor difusión de instrumentos de tasa fija y características homogéneas. Estos se adecuan de mejor modo a las necesidades de financiamiento de los proyectos de inversión y posibilitan la creación de un mercado amplio y líquido, en contraste con un mercado de bonos con diferentes características de tasas, denominaciones y plazos variables<sup>51</sup>.

En el mercado accionario, las principales restricciones a la oferta de títulos se refieren a estructuras tradicionales de propiedad poco proclives a su apertura y a compartir el control o admitir accionistas minoritarios, baja liquidez de mercado y altos costos de transacción. Como señalado anteriormente, la liquidez de mercado y los costos de transacción dependen a su vez de la magnitud absoluta del mercado y del tamaño de las emisiones de títulos. En otras palabras, la liquidez y los costos de transacción son susceptibles de economías de escala. Ello afecta en forma especial a medianas empresas, por cuanto los montos mínimos de emisiones requeridos para alcanzar costos competitivos con otras fuentes de recursos pueden exceder el tamaño económico de estas empresas<sup>52</sup>. De este modo, esta “trampa de la pequeñez” tiende a crear un círculo negativo autoalimentado que mantiene el desarrollo del mercado en un bajo nivel<sup>53</sup>.

A su vez, desde el lado de la demanda por acciones, el principal desincentivo que dificulta el financiamiento de la inversión proviene de la escasa protección ofrecida a potenciales inversionistas

<sup>50</sup> El caso más destacado en la región corresponde a la experiencia del BNDES en Brasil, que a diferencia de otros bancos de desarrollo, provee tanto recursos crediticios como de capital. Otro caso relevante el de la CORFO en Chile, que emplea un esquema de “segundo piso” para la canalización de sus líneas de crédito. A su vez, en el mismo país. El Fondo de Garantía de la Pequeña Empresa (FOGAPE) es una de las principales experiencias regionales en el apoyo del acceso de la PYME al crédito.

<sup>51</sup> Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional (2001) y Banco de Pagos Internacionales, BPI (2002).

<sup>52</sup> Zervos (2004).

<sup>53</sup> De la Torre y Schmukler (2004)

minoritarios. Estos, que comprenden a inversionistas institucionales y particulares, tanto nacionales como extranjeros, que no necesariamente buscan el control de la empresa, están sujetos al riesgo de extracción de valor de parte del socio controlador. En la región estos riesgos hasta muy recientemente fueron poco comprendidos y, como ha sido reflejado en varios informes, su tratamiento legal es insuficiente<sup>54</sup>. No obstante, crecientemente han cobrado relevancia a medida que los países se han integrado a las corrientes de financiamiento internacional y han cobrado mayor importancia el rol de los inversionistas institucionales, nacionales y extranjeros<sup>55</sup>.

Por otra parte, en varios países de la región se ha otorgado creciente importancia a la provisión de capital para medianas empresas y en particular de aquellas de carácter innovador. Ello se ha expresado en varios casos en el apoyo estatal a esquemas de capital de riesgo y en políticas conducentes a la facilitación de la participación de medianas empresas en los mercados accionarios. La provisión de recursos de capital para medianas empresas y para aquellas de carácter innovador requiere enfrentar los problemas claves del riesgo moral y las asimetrías de información entre los inversionistas (o capitalistas de riesgo) y la administración de la empresa. Luego del ensayo de diversos diseños, la estructura societaria conocida como “*limited partnership*” (sociedad limitada) introducida en los Estados Unidos para proveer capital de riesgo a empresas medianas e innovadoras ha sido progresivamente adoptada por varios países, alcanzando importancia significativa en Israel, India, Taiwán, Francia, Reino Unido y Alemania, entre otros. En la región las experiencias de mayor desarrollo son las de Brasil y Chile, pero varios países, entre ellos, Perú, México y Colombia han realizado esfuerzos para establecer este tipo de financiamiento de capital<sup>56</sup>.

Nuevamente este es un segmento de mercado en el cual los bancos de desarrollo pueden jugar un rol catalizador clave, tanto como proveedores de fondos a través de sociedades intermediarias, en el caso del capital de riesgo, o bien mediante la participación directa en la propiedad en calidad de accionista minoritario.

### 3. La regulación de los flujos de capitales externos en el financiamiento de la inversión

En sus diversas modalidades el aporte de la inversión extranjera y de otros flujos de inversión al financiamiento también se verá favorecido por las orientaciones discutidas en las secciones 1 y 2 de este capítulo, toda vez que los inversionistas no residentes reciban el mismo tratamiento que los residentes (i.e. “*trato nacional*”). Por ello, buena parte de las propuestas realizadas más arriba implícitamente tienden a reforzar su aporte. No obstante, es preciso tener presentes ciertas características de esos flujos financieros que hacen que no sea trivial una decisión en torno al grado de participación de los inversionistas extranjeros en financiamiento de la inversión. Esta decisión, no se circunscribe solo al tema de la IED, sino que abarca el conjunto de aspectos relativos al grado de apertura de la cuenta financiera, es decir, el mayor o menor grado en que se permite la transmisión completa hacia la economía interna de los desarrollos (positivos y negativos) de los mercados financieros externos.

La discusión generalmente reconoce los impactos positivos atribuidos a la inversión extranjera, no solo en términos de su aporte de recursos, sino que también por su contribución en el terreno de la transferencia tecnológica y otros avances en el plano del desarrollo productivo. A la vez, se señala que el comportamiento de otros flujos financieros, tales como la inversión de cartera y los componentes más volátiles del financiamiento externo, pueden exacerbar ciertas tendencias desestabilizadoras y pro-cíclicas presentes en los mercados financieros, a la vez que sus fluctuaciones pueden distorsionar ciertos precios

<sup>54</sup> Véase los reportes del *Financial Sector Assessment Program* del FMI en <http://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.asp>.

<sup>55</sup> Las principales formas que toma la extracción de valor son: a) el uso de información privilegiada, por parte de accionistas controladores, sus parientes y/o altos ejecutivos; b) las transacciones con partes relacionadas (ya sea por vínculos familiares o de propiedad) con el socio controlador; c) el desvío de oportunidades de negocio hacia otras empresas del socio controlador; y d) uso del control para obtener condiciones discriminatorias a favor propio al momento de su venta. La experiencia del BOVESPA en Brasil con la introducción de regulaciones que enfrentaron estos riesgos, representa la principal experiencia pionera y exitosa en la región en la protección de los accionistas minoritarios. Véase Jiménez (2008), BOVESPA (2006, a, b, c y d), y Santana (2007).

<sup>56</sup> Para una descripción más detallada de las características y el modo de funcionamiento de este tipo de capital véase Jiménez (2008).

claves, en particular el tipo de cambio real, y afectar con ello negativamente el desarrollo productivo. Ello ha llevado a varios países de la región a aplicar políticas tendientes a regular su movilidad<sup>57</sup>.

Esta discusión no busca establecer una solución única a este problema por cuanto la incidencia de las fluctuaciones externas y sus mecanismos de propagación hacia las economías difieren entre países. Además, es preciso identificar los factores causales tras las fluctuaciones en los flujos (negativos o positivos) de recursos externos. Si su origen radica en desequilibrios internos o en cambios sostenidos en la competitividad del país respecto del resto del mundo, medidas como las que a continuación se discuten tendrán efectos paliativos limitados. En contraste, si se trata de fluctuaciones de corto plazo originadas en comportamientos pro-cíclicos de los agentes financieros y/o cambios de corto plazo en el entorno financiero externo, cobrará mayor fuerza evitar que ello distorsione los equilibrios macroeconómicos internos y/o se afecten los incentivos para la producción de bienes exportables y de sustitución de importaciones. Se discuten a continuación cuatro grandes áreas de acción que pueden contribuir a moderar los efectos de estas fluctuaciones.

#### **a) Acumulación de reservas internacionales**

La acumulación de reservas contribuye a aminorar la vulnerabilidad del país frente a posibles turbulencias internacionales y a amortiguar el efecto de una eventual reversión súbita de flujos de capitales desde el país hacia el exterior. No obstante, la aplicación de esta política no está exenta de costos. Así, podría ser necesario esterilizar total o parcialmente el efecto monetario de estas intervenciones, dependiendo de la capacidad de absorción de la economía según sea la evolución de la demanda de dinero. La decisión de esterilizar este impacto genera un aumento en las tasas de interés domésticas que tiende a acentuar, por la vía de la entrada de capitales, tendencias de apreciación de la moneda local.

Por otra parte, estas intervenciones exhiben costos netos, derivados del diferencial de tasas de interés de los activos domésticos colocados por el Banco Central, y los activos externos. Cuando las tasas de interés de las operaciones de absorción monetaria son similares a las tasas internacionales, el margen para realizar intervenciones esterilizadas es mayor. En cambio, si las tasas domésticas exceden a las externas por un margen elevado, las intervenciones monetarias esterilizadas crean un déficit cuasi-fiscal, que puede alcanzar magnitudes significativas y erosionar la base de capital del Banco Central<sup>58</sup>. Ello, si bien en el corto plazo esto puede no representar problemas inmediatos para un Estado cuyas cuentas fiscales sean sólidas (garante en última instancia de los pasivos del Banco Central), sí afectará la sostenibilidad de la deuda pública cuando dichos déficit cuasi-fiscales deban ser asumidos por el fisco<sup>59</sup>.

#### **b) Aplicar restricciones a los flujos de capitales**

Otra opción de política que ha sido objeto de un intenso debate desde 2008, es la implementación de restricciones al ingreso de capitales extranjeros a los países. Esta política puede ser un complemento muy útil de una política de acumulación de reservas si se espera una continuidad en las presiones hacia la apreciación real. Tal es el caso de varios países en la región, con mayor énfasis en aquellos que están integrados a los mercados financieros internacionales. En este sentido, regular (desincentivando) la entrada de capitales —o sea, la implementación de medidas orientadas a frenar el ingreso o cambiar la composición de influjos financieros (incluido el *carry trade*)— es una opción pragmática para reducir los efectos indeseados de un excesivo influjo de divisas de corto plazo.

La principal limitación de esta política es la posibilidad de elusión, por la vía del uso de instrumentos financieros no cubiertos o poco conocidos. Es por ello que, para minimizar dicha limitación, se requiere de una sólida capacidad institucional y técnica al formular e implementar este tipo

<sup>57</sup> Para una discusión más completa de los efectos de corto y largo plazo sobre los equilibrios macroeconómicos y sobre la estructura productiva, así como las políticas encaminadas a enfrentarlas, véase “Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2010-2011”, Parte 2, CEPAL, 2011.

<sup>58</sup> Para una discusión sobre los costos y beneficios asociados a estas operaciones véase, Feldstein 1999, Rodrik (2006), Adler y Tovar (2011).

<sup>59</sup> En todo caso, como en otras políticas públicas, el costo en términos de los recursos públicos netos empleados en estas intervenciones, que equivale a transferencias de ingreso real desde el resto de la economía hacia sectores exportadores y sustituidores de importaciones, debe ser comparado con usos alternativos de estos mismos recursos.

de medidas. A su vez, la principal crítica respecto de este tipo de medidas, es que ellas debieran definirse, a partir de una perspectiva estratégica, con base en su aporte al ahorro interno, y no sobre la base de consideraciones cambiarias o cíclicas coyunturales y de corto plazo.

### **c) Medidas macro-prudenciales**

Las políticas macro prudenciales buscan preservar la estabilidad financiera, identificando vulnerabilidades en ese sector, gatillando oportunamente acciones regulatorias y de política monetaria, de manera de reducir el riesgo sistémico financiero. Estas medidas, que adquirieron relevancia luego de la crisis internacional de 2008-2009, se orientan a paliar el efecto de los excesivos flujos de capitales sobre la aceleración del crédito bancario y del endeudamiento interno, así como sobre los precios de los activos, que en esas circunstancias tienden a desalinearse respecto de sus determinantes fundamentales.

En general la regulación macro-prudencial se orienta a que los requerimientos de capital (que cubren pérdidas no esperadas) y las provisiones (que cubren pérdidas esperadas) de las instituciones financieras posean un componente contra-cíclico. Así, los requerimientos de capital de los bancos debieran vincularse con el crecimiento del crédito bancario, comparando el incremento efectivo de dicho crédito con algún valor coherente con la meta de inflación o alguna otra “ancla” o meta macroeconómica. En el caso de las provisiones bancarias, considerando que los riesgos tienden a incrementarse en forma latente sin ser detectados durante las fases expansivas, y sólo se materializan durante las fases contractivas del ciclo, se trata de introducir provisiones ex-ante o adelantadas al momento de otorgarse el préstamo. Estas provisiones “dinámicas” actúan como estabilizadores automáticos y contribuyen a mitigar la prociclicidad de las provisiones estándares<sup>60</sup>. Otras medidas contemplan incorporar, además de un límite al descalce de plazos, un límite al descalce en moneda extranjera de los intermediarios financieros, el que debe incluir la sensibilidad de los deudores de los bancos a cambios bruscos en el tipo de cambio.

### **d) Flexibilización del régimen cambiario**

Esta suele ser la alternativa más controversial. No obstante, varios países de la región han flexibilizado su objetivo en materia de tipo de cambio real, aceptando de hecho cierto grado de apreciación, a la vez que otros han introducido sistemas cambiarios que tienden a reducir las garantías implícitas que se derivan de regímenes de tipo de cambio fijo o administrado, o si se prefiere, a incrementar la incertidumbre respecto del nivel del tipo de cambio nominal, como forma de desincentivar el flujo de capitales externos. En el panorama inmediato se mantiene el debate en torno a cuán apropiado es perseverar en este sentido, habida cuenta de que el grado de apreciación observado es significativo en algunos casos<sup>61</sup>.

<sup>60</sup> La experiencia reciente de España enseña que la eficacia de las provisiones dinámicas en desestimular sobre expansiones del crédito requiere una correcta medición de los riesgos a lo largo de todo el ciclo.

<sup>61</sup> Sobre la evolución de los regímenes cambiarios en la región, véase el Cuadro I.1 de la parte 2 del Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2010-2011.



## IV. Síntesis

---

En este documento se discute uno de los aspectos fundamentales del crecimiento económico en América Latina y el Caribe, la inversión, que junto con la formación de capital humano, el progreso tecnológico, los avances sociales, distributivos y junto con el desarrollo institucional conforman la infraestructura del desarrollo.

En el primer capítulo se examinan estimaciones inéditas de las estadísticas sobre ahorro e inversión en la región. Se constató en términos comparativos que, con ciertas diferencias entre países, la tasa de inversión como porcentaje del PIB en América Latina ha sido históricamente inferior a aquella de otras regiones emergentes. El 2008, año en el cual la región anotó la mayor tasa de inversión desde 1980, esta se situó en un 23,6% del PIB, medido en dólares corrientes. En contraste, en Asia en desarrollo, esta aumentó desde un 27,8% en 1980 a cifras cercanas al 35% a mediados de los años noventa, y superiores al 40% en la actualidad.

Del examen del comportamiento de la inversión se concluye que su evolución ha estado fuertemente marcada por las crisis internas y externas y los ciclos económicos asociados. El insuficiente desempeño también se vincula con la reacción de los gobiernos frente a esas crisis, en particular en el caso de la inversión pública (y en especial en infraestructura), y con el volátil desempeño de la inversión privada. Dado el nivel de desarrollo de los países de la región, que suelen exhibir significativas insuficiencias en su dotación de infraestructura, las reducciones de inversión pública en infraestructura conllevan pérdidas de potencial de crecimiento, en razón de las externalidades positivas para la productividad que suele caracterizar a este componente de la inversión.

A la vez, en términos generales, América Latina no ha generado el ahorro nacional suficiente para financiar por sus propios medios sus (bajos) niveles de inversión. Durante la mayor parte de las recientes décadas la expansión de la inversión ha dependido en buena medida de la obtención de financiamiento externo. La consecuencia de ello ha sido que episodios de restricción de acceso al financiamiento externo resultantes de cambios en el entorno financiero global, o bien del deterioro de indicadores de riesgo-país como resultado de un empeoramiento de las economías domésticas, se han traducido en disminuciones de las tasas de inversión. En otras palabras, la denominada “restricción externa” ha condicionado de modo determinante, al menos desde el inicio de la crisis de la deuda externa en 1982 y hasta el 2003, los niveles de actividad y las perspectivas de crecimiento. A partir de esa fecha y hasta el presente, con la excepción de lo ocurrido en los meses más álgidos de crisis financiera global de 2008-2009, se han producido significativos cambios en este escenario. Entre el 2003 y el 2011, la región anotó un aumento de su tasa de inversión a la par de un incremento importante en el ahorro nacional como resultado, esencialmente, de la acentuada alza del ingreso nacional, apoyado en los elevados precios de los productos básicos exportados. Contribuyó también el aumento en los ingresos por concepto de remesas de trabajadores emigrados, en particular en el caso de los países de América Central, y las mejoras fiscales concomitantes del aumento de sus ingresos en divisas vinculados a las exportaciones. No obstante el aumento en el ahorro nacional desde 2003, la composición del financiamiento de la inversión en términos de su origen nacional o externo es relativamente similar a la registrada por las regiones de África Sub-sahariana y Europa Central y del Este. En contraste, cuando se compara con los países de Asia en desarrollo, se aprecia una clara diferencia, dado que la inversión en esa región ha sido financiada fundamentalmente con ahorro nacional, rasgo que se acentuó aún más a partir de la crisis asiática de 1997.

En otra dimensión, las cifras señalan un aumento en el ahorro público y privado desde el 2004. Si bien la escasez de cifras y las distintas formas de presentación dificultan las comparaciones, en general se evidencia que los niveles de ahorro público son relativamente bajos como para sustentar un esfuerzo de inversión significativo. Los casos de alzas significativas en el ahorro público se concentran en los países exportadores de bienes básicos. A su vez, a pesar de cierta recuperación reciente del ahorro privado, varios países han exhibido una tendencia de largo plazo a su reducción, lo que en parte se explica por los efectos del bajo y volátil crecimiento desde 1980 hasta el 2003 en comparación con períodos previos.

Se discuten luego las características de los mercados financieros en la región en relación a su capacidad para apoyar la inversión. El subsistema bancario es el de mayor presencia y, a pesar de los progresos exhibidos desde mediados de la década de los noventa, exhibe varias falencias, en términos de los plazos de financiamiento, insuficiente manejo de los riesgos, baja transformación del ahorro financiero en crédito y márgenes de tasas elevados que encarecen el crédito. El mercado de capitales (accionario y de deuda) exhibe un bajo desarrollo, con baja profundidad y liquidez, poca presencia de emisores privados e instrumentos y regulaciones cuyas características son insuficientes para apoyar la inversión, en especial para procurar la participación de inversionistas minoritarios.

El capítulo finaliza con un examen del financiamiento externo de la región, que ha exhibido cambios muy sustantivos en la reciente década. En la cuenta corriente de la balanza de pagos sobresale la reducción del peso del pago de intereses sobre la deuda externa, a medida que los países, redujeron su endeudamiento externo en forma significativa, resultado de mayores precios de sus exportaciones, fortalecimiento de las finanzas públicas y de programas multilaterales. Además, en el caso de Centroamérica, las remesas enviadas por los trabajadores migrantes han adquirido gran importancia como fuente de recursos externos.

En la cuenta financiera destaca una fuerte dinámica de IED hacia la región desde los noventa, en especial hacia países exportadores de recursos naturales, hacia países con mercados internos grandes, y hacia los de mayor desarrollo financiero interno. A la vez, el rápido desarrollo de los mercados financieros internacionales junto con una mayor apertura de la cuenta financiera, la mejora en la posición de riesgo relativo de los países de la región, el nivel de rentabilidad ofrecido por los mercados domésticos y el apetito por riesgo de los inversionistas extranjeros, se tradujo para algunos países en influjos de cartera, en ocasiones superiores a los flujos de IED.

Ha tendido entonces a configurarse una situación dual en la región, en la que ciertos países han levantado la restricción externa que restringía la inversión, a la vez que su estructura de financiamiento, tanto interno como externo, se ha complejizado. Otros países no han modificado sustancialmente su estructura de financiamiento, por lo que sus niveles de inversión y ritmos de crecimiento futuro siguen sujetos a los vaivenes de la disponibilidad de recursos financieros externos a través de los canales tradicionales (i.e. financiamiento bilateral, proveniente de países desarrollados y/o de organismos multilaterales).

El segundo capítulo discute un ejercicio de convergencia consistente en reducir la diferencia de PIB per cápita en relación al promedio de la OECD en un 50% en un lapso de 20 años. A partir de la metodología de contabilidad del crecimiento, de allí se obtienen requisitos de crecimiento e inversión que en numerosos casos representan un quiebre en relación a la experiencia previa destacándose los requerimientos de inversión en infraestructura por sus efectos sistémicos para el crecimiento.

A la luz de estos antecedentes, el capítulo tercero propone una estrategia de apoyo al financiamiento de la inversión. Esta consiste de tres ejes estructurantes: el fortalecimiento de la inversión pública, con especial énfasis en aquella de infraestructura, el apoyo a los sistemas de financiamiento de la inversión privada y la regulación de los flujos financieros externos, en vistas de que sus fluctuaciones han ocasionado implicancias duraderas y muchas veces negativas para el crecimiento económico.

## A. Fortalecer la inversión pública

El fortalecimiento de la inversión pública supone como primer desafío elevar los exigüos niveles de ahorro público que en muchos casos exhibe la región, por cuanto de otro modo continuará restringida por las posibilidades de endeudamiento. Se desprende de ello que será preciso buscar la adecuación de las cargas tributarias a las necesidades del desarrollo así como un esfuerzo por elevar la eficiencia del gasto<sup>62</sup>. Se propone no sólo alcanzar el nivel adecuado a cada realidad nacional sino que además la creación de condiciones para la continuidad de la inversión pública y así evitar las fuertes fluctuaciones que han afectado su efectividad de largo plazo. Para ello se propone un esquema de compatibilización de las necesidades del crecimiento y la sostenibilidad de las finanzas públicas, sobre la base de presupuestos plurianuales orientados por los valores de tendencia de sus determinantes. Ello es complementado mediante una estrategia financiera orientada a cubrir los déficit transitorios, y allí donde sea aplicable, la creación de fondos soberanos para ahorrar los ingresos extraordinarios asociados a episodios de altos precios de exportaciones.

Una segunda línea de acción, complementaria de la anterior, se refiere a la provisión de servicios públicos empleando esquemas de alianzas público-privadas, los que bajo ciertas condiciones pueden realizar una importante contribución a establecer la infraestructura para el desarrollo. Aspectos claves se refieren a las capacidades institucionales para llevar a cabo un proceso de selección y adjudicación que evite la formación de monopolios, formular proyectos con diseños exhaustivos pero flexibles en orden a evitar comportamientos oportunistas que permiten la posterior extracción de más recursos públicos por parte de los concesionarios, garantías públicas que prevengan comportamientos de riesgo moral (*moral hazard*) y la existencia de capacidades de supervisión de la provisión del servicio, en términos de la cobertura apropiada de la demanda y de su calidad.

Una tercera línea de acción consiste en el establecimiento de marcos regulatorios, orientados al largo plazo, cautelando los aspectos de eficiencia para el crecimiento, equidad, transparencia y calidad de los servicios, para la inversión y provisión privada en ciertas áreas claves, como son la generación, transmisión y distribución eléctrica, las telecomunicaciones, los servicios de agua potable y saneamiento, ente los principales.

---

<sup>62</sup> Como se ha demostrado en varias publicaciones de la CEPAL, la carga tributaria en la región es insuficiente, tanto en términos de su nivel como de su composición. Véase CEPAL (2010) y Jiménez, Gómez Sabafni y Podestá (2010).

## **B. Desarrollo financiero para apoyar la inversión privada**

En relación al financiamiento de la inversión privada, se destaca la profundización del financiamiento bancario, atacando dos rasgos que lo restringen: la escasez de fondos de largo plazo como resultado de las experiencias de inestabilidad previa y la ausencia de esquemas para cubrir apropiadamente los riesgos. Este último elemento es muy relevante en una estrategia que busca expandir el acceso al financiamiento de la inversión por parte de empresas de menor envergadura. La ampliación de los plazos del ahorro financiero resulta en parte del logro de mayores grados de estabilidad, pero las secuelas de la experiencia previa han probado ser duraderas. A la vez, por las externalidades que caracterizan a los procesos de certificación crediticia y garantía de créditos, es muy poco probable que estos surjan espontáneamente. Ambos factores entonces llevan a destacar la necesidad de una acción pública orientada a la creación de instrumentos de ahorro y financiamiento protegidos de la inflación y el rol catalítico de los bancos públicos, y de los bancos de fomento en particular, en la profundización bancaria<sup>63</sup>. En la región, varios países han emprendido este camino.

En segundo lugar, también se discutieron aspectos claves para el apoyo de los mercados de capitales al financiamiento de la inversión privada. Dado que estos mercados requieren escalas amplias de operación para ser alternativas eficientes de financiamiento, su desarrollo requiere mucho tiempo y en ciertos casos es probable que no alcancen dimensiones significativas. Los aspectos claves se refieren al desarrollo de inversionistas institucionales que provean recursos (de capital y deuda) de largo plazo, marcos institucionales que cautelen los intereses de los inversionistas minoritarios, que la demanda pública por recursos financieros no desplace el financiamiento para los privados y la promoción de la eficiencia operativa y seguridad de estos mercados de modo de constituirlos en alternativas competitivas.

En el caso de países en que no resulte realista el desarrollo de estas alternativas de financiamiento, vuelve a destacarse el rol crucial que desempeñan los bancos públicos de fomento en la provisión de recursos de capital y deuda de largo plazo, como es la experiencia de algunos países en la región.

## **C. Enfrentar la variabilidad de algunos componentes del financiamiento externo**

En tercer lugar, en vistas del importante cambio en el nivel y composición del financiamiento externo, que en ocasiones se ha manifestado en una elevada variabilidad de la disponibilidad de estos recursos, en orden procurar incentivar el inlujos de sus componentes más estables, se propusieron cuatro líneas de acción: la acumulación de reservas internacionales, la aplicación de restricciones a ciertos flujos financieros, en particular de corto plazo, medidas macroprudenciales orientadas a regular la transmisión de las fluctuaciones externas hacia la economía interna vía cambios en los niveles de crédito y, por último, la flexibilización cambiaria, allí donde sea recomendable, en orden a evitar garantías implícitas que pueden exacerbar comportamientos especulativos.

---

<sup>63</sup> Cabe aclarar que la indización de activos financieros no es la única forma de protección de los ahorros respecto de la inflación, existiendo otras alternativas tales como lo instrumentos a tasa flotante y otros.

## Bibliografía

---

- Acemoglu, Daron, Johnson, Simon, Robinson, James y Thacharoen, Yunyong, (2003), Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises and growth, *Journal of Monetary Economics*, 50, Elsevier.
- Adler y Camilo Tovar (2011), ¿Qué tan costosa es la intervención cambiaria? Diálogo a fondo en <http://blog-dialogoafondo.org/?p=869>.
- Aravena, Claudio (2010), Estimación del crecimiento potencial de América Latina, Serie Macroeconomía del Desarrollo No 106, CEPAL, Naciones Unidas.
- Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional (2001), *Developing Government Bond Markets*, Washington, D.C.
- BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) (2006a): Novo Mercado, São Paulo.
- \_\_\_ (2006b): Nivel 1, São Paulo.
- \_\_\_ (2006c): Nivel 2, São Paulo.
- \_\_\_ (2006d): Bovespa Mais, São Paulo.
- Banco de Pagos Internacionales (2002), *The development of bond markets in emerging economies*, BIS Papers, N° 11, Basilea.
- CEPAL (2012) *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2011*.
- \_\_\_ (2011) *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2010-2011*.
- \_\_\_ (2011), *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*.
- \_\_\_ (2010), *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir*, mayo.
- \_\_\_ (2008), *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*
- \_\_\_ (2008) Cuaderno Estadístico N. 37.
- \_\_\_ Anuario Estadístico, varios números.
- Collins, Susan M. y Bosworth, Barry (1996), *Growth in East Asia: Accumulation versus Assimilation*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- De la Torre, Augusto y Sergio Schmukler (2004), *Whither Latin American Capital Markets?*, Washington, D.C., Banco Mundial.

- Feldstein, Martin (1999), Self protection for emerging market economies, NBER Working Paper 6907.
- FMI, Financial Sector Assessment Program en <http://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.asp>.
- \_\_\_ Global Financial Stability Report, varios números.
- \_\_\_ Manual de Balanza de Pagos.
- \_\_\_ (2005), Global Financial Stability Report, Washington, D.C., abril.
- Gelos, Gaston, Banking spreads in Latin America, IMF Working Paper 06/44, 2006.
- Jiménez, Luis Felipe y Sandra Manuelito, (2011), América Latina: sistemas financieros y financiamiento de la inversión. Diagnósticos y propuestas, Revista de la CEPAL N° 109, CEPAL, Naciones Unidas.
- \_\_\_ (2010), Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo, Serie Macroeconomía del desarrollo N°107, CEPAL, Naciones Unidas.
- Jiménez, Luis Felipe, (2008), Capital de riesgo e innovación en América Latina, Revista de la CEPAL N° 96, CEPAL.
- Jiménez, Juan Pablo, Juan Carlos Gómez Sabañi y Andrea Podestá (comp.) (2010), Evasión y equidad en América Latina, LC/W.309, CEPAL, Naciones Unidas, abril.
- Jorgenson, Dale y Khuong M. Vu. (2008) "Potential Growth of the World Economy".
- Kacef, Osvaldo y Manuelito, Sandra, (2008), "El ingreso nacional bruto disponible en América Latina: una perspectiva de largo plazo", Serie Macroeconomía del desarrollo, N° 69, CEPAL.
- Krugman, Paul (2007), The Myth of Asia's miracle. A cautionary fable.
- Lau, Lawrence J, y Park, Jungsoo, (2003), The Sources of East Asian Economic Growth Revisited, Stanford University and the State University of New York at Buffalo.
- Manuelito, Sandra (2009), Local Institutions and Global Public Private Partnerships: How global can we be?, ACUN/ASIL Summer Workshop "Global Public-Private Partnerships"(mimeo).
- OECD (2008), Public-Private Partnerships: in pursuit of risk sharing and best value for money, June.
- Perrotti y Sánchez (2011), La brecha de infraestructura en América Latina y el Caribe, Serie Recursos Naturales e Infraestructura N° 153, CEPAL.
- Restuccia (2009) The Latin American Development Problem, Serie Macroeconomía del Desarrollo N° 81, CEPAL.
- Rodrik, Dani (2006), The social cost of foreign exchange reserves, Harvard University.
- Rozas Balbontín, Patricio, José Luis Bonifaz y Gustavo Guerra-García (2012), El financiamiento de la infraestructura: Propuestas para el desarrollo sostenible de una política sectorial, Cuadernos de la CEPAL, N° 97, CEPAL.
- Santana, M. (2007), Novo Mercado: The Brazilian Experience, IFC Global Corporate Governance Forum, Washington, D.C.
- UNCTAD, World Investment Report 2011.
- Young, Alwyn, (1995), The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of East Asian Growth Experience, The Quarterly Journal of Economics, Vol.110, pp.641-6803, August.
- Zervos, S. (2004), The Transaction Cost of Primary Markets Issuance: the Case of Brazil, Chile and Mexico, World Bank Policy Research Paper, N° 3424, Washington, D.C.

## **Anexo estadístico**

---

**Argentina***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	26,4	23,7	19,6	18,9	17,8	16,4	17,0	18,7	18,4	15,5	13,2	15,5	18,7	19,1	20,5	18,3
Construcción	16,0	14,8	13,6	12,9	11,2	10,3	11,5	12,6	12,4	10,2	8,5	9,8	10,4	11,7	12,2	11,3
Maquinaria y equipo	10,5	8,9	6,1	6,1	6,6	6,1	5,6	6,1	6,0	5,4	4,7	5,7	8,3	7,3	8,3	7,0
Inversión pública	2,3	2,1	1,7	1,6	1,5	1,4	1,5	1,6	1,6	1,3	1,1	1,3	1,6	1,7	1,8	1,5
Inversión privada	24,1	21,7	17,9	17,3	16,2	15,0	15,5	17,1	16,8	14,2	12,0	14,1	17,1	17,4	18,7	16,8

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	26,3	22,7	21,9	20,9	20,0	17,6	17,5	19,6	18,6	15,5	14,0	14,6	16,7	19,7	20,0	18,5
Ahorro Nacional	24,2	19,9	19,7	18,7	18,0	16,6	14,9	15,8	17,3	14,1	13,7	14,3	0,0	16,2	15,6	16,5
Ahorro Público bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0,3	0,0	0,6	0,7	0,1	-1,2
Ahorro Privado bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	15,6	15,5	17,7
Ahorro Externo	2,1	2,8	2,2	2,2	2,0	1,0	2,5	3,8	1,3	1,4	0,3	0,3	0,0	3,5	4,3	2,0

(continúa)

**Argentina***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	18,9	20,6	21,1	20,6	17,9	15,8	11,3	14,3	17,7	19,8	21,6	22,6	23,1	20,6	22,8
Construcción	11,4	12,0	12,0	11,3	10,8	10,2	7,7	9,6	11,1	12,3	13,4	13,3	13,0	12,4	12,3
Maquinaria y equipo	7,5	8,8	8,5	7,8	7,1	5,6	3,6	4,7	6,5	7,6	8,2	9,3	10,1	8,1	10,5
Inversión pública	1,2	1,6	1,6	1,7	1,1	1,1	0,8	1,2	1,7	2,4	2,7	2,8	2,8	2,5	2,8
Inversión privada	17,7	18,9	18,9	17,4	16,8	14,7	10,5	13,1	16,0	17,5	18,9	19,8	20,2	18,0	20,0

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	19,6	20,8	20,8	17,9	17,5	15,6	10,9	14,1	18,7	20,9	23,0	24,2	25,1	21,2	24,5
Ahorro Nacional	17,1	16,6	16,6	13,6	14,4	14,2	19,2	19,6	20,6	23,7	26,4	26,6	26,8	24,4	25,0
Ahorro Público bruto	-1,6	-0,4	-0,5	-1,9	-1,2	-3,1	0,1	1,0	3,3	2,2	3,5	2,7	2,8	1,5	--
Ahorro Privado bruto	18,7	17,0	16,7	15,5	15,6	17,4	19,1	18,6	17,3	21,5	23,0	23,9	23,9	22,9	--
Ahorro Externo	2,5	4,2	4,2	4,2	3,2	1,4	-8,4	-5,5	-1,9	-2,8	-3,4	-2,4	-1,7	-3,2	-0,5

(continúa)

**Bolivia (Estado Plurinacional de)***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	14,2	13,8	10,2	9,1	10,2	12,4	13,4	13,7	12,3	11,6	12,6	14,2	15,7	15,4	13,5	14,7
Construcción	6,0	6,4	3,6	6,6	7,3	7,1	5,7	5,5	7,0	7,1	7,0	7,0	7,7	7,8	7,6	7,8
Maquinaria y equipo	8,2	7,4	6,7	2,5	2,9	5,3	7,7	8,2	5,2	4,5	5,6	7,2	7,9	7,6	5,9	6,9
Inversión pública	7,4	6,5	8,2	6,4	7,1	8,6	9,3	9,6	8,6	8,1	7,6	8,4	9,2	8,2	7,7	7,5
Inversión privada	6,9	7,3	2,0	2,8	3,1	3,7	4,0	4,1	3,7	3,4	4,9	5,8	6,5	7,2	5,9	7,2

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	14,7	16,9	12,4	11,3	14,5	16,9	13,4	15,0	14,0	11,6	12,5	15,6	16,7	16,6	14,4	15,2
Ahorro Nacional	16,0	15,0	12,9	20,8	21,5	26,1	20,8	6,2	6,4	8,6	9,7	8,8	7,0	6,5	9,1	10,2
Ahorro Público bruto	-3,6	-1,2	-6,6	-2,1	-9,1	-17,1	1,5	2,3	1,5	-0,5	1,0	3,7	1,9	1,9	1,9	3,8
Ahorro Privado bruto	19,6	16,1	19,5	22,9	30,6	43,2	19,4	3,9	4,9	9,1	8,7	5,1	5,1	4,6	7,3	6,4
Ahorro Externo	-1,4	1,9	-0,5	-9,5	-7,0	-9,2	-7,5	8,8	7,6	3,0	2,8	6,8	9,7	10,1	5,2	5,1

(continúa)

**Bolivia (Estado Plurinacional de)***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	15,8	19,0	23,4	19,8	17,6	13,6	15,7	13,6	12,9	13,2	13,8	14,8	16,6	16,5	17,0
Construcción	8,1	8,2	11,5	9,2	8,5	7,7	9,0	7,0	6,9	7,1	7,4	8,2	8,5	9,2	9,6
Maquinaria y equipo	7,6	10,8	11,9	10,5	9,1	5,9	6,7	6,6	6,1	6,1	6,4	6,6	8,0	7,3	7,5
Inversión pública	7,1	5,8	5,4	5,9	5,0	5,2	5,0	5,0	5,9	6,3	6,9	8,0	8,8	9,0	9,3
Inversión privada	8,7	13,2	18,1	13,9	12,6	8,3	10,7	8,7	7,0	7,0	6,9	6,9	7,8	7,6	7,7

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	16,2	19,6	23,6	18,8	18,1	14,3	16,3	13,2	11,0	14,3	13,9	15,2	17,6	17,0	17,0
Ahorro Nacional	11,9	12,4	12,6	9,7	10,1	10,2	11,0	13,1	15,9	19,7	25,1	29,1	28,7	21,6	--
Ahorro Público bruto	4,0	2,6	2,6	-1,0	-0,4	-3,1	-2,4	-3,3	-4,3	5,5	11,9	12,3	9,7	9,1	--
Ahorro Privado bruto	7,9	9,8	10,0	10,8	10,6	13,3	13,4	16,4	20,2	14,2	13,2	16,7	19,1	12,5	--
Ahorro Externo	4,3	7,2	11,0	9,1	8,0	4,1	5,3	0,1	-4,8	-5,4	-11,2	-13,9	-11,2	-4,6	--

(continúa)

**Brasil***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	23,6	21,6	20,0	17,2	16,3	16,4	18,8	17,9	17,0	16,7	15,5	19,5	17,0	18,7	20,8	18,3
Construcción	15,5	14,3	13,9	12,2	11,5	11,2	12,3	12,0	11,6	11,6	11,0	12,8	11,6	14,9	14,7	12,9
Maquinaria y equipo	8,1	7,3	6,1	5,0	4,9	5,2	6,4	5,9	5,4	5,0	4,6	6,7	5,4	3,8	6,1	5,4
Inversión pública	2,3	2,1	2,1	1,7	1,8	2,2	2,7	2,3	2,3	1,9	3,0	3,0	3,0	3,4	3,6	2,3
Inversión privada	21,2	19,5	17,9	15,6	14,5	14,3	16,1	15,5	14,7	14,8	12,6	16,5	14,0	15,3	17,2	16,0

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	24,0	24,2	22,6	18,4	17,6	20,4	20,0	23,2	24,3	26,9	20,2	19,8	18,9	20,8	22,1	18,0
Ahorro Nacional	18,6	20,0	16,6	14,8	17,6	20,1	18,0	22,7	25,7	27,1	19,1	18,6	19,9	20,1	21,2	15,5
Ahorro Público bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ahorro Privado bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ahorro Externo	5,4	4,6	6,0	3,6	0,0	0,1	2,1	0,5	-1,4	-0,2	1,1	1,2	-0,9	0,8	0,9	2,5

(continúa)

**Brasil***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	18,2	17,7	17,3	15,5	15,8	16,7	15,7	15,5	15,8	16,2	16,8	17,6	18,8	17,2	20,5
Construcción	13,0	11,9	11,2	10,4	9,4	11,7	10,9	10,3	9,0	10,5	9,7	9,2	10,8	10,5	11,8
Maquinaria y equipo	5,2	5,8	6,1	5,1	6,4	5,0	4,8	5,2	6,8	5,7	7,1	8,5	8,1	6,8	8,6
Inversión pública	2,3	1,7	2,4	1,4	1,4	2,1	2,0	1,6	1,4	1,7	1,9	1,7	2,2	1,9	2,1
Inversión privada	15,9	16,0	14,9	14,2	14,4	14,6	13,7	13,9	14,4	14,4	14,9	15,9	16,6	15,4	18,4

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	17,0	17,4	17,0	16,4	18,3	18,0	16,2	16,9	17,1	16,2	16,8	18,3	20,7	17,8	19,5
Ahorro Nacional	14,1	13,6	13,0	12,1	14,0	13,5	14,8	17,2	18,5	17,4	17,7	18,4	18,8	15,9	17,3
Ahorro Público bruto	--	2,5	0,9	1,5	2,0	0,7	1,0	1,6	1,6	2,2	-0,6	1,4	-0,7	-2,1	--
Ahorro Privado bruto	--	11,1	12,1	10,6	12,0	12,8	13,7	15,6	16,9	15,2	18,3	17,0	19,5	18,0	--
Ahorro Externo	2,9	3,8	4,0	4,3	4,2	4,5	1,4	-0,3	-1,4	-1,2	-0,9	-0,1	1,9	1,9	2,2

(continúa)

**Chile***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	17,6	19,4	13,8	12,1	13,6	17,7	17,1	19,6	20,8	24,5	24,2	22,4	24,7	27,2	27,4	30,6
Construcción	9,6	10,6	9,4	8,4	8,5	10,0	10,1	10,5	10,6	11,3	12,0	10,7	11,2	12,5	11,9	11,8
Maquinaria y equipo	8,0	8,8	4,4	3,7	5,1	7,7	7,1	9,0	10,2	13,1	12,2	11,7	13,5	14,7	15,5	18,8
Inversión pública	1,9	1,8	1,9	2,2	2,4	2,7	2,9	2,4	2,9	2,6	1,7	1,8	2,0	2,1	2,2	2,4
Inversión privada	15,7	17,5	11,9	9,9	11,2	14,9	14,3	17,2	17,9	21,9	22,5	20,6	22,7	25,2	25,2	28,2

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	21,0	22,0	11,0	11,1	17,7	17,2	18,9	22,2	22,8	25,1	25,1	22,6	23,8	26,5	24,1	25,8
Ahorro Nacional	13,9	7,6	1,6	5,5	6,9	7,8	11,5	17,3	22,3	23,3	23,2	22,3	21,5	20,9	21,1	23,8
Ahorro Público neto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	3,9	3,8	4,8	5,8	5,1	6,4
Ahorro Privado neto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	9,2	8,6	7,3	5,7	6,8	8,7
Consumo de capital fijo	9,6	9,3	10,8	11,8	11,9	11,1	10,9	10,2	9,6	10,1	10,2	9,9	9,4	9,4	9,1	8,8
Ahorro Externo	7,1	14,4	9,4	5,6	10,8	9,4	7,3	5,0	0,5	1,8	1,9	0,3	2,3	5,6	3,0	2,0

(continúa)

**Chile***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	26,4	27,4	27,0	22,2	23,2	23,4	23,2	20,1	20,9	24,5	24,0	25,5	29,4	25,1	28,4
Construcción	16,3	16,3	16,2	14,3	13,8	13,9	13,9	13,3	12,9	13,6	13,1	13,4	14,4	13,3	13,1
Maquinaria y equipo	10,1	11,1	10,8	8,0	9,4	9,5	9,3	6,9	8,0	11,0	10,6	11,9	14,8	11,6	15,3
Inversión pública	2,5	2,5	2,7	2,7	2,5	2,3	2,4	2,1	2,4	1,9	2,2	2,6	2,4	2,9	2,5
Inversión privada	23,9	24,9	24,3	19,6	20,6	21,1	20,8	18,0	18,5	22,6	21,8	22,9	27,0	22,3	25,8

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	27,4	27,7	26,9	20,9	21,9	22,1	21,7	21,1	20,0	22,2	20,1	20,5	25,2	18,9	22,4
Ahorro Nacional	23,1	23,1	21,8	21,0	20,6	20,6	20,7	20,0	22,2	23,4	24,9	25,1	22,8	20,5	24,2
Ahorro Público neto	3,3	3,3	3,0	0,5	1,1	0,5	1,0	1,3	4,8	7,0	10,5	11,0	6,6	-0,4	3,1
Ahorro Privado neto	6,6	7,0	6,2	7,0	6,6	7,0	6,3	6,0	5,4	5,1	3,7	3,5	4,7	8,8	9,1
Consumo de capital fijo	13,2	12,7	12,7	13,5	13,0	13,1	13,3	12,8	12,1	11,3	10,7	10,6	11,9	12,0	12,0
Ahorro Externo	4,3	4,7	5,1	-0,1	1,2	1,5	1,0	1,1	-2,1	-1,2	-4,9	-4,6	2,4	-1,6	-1,8

(continúa)

**Colombia***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	16,7	17,4	17,7	17,7	17,3	15,9	16,2	15,5	16,5	15,1	16,8	16,4	17,9	21,8	23,3	22,3
Construcción	8,1	8,6	8,8	9,1	9,2	9,4	9,4	7,9	8,6	7,6	10,3	10,7	11,0	12,3	13,0	12,6
Maquinaria y equipo	8,6	8,8	8,9	8,6	8,1	6,5	6,8	7,6	7,9	7,5	6,5	5,7	6,9	9,6	10,3	9,7
Inversión pública	7,0	7,2	8,2	8,7	8,7	8,3	7,8	6,4	6,8	6,5	5,9	5,0	4,7	4,8	4,4	4,5
Inversión privada	9,8	10,2	9,5	8,9	8,6	7,6	8,4	9,0	9,8	8,6	10,9	11,3	13,2	17,0	18,9	17,9

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	19,1	20,6	20,5	19,9	19,0	19,0	18,0	20,0	22,0	20,0	20,6	19,1	20,6	24,9	25,5	25,8
Ahorro Nacional	19,6	16,9	15,1	14,7	15,5	17,1	22,0	21,0	22,5	20,9	23,0	24,7	22,1	19,7	23,0	23,0
Ahorro Público bruto	3,1	1,3	0,4	-0,7	0,6	2,6	5,2	3,4	4,6	4,0	3,2	5,6	4,7	4,8	5,5	5,9
Ahorro Privado bruto	16,5	15,6	14,7	15,4	14,9	14,4	16,8	17,6	17,9	16,9	19,8	19,1	17,3	14,9	17,5	17,2
Ahorro Externo	-0,5	3,7	5,4	5,2	3,5	2,0	-4,0	-1,0	-0,5	-0,9	-2,4	-5,6	-1,5	1,4	2,6	2,8

(continúa)

**Colombia***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	21,6	20,4	19,0	13,0	13,0	14,0	14,7	16,0	17,4	19,7	21,8	23,3	24,7	24,2	25,1
Construcción	12,2	11,2	10,5	7,1	8,2	8,4	9,2	9,7	10,4	11,8	12,5	12,6	13,4	13,9	13,8
Maquinaria y equipo	9,3	9,2	8,5	5,9	4,8	5,6	5,5	6,3	6,9	6,6	8,0	9,5	10,2	8,7	10,0
Inversión pública	4,3	4,7	4,3	3,5	2,5	3,6	3,3	3,3	2,9	3,4	3,7	3,7	3,8	4,3	4,3
Inversión privada	17,3	15,8	14,7	9,5	10,5	10,4	11,4	12,7	14,5	16,3	18,0	19,6	20,9	19,9	20,8

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	22,2	20,9	19,7	12,9	15,7	16,7	17,2	18,9	20,1	20,2	22,4	23,0	23,4	22,7	23,0
Ahorro Nacional	18,3	16,2	15,3	13,4	15,6	16,0	16,6	19,1	19,9	19,4	20,2	20,0	20,7	20,5	--
Ahorro Público bruto	1,6	0,5	0,7	-1,4	-2,3	-1,8	-0,8	0,4	-0,2	0,3	1,2	1,9	-2,1	-4,0	--
Ahorro Privado bruto	16,7	15,7	14,6	14,8	17,8	17,8	17,4	18,6	20,0	19,1	18,9	18,1	22,8	24,5	--
Ahorro Externo	3,8	4,7	4,5	-0,6	0,1	0,7	0,5	-0,2	0,2	0,9	2,2	3,0	2,7	2,2	--

(continúa)

**Costa Rica***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	25,1	19,3	15,0	15,8	18,5	19,3	20,5	21,6	20,1	22,0	24,3	17,8	20,4	21,3	20,8	20,5
Construcción	12,6	9,7	8,1	8,3	9,2	9,5	9,4	8,8	8,7	9,2	8,6	8,4	8,8	8,9	9,0	9,4
Maquinaria y equipo	12,6	9,6	6,9	7,5	9,3	9,8	11,2	12,8	11,4	12,8	15,7	9,5	11,6	12,4	11,8	11,1
Inversión pública	9,0	7,0	5,4	5,9	5,9	7,1	6,4	4,9	4,4	4,8	5,1	3,8	5,3	5,4	4,7	3,8
Inversión privada	16,1	12,3	9,6	9,9	12,6	12,2	14,1	16,7	15,7	17,2	19,2	14,0	15,1	15,9	16,1	16,7

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	26,6	29,0	24,7	24,2	22,7	25,9	25,2	27,1	24,5	26,6	27,3	17,9	20,2	20,9	20,0	18,2
Ahorro Nacional	11,8	13,9	12,4	13,5	15,6	18,4	21,4	18,6	18,0	17,7	18,2	13,4	15,0	13,4	14,6	14,6
Ahorro Público neto	-1,6	-0,1	1,0	5,7	6,0	5,0	5,2	4,8	3,9	2,7	-0,7	1,5	4,7	4,7	-0,4	2,1
Ahorro Privado neto	8,1	9,2	7,4	4,6	6,6	10,7	13,7	11,4	11,5	12,5	16,4	6,0	4,6	3,0	9,5	7,1
Consumo de capital fijo	5,3	4,7	4,0	3,3	3,0	2,8	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	5,9	5,8	5,7	5,6	5,5
Ahorro Externo	14,8	15,2	12,3	10,6	7,1	7,5	3,8	8,5	6,5	8,9	9,1	4,5	5,2	7,5	5,4	3,6

(continúa)

**Costa Rica***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	18,8	20,5	23,7	21,0	20,4	20,7	21,5	21,6	20,7	20,3	20,7	22,7	24,5	22,4	21,8
Construcción	8,0	8,1	8,8	8,3	8,4	9,5	9,1	9,0	9,2	8,6	9,4	10,5	11,8	11,6	10,5
Maquinaria y equipo	10,8	12,4	14,9	12,8	12,0	11,2	12,4	12,7	11,5	11,7	11,3	12,1	12,7	10,8	11,3
Inversión pública	3,7	4,3	5,0	3,8	3,0	2,3	2,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	4,2	2,0	2,1
Inversión privada	15,1	16,2	18,7	17,2	17,4	18,4	19,0	20,3	19,2	18,9	19,4	21,1	20,2	20,3	19,7

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	16,0	18,1	20,5	17,0	16,9	20,3	22,6	20,6	23,1	24,3	26,4	24,7	27,6	16,3	20,1
Ahorro Nacional	12,2	13,3	15,2	12,0	12,5	14,0	14,8	15,9	16,8	16,3	18,6	18,8	16,8	15,1	16,1
Ahorro Público neto	1,4	3,8	4,2	2,8	3,4	2,6	1,5	1,8	2,2	3,5	4,8	5,9	5,8	1,8	--
Ahorro Privado neto	5,2	3,8	5,5	3,5	3,3	5,5	7,3	8,1	8,5	6,3	7,6	7,0	10,7	6,8	--
Consumo de capital fijo	5,6	5,7	5,5	5,7	5,8	5,9	6,1	6,0	6,1	5,8	6,1	5,8	6,2	7,8	--
Ahorro Externo	3,8	4,8	5,2	5,1	4,4	6,3	7,8	4,7	6,2	8,0	7,8	5,9	10,8	1,2	4,0

(continúa)

**Cuba***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	--	--	--	--	--	28,4	25,0	23,1	24,4	26,7	26,5	23,6	15,7	13,1	9,4	9,6
Construcción	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	17,8	16,6	11,4	9,8	7,4	7,5
Maquinaria y equipo	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8,7	7,0	4,3	3,3	2,0	2,1
Inversión pública	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Inversión privada	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	--	--	--	--	--	28,8	25,5	22,9	24,0	26,3	24,8	14,0	6,5	6,4	5,2	7,0
Ahorro Nacional	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ahorro Público bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ahorro Privado bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ahorro Externo	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

(continúa)

**Cuba***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	11,4	11,7	12,2	12,2	12,6	11,9	10,6	9,6	9,7	10,5	13,5	12,9	13,4	11,1	11,3
Construcción	8,8	9,5	9,6	9,7	9,9	9,6	9,0	7,8	7,9	8,8	10,0	9,1	9,9	8,0	6,0
Maquinaria y equipo	2,6	2,2	2,6	2,5	2,7	2,3	1,7	1,8	1,8	1,7	3,5	3,8	3,4	3,2	5,3
Inversión pública	8,0	7,2	6,2	7,6	6,1	6,9	6,8	6,8	6,9	8,4	11,9	11,1	10,0	9,9	7,7
Inversión privada	3,4	4,5	6,0	4,5	6,5	5,0	3,9	2,8	2,9	2,1	1,6	1,8	3,3	1,3	3,6

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	15,9	15,0	13,2	11,9	12,5	11,5	9,2	8,5	8,8	10,8	11,7	10,2	14,8	10,3	10,4
Ahorro Nacional	--	--	--	--	--	--	--	--	--	11,1	11,3	10,9	10,1	--	--
Ahorro Público bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,9	5,2	3,4	-0,1	2,1	1,0
Ahorro Privado bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ahorro Externo	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-0,3	0,4	-0,7	4,7	--	--

(continúa)

**Ecuador***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	23,7	21,1	21,0	16,0	14,7	15,0	15,2	16,9	14,5	25,8	23,4	24,3	25,1	26,4	26,9	25,9
Construcción	10,8	10,3	10,3	9,7	9,0	8,8	8,5	9,4	7,4	13,4	11,3	11,0	10,2	13,2	13,4	13,1
Maquinaria y equipo	12,8	10,8	10,7	6,3	5,6	6,2	6,7	7,4	7,1	12,3	12,1	13,3	14,9	13,3	13,5	12,9
Inversión pública	8,7	9,1	7,8	4,2	3,9	4,4	4,8	4,9	3,8	5,9	5,1	4,6	4,7	4,2	4,4	3,9
Inversión privada	15,0	12,1	13,2	11,8	10,8	10,6	10,4	12,0	10,7	19,9	18,3	19,7	20,4	22,3	22,5	22,0

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	20,4	21,9	21,6
Ahorro Nacional	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	14,8	17,0	16,6
Ahorro Público neto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	5,6	5,5
Ahorro Privado neto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	9,2	11,5	12,0
Ahorro Externo	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	5,6	4,8	5,0

(continúa)

**Ecuador***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	24,1	23,9	24,3	18,8	20,5	24,0	27,4	26,4	25,7	26,6	26,3	26,4	28,6	27,3	29,0
Construcción	13,1	12,6	12,4	11,0	12,4	14,1	16,3	15,6	15,0	15,0	14,9	14,6	15,5	16,3	16,8
Maquinaria y equipo	10,9	11,3	12,0	7,8	8,1	9,9	11,1	10,8	10,6	11,5	11,4	11,8	13,1	11,0	12,3
Inversión pública	3,8	3,6	3,7	3,6	4,9	5,6	6,3	5,8	4,8	5,0	4,2	6,3	11,5	10,6	10,5
Inversión privada	20,3	20,3	20,6	15,2	15,6	18,4	21,1	20,6	20,9	21,5	22,1	20,1	17,2	16,6	18,5

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	19,7	21,5	25,3	14,7	20,1	24,3	26,5	21,5	23,4	23,6	23,7	24,3	27,9	23,3	26,2
Ahorro Nacional	19,4	19,5	16,2	20,2	25,9	21,2	21,3	20,0	21,7	22,6	19,9	20,8	25,9	22,9	--
Ahorro Público neto	4,6	4,0	14,6	-0,2	1,1	6,5	6,7	7,2	6,7	7,0	5,7	7,9	9,6	12,1	7,1
Ahorro Privado neto	15,4	5,0	16,4	19,1	19,4	14,5	14,2	13,3	14,7	17,0	12,0	11,2	13,8	15,7	--
Ahorro Externo	0,3	1,9	9,0	-5,5	-5,8	3,1	5,1	1,5	1,7	0,9	3,9	3,5	2,0	0,5	0,0

(continúa)

**El Salvador***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	12,8	12,5	11,9	10,1	10,9	11,8	12,6	13,4	13,7	14,8	13,7	15,4	16,9	18,2	19,4	20,8
Construcción	6,5	6,3	6,0	5,1	5,5	5,9	6,4	6,7	6,9	7,4	8,4	7,9	7,9	7,7	8,8	8,3
Maquinaria y equipo	6,4	6,2	5,9	5,0	5,4	5,9	6,3	6,7	6,8	7,3	5,3	7,5	9,0	10,5	10,6	12,5
Inversión pública	2,1	2,0	1,9	1,6	1,8	1,9	2,0	2,2	2,2	2,4	2,5	2,9	3,7	3,8	3,5	3,5
Inversión privada	10,8	10,5	10,0	8,5	9,2	9,9	10,6	11,2	11,5	12,4	11,2	12,5	13,2	14,5	15,8	17,3

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	13,9	15,4	18,5	18,6	19,7	20,0
Ahorro Nacional	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	9,6	11,8	15,5	16,8	18,7	17,5
Ahorro Público bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-0,4	-0,8	0,2	0,8	3,7	3,2
Ahorro Privado bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	9,9	12,6	15,3	16,0	15,0	14,3
Ahorro Externo	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	4,3	3,6	3,0	1,8	1,0	2,6

(continúa)

**El Salvador***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	17,9	18,5	19,6	18,8	19,3	19,3	19,5	19,5	18,2	18,0	19,3	20,1	18,7	15,6	15,6
Construcción	8,6	9,3	9,6	9,4	7,9	8,3	8,6	8,7	7,6	7,7	7,9	7,1	6,5	6,5	6,0
Maquinaria y equipo	9,2	9,2	10,0	9,4	11,4	11,0	10,8	10,8	10,6	10,3	11,4	12,9	12,2	9,1	9,7
Inversión pública	3,7	3,4	3,5	2,9	2,6	2,8	3,5	3,2	1,8	2,2	2,1	2,2	2,4	2,1	2,0
Inversión privada	14,2	15,2	16,0	15,9	16,7	16,5	16,0	16,3	16,4	15,7	17,1	17,9	16,3	13,5	13,7

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	15,2	15,1	17,6	16,4	16,9	16,7	16,4	17,0	16,2	15,7	16,7	16,3	15,2	13,4	13,3
Ahorro Nacional	13,2	14,2	16,6	14,5	13,6	15,6	13,6	12,3	12,2	12,1	12,5	10,2	7,4	15,2	11,0
Ahorro Público bruto	1,9	1,9	1,0	0,2	-0,6	0,4	0,8	1,1	1,4	-0,5	0,0	0,7	0,3	-3,0	-0,2
Ahorro Privado bruto	11,3	12,3	15,6	14,3	14,3	15,2	12,7	11,2	10,8	12,6	12,6	9,6	7,1	18,2	11,2
Ahorro Externo	2,0	0,9	0,9	1,9	3,3	1,1	2,8	4,7	4,0	3,6	4,2	6,1	7,8	-1,8	2,3

(continúa)

**Guatemala***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	12,0	12,5	11,9	10,1	10,9	11,8	12,6	13,4	13,7	14,8	13,7	15,4	16,9	18,2	19,4	20,8
Construcción	6,5	6,3	6,0	5,1	5,5	5,9	6,4	6,7	6,9	7,4	8,4	7,9	7,9	7,7	8,8	8,3
Maquinaria y equipo	6,4	6,2	5,9	5,0	5,4	5,9	6,3	6,7	6,8	7,3	5,3	7,5	9,0	10,5	10,6	12,5
Inversión pública	4,8	2,0	1,9	1,6	1,8	1,9	2,0	2,2	2,2	2,4	2,5	2,9	3,7	3,8	3,5	3,5
Inversión privada	7,2	10,5	10,0	8,5	9,2	9,9	10,6	11,2	11,5	12,4	11,2	12,5	13,2	14,5	15,8	17,3

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	15,9	17,0	14,1	11,1	11,6	11,5	10,3	13,9	13,7	13,5	13,6	14,3	18,3	17,2	15,7	15,1
Ahorro Nacional	13,8	10,4	9,6	8,6	7,6	9,3	10,1	7,7	8,4	9,1	10,6	12,3	--	--	--	--
Ahorro Público bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-0,6	1,5	2,4	1,8	1,0	2,2
Ahorro Privado bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	11,1	10,9	--	--	--	--
Ahorro Externo	2,1	6,7	4,6	2,5	4,0	2,2	0,2	6,2	5,3	4,4	3,0	2,0	--	--	--	--

(continúa)

**Guatemala***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	17,9	18,5	19,6	18,8	19,3	19,3	19,5	19,5	18,2	18,0	19,3	20,1	18,7	15,6	15,6
Construcción	8,6	9,3	9,6	9,4	7,9	8,3	8,6	8,7	7,6	7,7	7,9	7,1	6,5	6,5	6,0
Maquinaria y equipo	9,2	9,2	10,0	9,4	11,4	11,0	10,8	10,8	10,6	10,3	11,4	12,9	12,2	9,1	9,7
Inversión pública	3,7	3,4	3,5	2,9	2,6	2,8	3,5	3,2	1,8	2,2	2,1	2,2	2,4	2,1	2,0
Inversión privada	14,2	15,2	16,0	15,9	16,7	16,5	16,0	16,3	16,4	15,7	17,1	17,9	16,3	13,5	13,7

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	12,7	13,7	17,4	17,4	17,8	19,7	20,6	20,3	20,8	19,7	20,8	20,8	16,4	12,9	--
Ahorro Nacional	9,8	10,1	12,0	11,8	12,4	13,2	14,5	15,6	15,9	15,1	15,8	15,6	11,9	--	--
Ahorro Público bruto	2,7	3,2	2,3	2,4	1,9	2,0	3,1	2,4	3,2	2,9	3,3	3,4	2,8	0,9	--
Ahorro Privado bruto	7,1	7,0	9,7	9,4	10,5	11,1	11,3	13,2	12,8	12,3	12,5	12,3	9,1	11,4	--
Ahorro Externo	2,9	3,6	5,4	5,6	5,4	6,5	6,1	4,7	4,9	4,6	5,0	5,2	4,5	--	--

(continúa)

**Honduras***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	23,3	17,7	15,8	16,2	17,6	16,4	13,3	13,3	15,4	17,8	17,0	16,5	19,8	25,3	25,6	21,1
Construcción	12,0	9,4	11,7	12,0	12,6	11,3	8,7	8,4	9,3	10,8	11,1	10,3	12,8	15,4	13,4	10,7
Maquinaria y equipo	11,3	8,3	4,1	4,2	5,1	5,1	4,6	4,9	6,1	7,1	5,9	6,1	7,0	9,9	12,2	10,4
Inversión pública	9,1	7,6	8,5	9,5	10,9	9,0	5,9	5,3	5,3	5,8	5,9	6,1	9,2	11,0	9,9	8,5
Inversión privada	14,2	10,1	7,2	6,7	6,7	7,4	7,3	8,0	10,2	12,1	11,0	10,4	10,6	14,3	15,7	12,6

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	24,8	21,1	14,1	13,8	17,4	17,3	13,9	17,4	21,0	19,1	23,0	24,7	26,0	33,6	37,6	31,6
Ahorro Nacional (neto) <sup>a</sup>	6,2	3,9	-0,4	-0,2	0,9	4,6	3,8	6,6	11,6	7,9	14,2	12,1	11,9	18,1	21,5	21,1
Ahorro Público neto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-1,5	0,9	0,7	-0,5	-0,2	2,6
Ahorro Privado neto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	15,6	11,2	11,2	18,6	21,6	18,5
Consumo de capital fijo	6,3	6,4	6,8	6,9	7,0	6,7	7,0	6,9	6,6	6,3	7,0	6,8	6,5	6,0	5,9	6,0
Ahorro Externo	12,3	10,7	7,7	7,1	9,5	6,0	3,1	3,9	2,8	4,9	1,8	5,7	7,6	9,4	10,3	4,5

(continúa)

<sup>a</sup> A partir del 2005 se calcula el ahorro nacional bruto.

**Honduras***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	21,6	23,9	25,6	27,8	25,8	24,3	21,7	22,1	25,7	23,8	25,3	29,7	30,3	20,2	21,1
Construcción	9,7	10,1	9,6	11,5	10,9	9,8	8,4	8,3	7,9	7,3	7,5	7,5	7,7	7,0	6,4
Maquinaria y equipo	11,9	13,8	16,0	16,3	14,9	14,5	13,4	13,8	17,8	16,6	17,9	22,2	22,6	13,2	14,7
Inversión pública	7,6	6,1	4,9	6,1	5,5	5,5	3,3	4,3	5,1	4,1	3,6	3,7	4,2	3,0	3,5
Inversión privada	14,0	17,7	20,7	21,7	20,3	18,9	18,4	17,8	20,6	19,8	21,7	26,0	26,2	17,1	17,5

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	31,1	32,2	30,9	34,7	28,3	26,0	24,3	25,3	29,7	27,6	28,3	33,7	36,1	19,8	23,0
Ahorro Nacional (neto) <sup>a</sup>	20,4	22,8	22,7	24,2	15,9	14,3	14,5	14,3	15,7	24,6	24,6	24,7	23,2	16,7	16,2
Ahorro Público neto	1,2	1,8	4,1	3,6	3,0	2,1	1,5	1,4	2,8	1,1	0,6	-0,5	0,2	-3,5	-2,5
Ahorro Privado neto	19,2	21,0	18,6	20,6	12,9	12,2	13,0	12,9	12,9	17,8	17,8	18,4	16,0	14,5	13,6
Consumo de capital fijo	6,0	5,8	5,8	6,0	5,1	5,1	5,1	5,0	5,2	5,8	6,3	6,8	6,9	5,7	--
Ahorro Externo	4,8	3,6	2,4	4,4	7,2	6,6	4,7	6,0	8,8	3,0	3,7	9,0	12,9	3,1	6,7

(continúa)

<sup>a</sup> A partir del 2005 se calcula el ahorro nacional bruto.

**México***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	24,8	26,5	22,2	16,6	17,0	17,9	16,4	16,1	15,6	15,8	17,0	18,2	19,4	18,6	19,3	14,6
Construcción	13,9	14,5	13,7	11,1	11,1	11,2	10,5	10,5	9,5	9,3	9,6	9,6	9,8	10,0	10,2	8,5
Maquinaria y equipo	10,9	11,9	8,5	5,5	5,9	6,7	5,9	5,6	6,1	6,6	7,5	8,5	9,6	8,6	9,0	6,1
Inversión pública	10,7	12,0	9,8	6,5	6,6	6,5	5,8	5,0	3,9	4,0	4,2	4,1	3,8	3,8	4,9	3,6
Inversión privada	14,1	14,5	12,4	10,0	10,5	11,4	10,6	11,1	11,7	11,8	12,8	14,1	15,6	14,8	14,3	11,0

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	27,2	27,4	22,9	20,8	19,9	21,2	18,5	19,3	22,6	22,9	23,1	23,3	23,3	21,0	21,7	19,8
Ahorro Nacional	22,2	21,4	22,4	24,7	22,5	22,5	18,2	22,0	21,3	20,3	20,3	18,7	16,6	15,1	14,8	19,3
Ahorro Público neto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,5	6,4	7,8	4,2	3,9	3,4
Ahorro Privado neto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	9,7	3,3	-0,1	1,9	1,7	4,4
Consumo de capital fijo	8,6	8,6	9,8	12,2	11,4	11,2	13,7	13,1	11,5	10,0	9,2	8,9	8,9	9,0	9,1	11,5
Ahorro Externo	5,0	6,0	0,5	-3,9	-2,6	-1,3	0,4	-2,7	1,3	2,6	2,8	4,7	6,7	5,9	6,9	0,5

(continúa)

**México***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	16,1	18,3	19,2	19,9	20,8	19,7	19,4	18,9	19,7	20,5	21,4	22,1	23,1	21,7	21,9
Construcción	9,0	9,3	9,2	9,3	9,3	8,8	9,1	12,5	12,6	12,7	13,1	13,3	13,7	13,7	12,9
Maquinaria y equipo	7,2	9,0	10,0	10,6	11,6	10,8	10,3	6,3	6,9	7,6	8,2	8,7	9,3	7,9	8,8
Inversión pública	2,9	3,0	2,7	2,8	3,3	3,2	3,7	3,8	4,1	4,4	4,1	4,5	5,3	5,9	6,0
Inversión privada	13,2	15,3	16,5	17,1	17,5	16,5	15,7	15,1	15,5	16,0	17,2	17,6	17,7	15,8	15,9

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	23,1	25,9	24,3	23,5	23,8	20,8	20,6	22,9	24,7	24,1	25,9	26,3	26,7	23,4	23,6
Ahorro Nacional	22,4	24,0	20,5	20,6	20,6	18,0	18,6	21,9	24,0	23,5	25,4	25,5	25,3	22,8	23,3
Ahorro Público neto	4,0	3,2	2,5	1,6	1,9	1,7	1,0	1,5	2,3	2,9	2,6	2,1	2,9	0,3	1,3
Ahorro Privado neto	7,6	10,6	7,7	8,9	9,1	6,5	7,7	11,3	12,9	11,9	14,3	14,8	13,6	12,1	12,0
Consumo de capital fijo	10,8	10,2	10,3	10,1	9,6	9,8	9,8	9,0	8,8	8,7	8,5	8,6	8,8	10,4	9,9
Ahorro Externo	0,7	1,9	3,8	2,9	3,2	2,9	2,1	1,0	0,7	0,6	0,5	0,8	1,5	0,6	0,3

(continúa)

**Nicaragua***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	14,6	22,2	18,0	18,0	18,7	19,8	18,7	19,1	19,2	16,0	14,7	13,5	15,8	15,0	20,3	20,2
Construcción	5,5	5,8	4,3	4,8	5,3	6,1	6,2	6,7	7,1	6,1	5,8	5,3	5,8	5,9	11,0	11,3
Maquinaria y equipo	9,1	16,4	13,7	13,2	13,4	13,6	12,6	12,4	12,1	9,8	8,9	8,1	10,0	9,1	9,3	8,9
Inversión pública	10,5	10,6	10,0	12,3	12,6	12,5	11,2	10,7	10,1	7,8	7,5	6,6	8,5	8,5	7,4	7,7
Inversión privada	4,1	11,6	8,1	5,8	6,2	7,2	7,5	8,4	9,1	8,2	7,1	6,9	7,3	6,5	12,9	12,5

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	16,8	23,6	18,8	22,5	22,2	23,1	16,9	15,8	26,8	27,9	20,5	20,8	20,9	19,5	20,4	22,0
Ahorro Nacional	-3,0	-0,6	0,7	7,1	9,0	5,1	6,9	--	--	--	--	-10,8	--	--	-4,6	2,6
Ahorro Público bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-2,6	1,4	3,3	1,5	3,7
Ahorro Privado bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-6,0	-1,1
Ahorro Externo	19,8	24,2	18,1	15,4	13,3	18,0	10,0	--	--	--	--	31,6	--	--	24,9	19,4

(continúa)

**Nicaragua***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	21,3	23,0	23,7	30,1	25,7	23,6	22,0	21,5	21,8	23,0	22,5	23,0	23,5	18,9	19,3
Construcción	10,6	9,8	9,2	12,6	11,6	11,5	9,7	9,7	10,4	10,6	9,9	9,2	8,3	7,1	6,0
Maquinaria y equipo	10,8	13,1	14,5	17,5	14,1	12,1	12,3	11,8	11,4	12,4	12,6	13,8	15,3	11,7	13,4
Inversión pública	8,3	5,5	4,8	7,8	6,4	6,0	4,1	4,4	5,3	4,8	3,4	3,3	3,2	3,9	3,5
Inversión privada	13,0	17,5	18,9	22,3	19,3	17,6	17,9	17,1	16,5	18,2	19,1	19,7	20,4	15,0	15,8

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	25,8	31,2	31,0	38,4	31,0	28,2	26,1	25,9	28,0	30,1	30,8	33,4	32,9	24,6	27,5
Ahorro Nacional	4,8	7,6	12,3	13,2	11,8	8,5	7,8	9,4	13,1	14,9	17,9	15,7	9,1	11,8	12,8
Ahorro Público bruto	3,1	4,5	5,8	5,1	2,8	-3,6	-2,9	-2,3	0,5	1,2	0,8	2,3	1,1	0,9	4,0
Ahorro Privado bruto	1,6	3,2	6,5	8,1	9,0	12,2	10,7	11,7	12,5	13,7	17,1	13,5	8,0	10,9	8,8
Ahorro Externo	21,0	23,5	18,8	25,2	19,2	19,7	18,2	16,4	14,9	15,2	12,8	17,7	23,7	12,8	14,7

(continúa)

**Panamá***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	22,9	26,0	25,5	19,3	16,8	15,3	18,4	20,7	10,3	6,5	8,7	15,1	19,8	26,5	27,2	28,8
Construcción	15,8	17,4	18,7	14,1	10,5	10,9	11,8	11,6	6,0	3,4	3,5	7,7	10,7	15,4	15,4	16,9
Maquinaria y equipo	7,0	8,5	6,8	5,2	6,3	4,4	6,7	9,1	4,2	3,1	5,3	7,4	9,1	11,1	11,8	12,0
Inversión pública	9,5	8,3	9,9	6,7	5,9	3,9	3,9	2,5	3,2	2,0	1,1	3,0	3,5	3,8	3,1	4,5
Inversión privada	13,3	17,7	15,6	12,6	10,9	11,4	14,5	18,2	7,0	4,5	7,6	12,1	16,3	22,7	24,1	24,3

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	28,1	28,4	26,9	17,9	14,8	15,2	17,2	18,4	7,5	6,2	16,8	19,2	23,7	24,7	26,8	30,3
Ahorro Nacional	27,6	23,8	33,2	31,7	19,6	23,3	21,1	31,8	24,3	11,0	23,7	19,7	25,9	27,1	29,9	29,8
Ahorro Público neto	-1,3	-0,9	-4,1	-1,4	-3,2	-3,2	-3,6	-3,3	-2,9	-3,6	2,0	2,8	5,2	6,1	3,7	4,8
Ahorro Privado neto	22,1	17,9	30,4	26,4	16,0	19,7	17,7	27,9	19,8	7,6	14,6	9,6	15,0	14,1	19,4	17,9
Consumo de capital fijo	6,9	6,8	6,9	6,7	6,8	6,8	7,0	7,2	7,4	7,1	7,1	7,3	5,7	6,9	6,9	7,1
Ahorro Externo	0,5	4,6	-6,3	-13,8	-4,8	-8,1	-3,9	-13,4	-16,8	-4,9	-6,9	-0,5	-2,2	-2,3	-3,1	0,5

(continúa)

**Panamá***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	20,1	20,3	21,7	23,2	20,9	15,5	14,3	16,9	17,2	17,1	18,3	23,1	26,2	23,7	24,6
Construcción	7,7	7,7	7,8	10,2	10,4	7,8	7,2	9,1	9,5	8,9	9,7	10,6	12,8	12,8	12,8
Maquinaria y equipo	12,4	12,6	13,9	13,0	10,6	7,7	7,1	7,8	7,7	8,2	8,7	12,4	13,4	10,9	11,8
Inversión pública	4,0	4,5	5,6	6,5	4,8	4,9	3,8	5,0	5,0	4,4	4,9	5,3	6,9	7,2	7,9
Inversión privada	16,2	15,9	16,1	16,7	16,1	10,5	10,5	11,9	12,2	12,7	13,5	17,8	19,4	16,5	16,7

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	26,7	25,7	27,2	25,8	24,1	17,6	15,7	19,0	18,7	18,4	19,5	24,1	27,6	25,6	26,0
Ahorro Nacional	22,8	24,5	19,2	16,9	20,8	18,1	17,7	18,0	14,6	16,6	18,7	23,6	28,8	36,0	20,0
Ahorro Público neto	1,7	0,8	0,0	2,2	0,1	0,5	0,0	-0,9	-2,3	-1,5	2,6	5,0	4,5	4,5	--
Ahorro Privado neto	14,2	15,9	11,7	6,7	12,7	9,5	9,7	11,3	9,6	11,2	8,6	11,5	18,1	26,1	--
Consumo de capital fijo	6,9	7,8	7,5	8,0	8,0	8,1	8,0	7,7	7,3	6,9	7,4	7,1	6,2	5,4	6,6
Ahorro Externo	4,0	1,1	8,1	8,9	3,4	-0,5	-2,0	1,0	4,1	1,8	0,8	0,6	-1,1	-10,4	5,9

(continúa)

**Paraguay***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	26,8	26,0	25,5	19,3	16,8	15,3	18,4	20,7	10,3	6,5	8,7	15,1	19,8	26,5	27,2	28,8
Construcción	15,9	17,4	18,7	14,1	10,5	10,9	11,8	11,6	6,0	3,4	3,5	7,7	10,7	15,4	15,4	16,9
Maquinaria y equipo	11,0	8,5	6,8	5,2	6,3	4,4	6,7	9,1	4,2	3,1	5,3	7,4	9,1	11,1	11,8	12,0
Inversión pública	4,8	8,3	9,9	6,7	5,9	3,9	3,9	2,5	3,2	2,0	1,1	3,0	3,5	3,8	3,1	4,5
Inversión privada	22,0	17,7	15,6	12,6	10,9	11,4	14,5	18,2	7,0	4,5	7,6	12,1	16,3	22,7	24,1	24,3

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	28,8	28,8	25,6	21,4	22,9	22,0	25,0	25,1	24,4	23,8	22,9	22,9	21,9	22,7	27,7	26,0
Ahorro Nacional	23,5	23,2	19,1	15,0	16,5	16,8	18,4	13,8	21,6	29,5	18,8	21,5	19,7	20,0	23,8	22,4
Ahorro Público neto	3,6	2,6	1,7	1,3	0,2	0,2	0,1	0,5	0,3	1,7	2,3	1,3	2,2	2,6	3,9	3,6
Ahorro Privado neto	9,4	9,7	7,4	4,9	6,3	6,2	7,6	1,7	10,5	17,9	5,9	15,4	13,0	13,2	15,9	15,0
Consumo de capital fijo	10,5	11,0	10,1	8,8	10,1	10,4	10,7	11,6	10,7	10,0	10,7	4,9	4,5	4,3	4,0	3,7
Ahorro Externo	5,3	5,6	6,5	6,4	6,4	5,2	6,6	11,3	2,8	-5,7	4,0	1,3	2,2	2,6	3,9	3,6

(continúa)

**Paraguay***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	20,1	20,3	21,7	23,2	20,9	15,5	14,3	16,9	17,2	17,1	18,3	23,1	26,2	23,7	24,6
Construcción	7,7	7,7	7,8	10,2	10,4	7,8	7,2	9,1	9,5	8,9	9,7	10,6	12,8	12,8	12,8
Maquinaria y equipo	12,4	12,6	13,9	13,0	10,6	7,7	7,1	7,8	7,7	8,2	8,7	12,4	13,4	10,9	11,8
Inversión pública	4,0	4,5	5,6	6,5	4,8	4,9	3,8	5,0	5,0	4,4	4,9	5,3	6,9	7,2	7,9
Inversión privada	16,2	15,9	16,1	16,7	16,1	10,5	10,5	11,9	12,2	12,7	13,5	17,8	19,4	16,5	16,7

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	25,4	26,5	22,7	20,8	18,8	18,7	18,7	20,1	19,2	19,8	19,6	18,0	18,0	15,4	17,7
Ahorro Nacional	23,4	23,4	20,2	18,6	16,5	--	20,5	22,4	21,3	20,0	21,0	19,5	15,7	14,0	--
Ahorro Público neto	2,0	3,1	2,6	2,2	0,3	2,1	0,9	2,9	5,4	4,7	4,5	4,3	4,7	4,1	--
Ahorro Privado neto	17,8	16,7	13,8	12,4	11,9	--	15,1	15,2	15,1	13,5	12,3	11,1	6,9	5,8	--
Consumo de capital fijo	3,6	3,7	3,7	4,0	4,3	4,3	4,5	4,3	0,8	1,8	4,2	4,1	4,0	4,1	4,0
Ahorro Externo	2,0	3,1	2,6	2,2	2,3	--	-1,8	-2,3	-2,0	-0,2	-1,4	-1,5	2,3	1,4	--

(continúa)

## Perú

*(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	24,2	26,9	26,3	21,0	18,8	16,3	17,7	19,3	18,1	16,5	17,8	16,6	16,9	17,9	21,2	23,8
Construcción	12,7	13,8	14,0	12,7	12,1	10,6	11,9	13,0	13,4	12,8	13,7	9,3	9,4	10,4	12,2	13,3
Maquinaria y equipo	11,5	13,1	12,3	8,3	6,7	5,7	5,8	6,3	4,7	3,7	4,0	7,3	7,4	7,4	9,0	10,5
Inversión pública	6,1	6,5	7,5	7,1	5,9	4,7	4,5	5,0	3,2	4,0	3,4	3,4	4,1	4,6	4,8	4,6
Inversión privada	18,0	20,4	18,7	13,9	12,9	11,7	13,2	14,4	14,9	12,5	14,4	13,2	12,7	13,3	16,4	19,2

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	27,5	31,4	31,3	23,5	22,2	21,6	22,4	22,8	26,1	20,7	21,1	17,3	17,3	19,3	22,3	24,8
Ahorro Nacional	24,9	23,5	23,4	18,3	21,2	21,8	17,9	19,1	23,4	20,1	19,2	12,4	11,7	12,1	16,2	16,0
Ahorro Público neto	1,9	0,7	-0,7	-4,0	-2,5	-0,8	-0,5	-4,1	-3,3	-3,2	-1,5	-0,7	-0,8	0,1	0,9	0,5
Ahorro Privado neto	17,6	17,6	18,9	16,5	17,8	17,0	12,6	17,9	19,4	16,6	14,4	5,8	5,9	5,7	9,4	9,2
Consumo de capital fijo	5,4	5,2	5,3	5,8	5,9	5,6	5,8	5,3	7,3	6,8	6,3	7,3	6,5	6,3	5,9	6,2
Ahorro Externo	2,6	7,9	7,9	5,1	1,0	-0,2	4,5	3,8	2,8	0,6	1,9	4,9	5,6	7,2	6,0	8,9

(continúa)

**Perú***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	22,5	24,3	24,1	21,2	19,6	18,0	17,0	17,3	17,8	18,6	20,5	23,3	27,9	25,4	29,4
Construcción	12,6	13,5	13,7	12,2	11,0	10,3	10,6	10,6	10,6	10,8	11,5	12,3	13,1	13,8	14,9
Maquinaria y equipo	10,0	10,8	10,4	9,0	8,6	7,7	6,4	6,7	7,2	7,9	9,1	11,0	14,8	11,7	14,6
Inversión pública	4,3	4,4	4,6	4,9	4,0	3,1	2,8	2,8	2,8	2,9	3,1	3,5	4,2	5,9	6,3
Inversión privada	18,3	19,9	19,5	16,4	15,6	14,9	14,2	14,5	15,0	15,7	17,5	19,8	23,7	19,5	23,1

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	22,8	24,1	23,6	21,1	20,2	18,8	18,4	18,4	18,0	17,9	20,0	22,9	27,2	22,5	26,4
Ahorro Nacional	16,0	18,1	17,7	18,3	17,4	16,7	16,8	17,1	18,2	19,4	22,7	24,1	23,5	22,5	24,7
Ahorro Público neto	1,8	2,8	1,9	-0,1	-0,3	-0,7	-0,3	0,0	0,5	1,0	3,3	3,9	4,4	1,9	5,2
Ahorro Privado neto	7,7	8,8	8,9	11,5	10,6	9,9	9,7	9,9	10,6	11,3	12,4	13,4	12,3	13,7	12,9
Consumo de capital fijo	6,5	6,5	6,9	6,9	7,0	7,5	7,4	7,2	7,1	7,1	6,9	6,9	6,7	6,9	6,6
Ahorro Externo	6,8	6,0	5,9	2,8	2,8	2,1	1,6	1,3	-0,2	-1,5	-2,6	-1,2	3,8	-0,1	1,7

(continúa)

**República Dominicana***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	23,5	18,9	15,6	17,2	15,5	15,1	18,5	21,5	19,9	21,7	21,0	14,6	15,8	16,7	18,6	18,1
Construcción	13,5	12,9	11,8	14,0	13,8	12,0	13,3	16,2	16,4	17,8	17,5	10,2	11,5	11,1	13,5	13,4
Maquinaria y equipo	10,0	6,0	3,7	3,2	1,7	3,1	5,2	5,3	3,5	3,9	3,5	4,0	4,3	5,7	5,1	4,7
Inversión pública	5,1	3,7	2,9	2,8	2,1	3,1	2,7	6,1	5,7	6,5	5,5	1,7	2,7	2,8	4,4	4,1
Inversión privada	18,4	15,3	12,7	14,4	13,4	12,0	15,8	15,4	14,2	15,3	15,5	12,5	13,2	13,9	14,1	14,0

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	24,6	22,7	19,2	19,8	17,9	17,4	19,6	22,8	23,2	25,8	23,3	16,4	18,2	20,0	18,3	16,2
Ahorro Nacional	11,2	16,1	11,4	12,5	14,0	15,2	16,6	16,6	22,9	20,9	19,5	14,8	--	--	--	--
Ahorro Público bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	4,8
Ahorro Privado bruto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ahorro Externo	13,4	6,6	7,8	7,3	3,9	2,1	3,0	6,3	0,4	4,9	3,8	1,6	--	--	--	--

(continúa)

**República Dominicana***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	18,8	20,7	26,5	22,6	24,2	22,8	22,7	18,1	17,6	18,2	20,0	20,7	21,5	17,7	19,3
Construcción	14,6	15,8	18,6	16,8	18,0	16,8	16,8	13,7	14,2	14,8	16,8	15,9	15,1	14,0	14,4
Maquinaria y equipo	4,2	4,9	7,8	5,7	6,3	6,0	5,9	4,4	3,4	3,5	3,2	4,8	6,4	3,7	4,9
Inversión pública	4,0	2,7	2,0	2,4	2,2	2,4	2,4	1,3	0,3	1,1	0,9	1,9	2,7	1,6	1,9
Inversión privada	14,8	18,0	24,5	20,2	22,0	20,5	20,3	16,9	17,3	17,2	19,1	18,8	18,8	16,1	17,5

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	15,7	16,4	19,8	22,4	22,5	22,0	21,3	19,0	20,5	17,2	18,4	18,9	18,3	14,8	16,5
Ahorro Nacional	14,4	15,6	18,2	20,4	18,1	--	18,1	24,1	25,4	15,8	14,8	13,6	8,4	9,8	8,0
Ahorro Público bruto	3,8	3,1	3,1	2,4	3,6	3,8	3,8	2,9	1,4	2,9	2,9	4,3	1,2	0,2	0,8
Ahorro Privado bruto	10,7	12,4	15,1	18,0	14,5	--	14,3	21,3	24,0	12,9	11,9	9,3	7,1	9,7	7,2
Ahorro Externo	1,3	0,8	1,7	2,0	4,3	--	3,2	-5,2	-4,8	1,4	3,6	5,3	9,9	5,0	8,5

(continúa)

**Uruguay***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	18,0	17,1	16,1	13,7	10,7	8,4	8,7	10,3	12,4	11,7	10,8	12,6	13,8	15,3	15,2	14,7
Construcción	11,1	11,0	11,5	9,6	8,3	5,8	5,6	6,4	7,7	7,6	6,4	7,2	7,6	8,7	8,7	8,1
Maquinaria y equipo	6,9	6,1	4,6	4,1	2,4	2,6	3,2	3,9	4,7	4,1	4,4	5,4	6,1	6,6	6,5	6,6
Inversión pública	5,6	5,0	7,7	5,1	4,5	3,3	3,5	3,9	3,9	3,9	2,8	4,0	3,3	4,5	4,7	3,4
Inversión privada	12,4	12,1	8,3	8,6	6,2	5,2	5,2	6,4	8,5	7,8	8,0	8,6	10,5	10,9	10,5	11,3

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	17,3	15,4	15,7	14,2	12,1	11,4	11,2	14,3	14,7	12,1	12,2	15,1	15,4	15,6	15,9	15,4
Ahorro Nacional	10,8	10,8	10,6	10,9	10,0	9,8	12,6	12,7	15,2	13,6	10,3	15,8	14,6	13,8	13,7	14,1
Ahorro Público bruto	4,3	-1,7	-5,5	-4,1	-2,0	0,9	2,3	2,5	1,9	-0,6	3,4	5,2	6,8	4,3	3,9	4,8
Ahorro Privado bruto	6,6	12,6	16,1	15,0	12,1	8,9	10,3	10,2	13,4	14,2	6,9	10,6	7,8	9,5	9,7	9,3
Ahorro Externo	6,5	4,5	5,1	3,4	2,1	1,6	-1,4	1,6	-0,6	-1,5	1,9	-0,7	0,8	1,8	2,2	1,3

(continúa)

**Uruguay***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	15,3	16,1	16,5	15,6	13,8	12,9	9,8	8,5	9,9	16,5	18,6	19,3	21,3	19,4	20,5
Construcción	7,8	7,7	8,1	8,7	7,8	7,4	6,3	5,6	5,4	9,1	10,1	10,4	10,2	10,2	9,8
Maquinaria y equipo	7,5	8,3	8,4	7,0	6,0	5,5	3,5	2,9	4,5	6,8	7,8	8,3	10,5	8,9	10,3
Inversión pública	3,3	3,2	3,2	3,8	3,6	3,3	2,5	2,2	2,0	3,4	3,9	4,6	5,2	5,7	5,4
Inversión privada	12,0	12,8	13,3	11,8	10,2	9,7	7,3	6,3	8,0	13,2	14,7	14,7	16,1	13,7	15,2

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	15,2	15,2	15,9	15,1	14,0	13,8	11,5	12,6	13,1	17,7	19,4	19,6	22,3	17,2	17,9
Ahorro Nacional	14,1	14,2	14,1	12,9	11,1	10,3	13,2	10,3	12,6	17,6	15,8	16,2	16,8	17,0	--
Ahorro Público bruto	-0,1	0,3	1,1	-1,3	-1,7	-2,7	-3,4	-3,3	-1,0	-0,3	0,4	-0,1	0,7	0,1	--
Ahorro Privado bruto	14,2	13,9	13,0	14,2	12,8	13,0	16,6	13,6	13,5	17,8	15,5	16,7	15,8	15,1	--
Ahorro Externo	1,2	1,1	1,8	2,3	2,8	3,5	-1,6	2,3	0,5	0,1	3,4	3,0	5,8	2,0	--

(continúa)

**Venezuela (República Bolivariana de)***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	28,3	30,4	29,0	22,7	16,0	17,0	17,4	16,9	17,4	14,2	12,5	15,4	18,8	17,7	14,8	14,4
Construcción	15,4	15,5	14,1	12,3	10,2	9,8	9,9	9,7	9,8	8,1	8,2	9,9	12,0	11,4	9,8	9,1
Maquinaria y equipo	12,9	14,9	15,0	10,4	5,9	7,2	7,5	7,2	7,5	6,1	4,3	5,6	6,8	6,3	5,0	5,3
Inversión pública	13,7	18,2	19,8	16,9	5,5	6,9	8,5	7,9	8,6	7,6	8,5	9,8	11,6	10,3	8,0	8,5
Inversión privada	14,5	12,2	9,2	5,8	10,5	10,2	8,9	9,0	8,8	6,5	4,0	5,6	7,2	7,4	6,8	5,9

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Financiamiento de la inversión</b>																
Ahorro total	24,7	22,9	25,9	11,8	17,5	18,5	20,9	24,6	28,0	12,7	10,2	18,7	23,7	18,8	14,2	18,1
Ahorro Nacional	32,7	28,9	19,6	18,9	25,2	24,0	16,6	22,4	17,9	21,1	25,9	21,3	17,6	15,0	19,5	21,4
Ahorro Público neto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	17,0	11,9	9,3	9,8	13,3	11,1
Ahorro Privado neto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2,2	2,1	0,8	-2,5	-1,0	3,5
Consumo de capital fijo	6,7	7,0	7,4	8,3	7,8	7,9	8,8	8,1	8,2	7,1	6,8	7,3	7,5	7,7	7,2	6,8
Ahorro Externo	-8,0	-6,0	6,2	-7,1	-7,6	-5,5	4,3	2,2	10,1	-8,4	-15,7	-2,6	6,1	3,7	-5,4	-3,2

(continúa)

**Venezuela (República Bolivariana de)***(cifras en moneda nacional a precios constantes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	13,5	25,5	26,8	24,1	23,8	26,2	23,5	16,0	20,3	25,4	30,0	34,6	31,7	30,1	30,3
Construcción	8,9	13,9	14,2	13,0	12,3	13,6	13,2	8,7	9,1	10,3	12,4	14,0	14,6	15,3	14,1
Maquinaria y equipo	4,6	10,5	11,4	10,0	10,6	11,6	9,1	6,2	9,9	13,8	16,3	19,3	17,4	14,9	13,0
Inversión pública	7,9	10,6	10,8	8,2	8,2	8,2	11,3	8,3	9,6	11,0	16,5	18,6	21,2	19,3	21,3
Inversión privada	5,6	14,9	16,0	15,9	15,6	18,0	12,2	7,7	10,7	14,4	13,5	16,0	12,5	12,5	9,0

*(cifras en moneda nacional a precios corrientes, como porcentaje del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Financiamiento de la inversión</b>															
Ahorro total	16,6	27,7	30,7	26,5	24,2	27,5	21,2	15,2	21,8	23,0	26,9	30,3	26,8	25,8	22,0
Ahorro Nacional	29,7	32,0	26,0	28,7	34,5	29,1	30,3	29,8	35,7	40,6	40,7	37,3	36,7	22,5	31,6
Ahorro Público neto	4,1	6,0	0,2	1,4	2,1	0,5	1,8	1,3	3,6	7,9	7,2	8,9	4,8	0,8	--
Ahorro Privado neto	19,2	20,5	19,7	21,4	26,7	22,6	21,9	22,3	26,6	27,9	28,4	23,1	24,6	15,2	--
Consumo de capital fijo	6,4	5,5	6,1	6,0	5,6	6,0	6,6	6,2	5,4	4,9	5,1	5,0	5,0	5,0	5,9
Ahorro Externo	-13,1	-4,3	4,7	-2,2	-10,3	-1,6	-9,2	-14,5	-13,9	-17,6	-13,8	-6,7	-7,5	4,7	-9,6

Fuente: Elaboración propia de los autores sobre la base de cifras oficiales en moneda nacional y CEPAL (2008) y Anuario Estadístico (varios números).





Serie

CEPAL

Macroeconomía del Desarrollo

## Números publicados

Un listado completo así como los archivos pdf están disponibles en

[www.cepal.org/publicaciones](http://www.cepal.org/publicaciones)

129. La inversión y el ahorro en América Latina: nuevos rasgos estilizados, requerimientos para el crecimiento y elementos de una estrategia para fortalecer su financiamiento, Sandra Manuelito y Luis Felipe Jiménez, (LC/L.3603), 2013.
128. Interacciones intergubernamentales entre los impuestos sobre el petróleo y el gas y la protección ambiental, Giorgio Brosio, (LC/L.3583), 2013.
127. Política fiscal e inversión: Un enfoque sistémico y de crecimiento inclusivo, José María Fanelli, (LC/L.3556), 2013.
126. Elites económicas, desigualdad y tributación, Juan Pablo Jiménez y Andrés Solimano, (LC/L.3552), 2012.
125. La reforma tributaria uruguaya de 2006: algunas consideraciones de economía política y comportamental, Andrés Rius (LC/L.3550), 2012.
124. Informalidad y tributación en América Latina: Explorando los nexos para mejorar la equidad, Juan Carlos Gómez Sabaíni y Dalmiro Morán, (LC/L.3534), 2012.
123. Clase media y política fiscal en América Latina, Diego Avanzini, (LC/L.3527), 2012.
122. Crecimiento, empleo y distribución de ingresos en América Latina, Jürgen Weller (LC/L.3516), 2012.
121. Revenue sharing: the case of Brazil's ICMS, José Manuel Arroyo, Juan Pablo Jiménez and Carlos Mussi (LC/L.3489), 2012.
120. Estimación de la recaudación potencial del impuesto a la renta en América Latina, Darío Rossignolo (LC/L.3484), 2012.
119. Imposición a la renta personal y equidad en América Latina: Nuevos desafíos, J. C. Gómez Sabaíni, J. Pablo Jiménez y Darío Rossignolo (LC/L.3477), 2012.
118. Tax structure and tax evasion in Latin America, Juan Carlos Gómez Sabaíni and Juan Pablo Jiménez (LC/L.3455), 2012.
117. Commodities, choques externos e crecimiento: reflexões sobre a América Latina, Ricardo de Medeiros Carneiro (LC/L.3435), 2012.
116. Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza de América Latina en la próxima década?, Roberto Frenkel y Martín Rapetti (LC/L.3423), 2011.
115. Desafíos e implicancias fiscales de la inversión en infraestructura baja en carbono, Martina Chidiak y Verónica Gutman (LC/L.3403), 2011.
114. La integración a los mercados financieros internacionales: consecuencias para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento, Roberto Zahler (LC/L.3362), 2011.

- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, correo electrónico: [publications@cepal.org](mailto:publications@cepal.org).

Nombre: .....

Actividad: .....

Dirección: .....

Código postal, ciudad, país: .....

Tel.:..... Fax:.....E.mail:.....

# MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO



COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN  
[www.cepal.org](http://www.cepal.org)