

# MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO

## Política fiscal e inversión: un enfoque sistémico y de crecimiento inclusivo

José María Fanelli



NACIONES UNIDAS



S  
E  
R  
I  
E

# MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO

## Política fiscal e inversión: un enfoque sistémico y de crecimiento inclusivo

José María Fanelli



NACIONES UNIDAS



Este documento fue preparado por José María Fanelli (CEDES), consultor de la CEPAL, en el marco de las actividades del proyecto CEPAL/AECID: Política fiscal para el crecimiento económico y la cohesión social (AEC/10/001).

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

---

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN 1680-8843

LC/L.3556

Copyright © Naciones Unidas, febrero 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. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## Índice

---

<b>I. Introducción</b> .....	5
<b>II. Política fiscal e inversión: preguntas y temas claves</b> .....	9
A. Justificación de la PFI .....	11
1. Fallas de mercado .....	11
2. Heterogeneidad de las organizaciones.....	13
3. Complementariedades .....	13
4. Bajo coeficiente de inversión .....	14
B. Instrumentos de la PFI.....	15
1. Instrumentos tributarios y subsidios .....	15
2. Inversión pública .....	16
C. Incidencia de los factores sistémicos en las PFI.....	16
1. Clima de inversión.....	16
2. Volatilidad macroeconómica.....	17
3. Subdesarrollo financiero.....	18
D. Espacio fiscal.....	19
1. Competencia entre políticas y régimen de políticas .....	19
2. Organización del sector público .....	20
3. Restricción de recursos.....	20
E. Los objetivos de la PFI y el crecimiento inclusivo.....	21
<b>III. Crecimiento inclusivo e inversión: ¿qué pueden aportar las PFI?</b> .....	23
A. Sobre el contexto regional, las necesidades de inversión y las PFI.....	24
1. La dualidad sigue siendo un rasgo característico de las economías de la región.....	24
2. El crecimiento de los emergentes causa transformaciones estructurales .....	24
3. La demografía trae aparejados cambios en el proceso de ahorro-inversión.....	25

4. Las turbulencias financieras internacionales.....	25
5. Positiva evolución de la distribución del ingreso.....	25
B. La contribución de las PFI .....	25
C. ¿Cómo inciden los factores sistémicos.....	29
1. Bajo nivel de desarrollo financiero y acceso al mercado de capitales .....	29
2. Deficiencias en el clima de inversión.....	29
3. Macroeconomía.....	30
D. Manejo del espacio fiscal y PFI .....	31
<b>IV. Comentarios finales.....</b>	<b>33</b>
<b>Bibliografía .....</b>	<b>35</b>
<b>Serie Macroeconomía del desarrollo: números publicados.....</b>	<b>39</b>
<b>Índice de diagramas</b>	
DIAGRAMA 1 POLÍTICA FISCAL E INVERSIÓN: CUESTIONES CLAVE.....	11

## I. Introducción

---

La acumulación de capital tiene una función insustituible en el crecimiento y, también, en impulsar el desarrollo humano a través de la creación de infraestructura para la salud y la educación. Por ello es natural que en América Latina las iniciativas fiscales para promover la formación de capital hayan ocupado siempre un papel destacado en la agenda de políticas. También lo es que se hayan realizado importantes esfuerzos analíticos para identificar los factores que deprimen o refuerzan el coeficiente de inversión y para diseñar políticas fiscales de promoción de la inversión.

Como a lo largo de las últimas décadas se registraron cambios de significación en las estrategias de política económica —que abarcaron desde los instrumentos y objetivos hasta el marco institucional de la política fiscal— no sorprende que haya habido una gran volatilidad en las metas específicas que las políticas fiscales persiguieron en el campo de la inversión: desde insuflar un *big push* al stock de capital para promover el cambio estructural en ciertos sectores hasta brindar incentivos a la inversión extranjera directa y reducir el gasto público para evitar que el mismo desplace a la inversión privada. En forma concomitante, también ha habido una gran variabilidad tanto en la cuantía de fondos presupuestarios asignados a la promoción de la inversión como en el tipo de instrumento utilizado.

Los factores que impulsaron los cambios de orientación fueron variados. Uno muy importante estuvo constituido por los vaivenes en las condiciones de acceso al crédito internacional. Un evento que tuvo consecuencias de gran alcance sobre la inversión fue la crisis de la deuda en 1982, cuando un buen número de gobiernos de la región pasó de expandir la inversión pública financiada con crédito externo a utilizar el gasto público en infraestructura como variable de ajuste fiscal, lo que generó una marcada

caída en los niveles de inversión pública, un hecho del que la región aún no se recupera completamente (ver Clements, et al. 2007; Jimenez y Podestá, 2009). Otro factor que incidió sobre el vínculo entre política fiscal e inversión fueron las mudanzas en la relación de fuerzas entre grupos de interés y/o variaciones en el grado de influencia de ciertas orientaciones ideológicas. Un ejemplo paradigmático lo constituyó la generalizada adopción del Consenso de Washington (CW) como guía estratégica de la agenda de políticas en los noventa, cuando las iniciativas fiscales de promoción de la inversión pasaron a tener un rol más pasivo que lo que había sido la norma hasta entonces y el gobierno se concentró en rediseñar un marco institucional —las “reformas estructurales” — acorde con el objetivo de que fuera la iniciativa privada la que colocara la tasa de inversión en el óptimo social. Como complemento de la reforma, se buscó controlar el déficit y la deuda pública, de forma de asegurar que los desequilibrios macroeconómicos no obstaculizaran las decisiones privadas de inversión (ver Fanelli, 2007; Forteza y Tommasi, 2006).

A pesar de que un objetivo central de las políticas del CW fue recomponer el proceso de acumulación de capital que había colapsado durante la década perdida, lo cierto es que las reformas dieron frutos muy relativos en términos de inversión y crecimiento y, además, luego de las crisis asiática y rusa, se produjeron turbulencias cambiarias y financieras en varios países de la región y empeoró la distribución del ingreso. En los dos mil el CW perdió influencia y se instaló paulatinamente en la región una visión más inclusiva del crecimiento. Bajo este nuevo enfoque, y con la ayuda de condiciones internacionales más benignas para las economías con buena dotación de recursos naturales, la tasa de crecimiento aumentó y se observaron mejoras distributivas y relativas a la pobreza, que marcan una diferencia auspiciosa con los retrocesos que se venían observando en las dos décadas previas (ver Lopez-Calva y Lustig, 2010).

Los logros en el plano de la acumulación de capital, en cambio, han sido mucho menos relevantes y esto crea interrogantes referidos a la sostenibilidad del incipiente proceso de crecimiento con mayor inclusión que se instaló en este nuevo siglo (ver Ianchovichina y Lundstrom, 2009). Debido a esto, lejos de atenuar el interés por las políticas fiscales de promoción de la inversión (PFI, de aquí en adelante), la adopción de un enfoque más inclusivo del crecimiento lo ha reavivado.

Aún no existe, sin embargo, un enfoque razonablemente articulado de las PFI que sirva de base para el diseño de iniciativas que estén en línea con la nueva visión del crecimiento. Una fuente de dificultades es que las PFI no sólo deben compatibilizar sus requerimientos de fondos públicos con las demandas de las políticas de inclusión, sino que deben hacerlo adaptándose al actual contexto internacional que combina las oportunidades relacionadas con el crecimiento de China y el mundo emergente con la incertidumbre que plantea la evolución de los países desarrollados.

Entre las cuestiones sustantivas que son fuente de incertidumbre a la hora de diseñar políticas de estímulo a la inversión productiva en la actualidad y que serán objeto de nuestra preocupación en este trabajo figuran las siguientes;

- ¿Cuál es la pertinencia y efectividad de los *instrumentos tributarios y subsidios* que podrían utilizarse, muchos de los cuales fueron ya utilizados para incentivar la inversión en el pasado?
- ¿Qué rol debe cumplir la *inversión pública* y cómo es precisamente el vínculo (de complementariedad o sustitución) entre la inversión pública de diferentes tipos y la inversión privada?
- ¿Qué nivel de gobierno debería llevar adelante las PFI y cómo coordinar cuando las *responsabilidades* de inversión están *descentralizadas*, incluyendo los gobiernos sub nacionales y las empresas públicas?
- ¿Cómo manejar los casos en que existe un *trade off* entre gasto en infraestructura y *gasto social*?
- ¿Cómo proteger los objetivos fijados para las políticas de inversión sin comprometer la *sustentabilidad de la deuda* y la mayor *estabilidad* macroeconómica que la región mostró en los dos mil?

- ¿Cómo podrían las PFI contribuir a paliar los efectos sobre la inversión de las *fallas en los mercados financieros* y cómo se relacionan con políticas específicamente financieras?
- ¿Cómo deberían articularse las PFI con el *marco institucional*, de forma de controlar los comportamientos oportunistas, evitar la apropiación de recursos fiscales por intereses sectoriales o regionales y, al mismo tiempo, facilitar el aprovechamiento de externalidades asociadas con la inversión?

Este trabajo tiene el propósito de presentar un esquema conceptual para analizar estas preguntas tomando en cuenta que las PFI, por un lado deben ser consistentes con una visión inclusiva del crecimiento y, por otro, deben funcionar en el contexto actual de la región, caracterizado por una mayor apertura e inserción de sus economías en los mercados globales.

Tradicionalmente, la teoría sobre las PFI enfatizó las fallas de mercado como justificación para intervenir en el proceso de acumulación de capital. Sin negar la vigencia de este enfoque, en este trabajo presentaremos argumentos a favor de colocar el análisis de las PFI y las fallas de mercado dentro de un marco más amplio, de carácter *sistémico*. El propósito central es otorgar mayor protagonismo a tres elementos: la estructura económica, las organizaciones y las instituciones<sup>1</sup>. Con esto se pretende resaltar una característica compartida en diferentes grados por todas las economías de la región: la dualidad estructural. La dualidad se expresa en la presencia de informalidad, segmentación de mercados y disparidad en el tamaño y eficiencia de las unidades productivas y estos rasgos, a su vez, se relacionan con debilidades en la trama de instituciones y organizaciones. Frecuentemente las PFI se diseñan sin tener en cuenta que su aplicación involucra las actividades de organizaciones muy diversas, que van de firmas privadas de diferente eficiencia y tamaño hasta entes públicos centrales y sub nacionales y empresas públicas que pueden tener grados muy diversos de autonomía operativa, en función del marco institucional. Una ventaja adicional del enfoque sistémico es que, al colocar las instituciones y las organizaciones en un primer plano, lleva naturalmente a introducir factores de economía política en el análisis. Esto es así porque, por un lado, las instituciones son diseñadas por el sistema político y, por otro, las reformas en las reglas de juego inducen mudanzas en los esquemas de incentivo y coordinación dentro y entre organizaciones que generan conflictos distributivos que reclaman mediación política.

La estructura del trabajo es como sigue. El capítulo II discute los temas específicos que involucra el vínculo entre política fiscal e inversión y muestra las conexiones con la literatura correspondiente. En la exposición y análisis de los temas se utilizan como guía las cinco preguntas que consideramos que es necesario evaluar cuando se abordan las PFI desde una perspectiva sistémica y de crecimiento inclusivo. La tarea de ordenar los temas es necesaria en la medida que aportes relevantes se encuentran dispersos en distintas ramas de la literatura que no necesariamente tienen por objeto principal analizar la relación entre inversión y política fiscal. En base a esas preguntas pasamos revista de los argumentos para justificar las PFI, los objetivos e instrumentos utilizados y la evidencia sobre su efectividad aportada por estudios econométricos y de casos sobre la región y los países emergentes. También se examina la incidencia de factores sistémicos —como el clima de inversión y el subdesarrollo financiero— y los vínculos con el crecimiento inclusivo. Con el objeto de contextualizar el análisis, en el capítulo III se examinan los desafíos que enfrenta el crecimiento inclusivo en la región en lo relativo a la formación de capital y se evalúan los argumentos a favor de hacer un lugar para las PFI en la agenda de políticas públicas. El análisis se organiza en base al esquema conceptual del capítulo II. El énfasis se pone en el cambio estructural, la evolución de la economía global y la transición demográfica. También se identifican temas que requieren un esfuerzo de investigación mayor a los efectos de mejorar el diseño de las PFI. El capítulo IV concluye el trabajo presentando unas breves reflexiones finales.

---

<sup>1</sup> Estos tres elementos aparecen son componentes clave de un sistema. En este sentido será útil tener en cuenta la definición de sistema que usamos en este trabajo: Un sistema económico es una estructura de organizaciones cuyo fin es facilitar el uso de recursos y las tareas de cooperación y de manejo de conflictos que son inherentes a las actividades económicas; esas organizaciones se articulan a través de un marco institucional que tiene por fin garantizar la funcionalidad de las organizaciones y de la estructura del sistema como un todo. Ver Fanelli, 2012.





## **II. Política fiscal e inversión: preguntas y temas clave**

---

Las políticas fiscales de promoción de la inversión ejercen su influencia a través de diferentes canales y, a su vez, son influidas por las restricciones que imponen el espacio fiscal y factores sistémicos, como el desarrollo financiero o el clima de inversión. La forma en que operan esos canales no es bien conocida. En parte ello se debe a que, como resultado de la volatilidad de las PFI en el pasado, ha habido poco espacio para el aprendizaje y la acumulación de conocimientos específicos por parte de las organizaciones públicas a partir de los problemas prácticos de diseño, implementación y evaluación. También es evidente la falta de esfuerzos sistemáticos para evaluar el impacto de los programas de incentivo a la inversión. La volatilidad de las políticas tampoco ha ayudado, en el plano analítico, a las investigaciones sobre la cuestión; los estudios econométricos, por ejemplo, arrojan con frecuencia resultados contradictorios o inconclusivos (ver Zee et al., 2002).

La relativa escasez de evidencia empírica firme sobre muchos de los aspectos concernientes a las PFI (Zee, 2002) aumenta el valor práctico de contar con esquemas conceptuales que permitan realizar estudios de caso y plantear de forma consistente y ordenada los problemas que enfrentan las políticas fiscales de estímulo a la inversión no sólo en lo referido específicamente a la acumulación de capital sino también en el plano de las organizaciones y las instituciones.

Al estudiar las PFI es necesario recurrir a contribuciones de trabajos cuyo interés principal no necesariamente es la relación entre política fiscal e inversión. En particular, pueden encontrarse resultados relevantes en estudios relativos a: incentivos tributarios e inversión; inversión pública; regulaciones y clima de inversión; restricciones financieras a la inversión; determinantes del espacio fiscal y efectos de la

política fiscal sobre el crecimiento. A su vez, cuando se adopta una perspectiva sistémica de las PFI se hace necesario incluir aportes de investigaciones aplicadas sobre diagnóstico de crecimiento, cambio estructural en economías duales y políticas de crecimiento inclusivo.

Un obstáculo es que los estudios no necesariamente utilizan un enfoque conceptual similar y, además, frecuentemente se focalizan en temas muy específicos, como los efectos de los incentivos sobre la inversión extranjera directa. En función de esto, nuestro primer paso será establecer criterios que nos permitan ordenar los temas involucrados. Con tal propósito hemos sintetizado las cuestiones relevantes en cinco preguntas sobre temas que son esenciales para las PFI y, en base a ellas, elaboramos un esquema para mostrar las relaciones lógicas entre los temas (ver diagrama 1). Para cada pregunta hacemos referencia, por un lado, a las respuestas analíticas y prácticas más usuales y, por otro, a las cuestiones adicionales que se requiere considerar al adoptar un enfoque sistémico de las PFI y que busca, en última instancia, promover el crecimiento inclusivo.

Las cinco preguntas básicas son las siguientes:

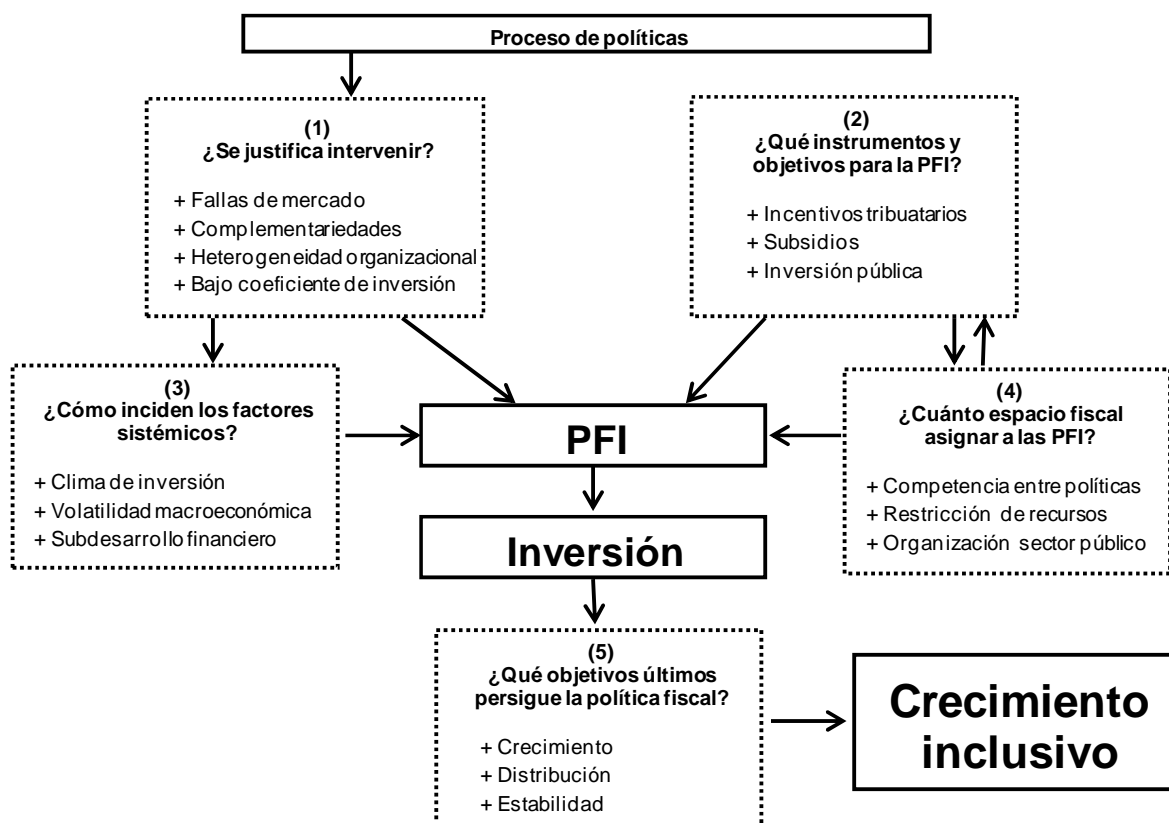
- 1) ¿Bajo qué condiciones se justifica recurrir a la política fiscal para promover la inversión?
- 2) ¿Qué objetivos específicos y qué instrumentos fiscales deben conformar la PFI?
- 3) ¿Cómo inciden los factores sistémicos sobre la efectividad de la PFI?
- 4) ¿Se justifica asignar instrumentos y recursos fiscales escasos para la PFI, dado que existen objetivos de política fiscal alternativos?
- 5) ¿Cuáles son los objetivos últimos que la política fiscal busca conseguir al apuntar a la inversión como meta intermedia?

En el esquema del diagrama 1, los cinco rectángulos de línea interrumpida representan cada una de las preguntas y las flechas simbolizan las relaciones lógicas entre los temas involucrados en esas preguntas.

El esquema comienza con el rectángulo “proceso de políticas”, que indica que las PFI son un resultado de ese proceso y termina con el rectángulo de “crecimiento inclusivo” que es el criterio último de evaluación de desempeño. Si bien a través del trabajo iremos señalando instancias de articulación entre las cuestiones económicas y las políticas, en este trabajo no abordaremos de forma sistemática la dimensión de la economía política de las PFI. Hemos incluido, no obstante, el rectángulo del proceso de políticas en el esquema para enfatizar que la calidad de las PFI no será independiente de la calidad del sistema político dentro del cual se gestan las iniciativas relativas a la inversión. Si el proceso de políticas es de mala calidad porque el Congreso es débil y el Ejecutivo fuerte, probablemente no se asigne mucho esfuerzo a la etapa de justificar y fundamentar la necesidad de las políticas. Tampoco estará garantizado que vaya a existir transparencia en la implementación, sobre todo en contextos en que hay grupos con fuerte capacidad para influir sobre las autoridades de aplicación de las PFI. En contextos de esta índole, no alcanza con el análisis “técnico”. La efectividad de una PFI determinada para cumplir con sus objetivos eficientemente estará muy influida por las debilidades de las etapas de formulación e implementación. Este tipo de consideraciones será importante, sobre todo, al discutir el rol del clima de inversión y la posibilidad de utilizar el espacio fiscal de forma eficiente. En lo que sigue analizamos las articulaciones entre los elementos que aparecen en el diagrama 1, debajo del “proceso de políticas”<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Vale aclarar, no obstante, que la secuencia lógica que supone el esquema no necesariamente es la que se observa en la práctica; el objetivo del esquema es investigar relaciones lógicas y no describir una secuencia concreta. Sobre el proceso de políticas véase Fanelli y Tommasi, en prensa.

**DIAGRAMA 1**  
**POLÍTICA FISCAL E INVERSIÓN: CUESTIONES CLAVE**



Fuente: Elaboración del autor.

## A. Justificación de la PFI

Un insumo importante para los debates que forman parte del proceso de gestación de las PFI en el escenario político y para diseñar correctamente las iniciativas específicas, son los argumentos técnicos que justifican el uso de recursos para promover la inversión. En el caso de la PFI, la respuesta canónica de la literatura es que se justifica intervenir cuando existen fallas de mercado (ver, por ejemplo, Shah et al., 1995). Sin embargo, desde una visión sistémica, la intervención se puede justificar en base a dos objetivos adicionales, que hemos colocado en el rectángulo 1 junto a las fallas de mercado: explotar complementariedades e incentivar transformaciones en las organizaciones. La inclusión de estos objetivos refleja la necesidad de atender las fallas de organización y las deficiencias en el entorno (organismos de coordinación de inversiones ineficaces o falta de infraestructura) que hacen que ciertos agentes tengan capacidades limitadas para aprovechar oportunidades de inversión o gestionar proyectos de forma eficiente. En el mismo rectángulo incluimos el bajo coeficiente de inversión como una justificación alternativa porque desde un enfoque más pragmático, se argumenta frecuentemente que el uso de recursos fiscales se justifica porque la inversión es baja comparada con países de similar nivel de desarrollo.

### 1. Fallas de mercado

Las fallas que aparecen más frecuentemente en la literatura sobre PFI y que son potencialmente las que deberían mitigarse son las siguientes.

- Externalidades* asociadas con: efectos de derrame tecnológico generados por los gastos privados de R&D, cuyos beneficios las empresas no pueden apropiarse; las características de bien público del conocimiento técnico; la inversión en equipos que traen conocimientos

técnicos incorporados y facilitan el aprendizaje por la experiencia (De Long y Summers 1991); reducción de efectos de congestión vía mejor distribución regional de la inversión.

- b) *Asimetrías de información*. Los efectos de esta fuente de distorsiones se expresan, sobre todo, como restricciones al financiamiento. Por ejemplo, un emprendedor que desea implementar un proyecto innovador debe revelar información secreta para conseguir financiamiento y, al negarse a revelarla a potenciales financiadores, el proyecto no se puede financiar.
- c) *Competencia imperfecta y economías de escala*: cuando éstas son relevantes, se justifica dar estímulo a la inversión para ganar escala y reducir costos. Pueden ser relevantes los efectos de externalidades pecuniarias del tipo enfatizado por la geografía económica.
- d) *Otras. Movilidad de los factores*. Esta distorsión es relevante en particular cuando el capital muestra mayor movilidad que el trabajo: bajo tales condiciones, un impuesto al capital terminará incidiendo sobre el factor menos móvil. Podría ser conveniente eliminar el impuesto al capital y tasar directamente el trabajo. *Riesgo*: aplicación de tasas de descuento exageradas a proyectos riesgosos. *Inestabilidad macroeconómica*. Efectos negativos de la volatilidad macroeconómica al aumentar el premio de riesgo y, por ende el costo de capital, para todas las firmas y familias.

Estas fallas de mercado distorsionan el proceso de inversión en la medida que crean discrepancias entre la tasa social de retorno de los proyectos y la tasa percibida por el sector privado. Las PFI tienen como misión paliar los efectos de esa discrepancia de forma de acercar la inversión al óptimo. La formulación de iniciativas concretas en línea con el enfoque de imperfecciones de mercado, no obstante, enfrenta dificultades prácticas de envergadura. Hay tres que se destacan en la literatura.

La primera es la dificultad para identificar las fallas de mercado y cuantificar los beneficios de utilizar instrumentos fiscales, de forma que sea posible aplicar el criterio de que los beneficios de la intervención son superiores a los costos (Zee et al., 2002; Tanzi y Zee, 2001; Lipsey, 2006).

La segunda es que, aún si se pudieran identificar las fuentes de distorsión, como lo subraya Lipsey (2006) cuando hay varias operando de manera simultánea, el teorema generalizado de segundo mejor indica que no es posible asegurar que, al eliminar los efectos de una distorsión dada, la consecuencia será un incremento del bienestar. Este punto es clave en América Latina porque las fuentes de distorsión son legión en economías con heterogeneidad estructural. Los resultados de los programas de liberalización financiera en la región, que resultaron en fragilidad financiera y no en incrementos del financiamiento de la inversión productiva ilustran bien este punto (ver Fanelli, 2011). Este problema ha llevado a quienes estudian las políticas de crecimiento a explorar nuevos rumbos de acción en contextos en que existen importantes fallas de mercado. Un enfoque muy utilizado en la región en la última década fue el de diagnóstico de crecimiento (ver Hausmann et al., 2005). Según este enfoque, la PFI debería atacar las distorsiones a la inversión allí donde el efecto en términos de aceleración del crecimiento es mayor. Otros autores con orientación microeconómica, como Lipsey (2006), abogan por un enfoque gradualista y de equilibrio parcial que tome en cuenta el contexto de la política de inversión. Una razón adicional aportada por este autor, de importancia para la inversión, es que el proceso de innovación involucra incertidumbre en el sentido de Knight. Esto es, se trata de una situación de decisión en la cual el agente no conoce de manera acabada la distribución de probabilidad de los eventos o, incluso, cuáles son los eventos posibles. Cuando está presente este tipo de incertidumbre los cálculos típicos del enfoque de economía del bienestar son mucho menos convincentes.

La tercera es que el argumento de que al mitigar fallas de mercado se mejora la eficiencia se basa en el criterio de Pareto y este criterio es poco útil para evaluar políticas de inversión que tengan un objetivo redistributivo o de disminución de la pobreza, que son parte constitutiva de las estrategias de crecimiento inclusivo. Una gran cantidad de iniciativas fiscales que incluyen subsidios a la inversión se fundamentan en estrategias que buscan, por ejemplo, mejorar el bienestar en regiones deprimidas donde el propósito es aumentar las oportunidades y reducir la pobreza, antes que maximizar el bienestar en el sentido de Pareto. Para este tipo de evaluación de la política fiscal son útiles aportes recientes que, en función de una visión inclusiva del crecimiento, proponen adicionar al ejercicio de diagnóstico del

crecimiento, un ejercicio de diagnóstico de cómo ciertas medidas o estrategias inciden sobre la creación de empleo productivo y la reducción de la pobreza (ver Ianchovichina y Lundstrom, 2009).

## 2. Heterogeneidad de las organizaciones

El enfoque centrado en fallas de mercado no se adapta bien a contextos en que existen agentes muy heterogéneos desde el punto de vista organizacional. La literatura típicamente sostiene que, *a priori*, el objetivo debe ser siempre el de eliminar la fuente de distorsión y sólo en segunda instancia pensar en un mundo de segundo mejor (Shah, et al., 1995; Zee, 2002). Esto supone, no obstante, que al enfrentarse a mercados que funcionan correctamente, todos los agentes están en igualdad de condiciones para aprovechar las oportunidades de inversión. Supone agentes homogéneos y la homogeneidad no es la regla en la región.

Cuando la estructura es heterogénea, el proceso de acumulación de capital y de adopción de tecnologías suele avanzar a muy diferentes ritmos según la actividad o la región: a las diferencias que naturalmente se observan en las oportunidades de inversión a través de la economía en un momento dado, se agrega el hecho de que los agentes tienen capacidades distintas y, por ende, oportunidades idénticas no significan lo mismo para organizaciones tradicionales y modernas.

Las trampas de pobreza asociadas con falta de acceso a un stock mínimo de capital físico o de capital humano son también particularmente relevantes para un enfoque de las PFI que preste atención a la debilidad de ciertos agentes para aprovechar oportunidades de inversión (ver Widick, 2008; Duflo, 2011). Cuando existen trampas de pobreza, para potenciar los incentivos a la inversión es necesario invertir primero en mejorar las capacidades del agente: por ejemplo, en capacitación o capital humano. Un cambio organizacional que remueva una trampa de bajo crecimiento se valora no sólo por lo que aporta a la eficiencia sino también a la distribución y la creación de empleos con poder para transformar las capacidades de los trabajadores. Este enfoque de la PFI, por otra parte, está en línea con la visión de Sen (2000) y de las Naciones Unidas sobre el desarrollo humano como desarrollo de capacidades.

Cuando se integran las trampas de pobreza en el análisis de las PFI, queda en evidencia que el hogar en tanto organización que invierte es, en gran medida, una caja negra para la economía aún cuando el hogar tiene a su cargo la gestión de proyectos clave para el crecimiento inclusivo como la construcción de vivienda y la formación de capital humano; asimismo, existen relaciones de complementariedad entre esas inversiones que son fuente de fallas de coordinación que las PFI podrían subsanar: un programa de estímulo financiero a la inversión en vivienda familiar debería estar coordinado con los programas de inversión pública en cloacas y agua potable; asimismo, la PFI debe considerar que el acceso a la vivienda digna puede generar externalidades muy positivas para la inclusión, como una mejor socialización e integración social de los individuos.

## 3. Complementariedades

Las limitaciones en la capacidad de ciertas categorías de agentes para aprovechar oportunidades de inversión puede deberse tanto a limitaciones internas a la organización como a deficiencias del entorno: falta de infraestructura adecuada o fallas en las instituciones que deberían solucionar los problemas de coordinación que aparecen cuando la rentabilidad de los proyectos individuales depende de que se realicen otras inversiones complementarias (Lipsey et al., 2005; Van der Ploeg y Venables 2010, Rodrik, 2004). Las limitaciones internas y de entorno, además, interactúan: cuando el proceso de acumulación de capital está relativamente bien coordinado con el fortalecimiento organizacional e institucional, mejoran las condiciones para el auto-descubrimiento y la explotación de economías de escala que, según Rodrik (2004) son críticas para acelerar el crecimiento.

Cuando el problema que traba la inversión es uno de pura falla de coordinación, como lo señala Rodrik (2004) la ventaja es que la intervención es poco costosa. Más allá de esto, sin embargo, en la región es usual que el problema del entorno sea de deficiencias en la infraestructura. En estos casos, la PFI tiene un papel a cumplir en la medida que la inversión pública puede actuar como catalizador de inversiones privadas complementarias. Pero, por supuesto, esta tarea puede demandar ingentes recursos estatales.

Si bien en los ejemplos de complementariedades están con frecuencia comprendidas externalidades, Lipsey et. al (2005) llama la atención respecto de no confundir unas con otras. El cambio estructural puede abrir nuevas oportunidades de negocios pero sin crear externalidades, por la vía de eslabonamientos productivos más ricos o nuevas oportunidades de innovación. Este punto es relevante para los países más industrializados de la región. En general, las PFI se focalizan en el incentivo a la demanda de inversión. Pero cuando se toman en cuenta las complementariedades, también importan los efectos por el lado de la oferta. Un mayor nivel de la demanda de bienes de inversión puede abrir oportunidades para el desarrollo de una industria de bienes de capital local en países como Brasil, la Argentina o México. Se trata en un cierto sentido de generar oportunidades para contar con una matriz de insumo producto más rica; que tenga mayores eslabonamientos y abra mayores oportunidades para el desarrollo de capacidades que dinamicen el cambio estructural y el auto-descubrimiento. Las PFI deben favorecer inversiones que faciliten la integración geográfica, por ejemplo, a partir de coordinar inversiones múltiples con el objeto de habilitar la explotación de recursos naturales.

#### 4. Bajo coeficiente de inversión

Dada la dificultad para identificar y diagramar políticas en base al enfoque normativo de fallas de mercado, una forma muy popular de justificar en la práctica la necesidad de promover la inversión es recurrir a un enfoque comparativo y “empirista”: si la tasa de inversión observada es muy inferior a la registrada en países de similar nivel de desarrollo, pero que muestran una mejor trayectoria de crecimiento posterior, se deberían asignar mayores esfuerzos fiscales a promover la inversión. Este argumento se refuerza por el hecho de que los estudios econométricos sobre determinantes del crecimiento indican sistemáticamente que la inversión es una variable significativa. De hecho, como Jiménez y Podestá (2009) lo remarcan, los coeficientes de inversión en América Latina son muy bajos, sobre todo comparados con los países emergentes de crecimiento alto en el Asia (Jiménez y Podestá, 2009). Por ello el argumento empirista tiene fuerza en la región.

La justificación en base al coeficiente de inversión genera, no obstante, interrogantes difíciles en la medida que cualquier cambio en el coeficiente de inversión, tiene consecuencias macroeconómicas y no sólo de equilibrio parcial, como puede ser el caso del subsidio a un tipo de inversión específico. En particular, las variaciones en el coeficiente agregado deben ir necesariamente acompañadas de variaciones, sea en el coeficiente de ahorro nacional, sea del ahorro externo. Asimismo, si el coeficiente de inversión es bajo debido a una presión tributaria alta (no acompañada de una inversión pública elevada), una reducción de la presión tributaria para estimular la inversión será muy difícil de implementar debido a los efectos sobre las dimensiones del espacio fiscal (Heller, 2005; Heller et al., 2006, Luporini, 2010).

Para evaluar iniciativas relativas al coeficiente de inversión pueden ser muy útiles las herramientas de diagnóstico de crecimiento. Por ejemplo, un primer paso recomendado en el enfoque de diagnóstico de crecimiento es evaluar si la restricción operativa más importante es la del ahorro o la de inversión (Hausmann et al., 2005). En Brasil, para ilustrar el punto, el gasto en seguridad social es muy elevado y ello ha repercutido, probablemente, de forma negativa en los incentivos para ahorrar (Turra et al., 2011). Una política de incentivos que eliminara trabas a la inversión en un contexto en que el ahorro es escaso podría tener efectos fuertes sobre la tasa de interés o la distribución del consumo. Asimismo, políticas muy agresivas de subsidio a las tasas, como en el caso del BNDES pueden tener efectos de *crowding out* entre agentes privados y efectos distributivos negativos (ver sobre Brasil, OECD, 2011). Un problema muy asociado con este es el de los efectos del ahorro público sobre el ahorro privado. Como lo subrayan Jiménez y Podestá (2009), en la región existe evidencia de que un incremento del primero no es totalmente compensado por una disminución del segundo.

Por último, el coeficiente de inversión puede ser muy reducido debido a factores sistémicos, como la inestabilidad macroeconómica, el mal clima de inversión o el subdesarrollo financiero. Volvemos a esto más abajo.

## B. Instrumentos de las PFI

Pasemos ahora a la segunda pregunta, sobre instrumentos de las PFI. La fijación de las metas específicas de las PFI está en gran medida determinada por la justificación que respalda la política. En este sentido, cabe distinguir entre las PFI que buscan otorgar estímulos específicos y las que, basadas en el argumento empirista, se orientan a influir sobre el coeficiente de inversión total de la economía. En la literatura sobre estímulos tributarios a la inversión sólo se considera el primer tipo de PFI (Zee, 2002). La cuestión del coeficiente de inversión bajo aparece con mayor protagonismo en los trabajos sobre política de crecimiento en general (ver Gemmel, 2001) mientras la inversión pública recibió atención recientemente en la literatura sobre espacio fiscal (Heller, 2005; Heller et al., 2006; ver también, Afonso y Jalles, 2011, Hermes y Lensink, 2001; Hatano, 2010)

En lo que hace a instrumentos, el rectángulo 2 del diagrama 1 indica que la PFI cuenta con tres instrumentos básicos para intervenir: incentivos tributarios, subsidios directos e inversión pública. Al evaluar la elección de un instrumento en base a consideraciones microeconómicas y de gestión, no obstante, hay que tener siempre presente que el contexto de aplicación importa; particularmente los factores de orden sistémico (rectángulo 3) y las relaciones con otras políticas dentro del espacio fiscal (rectángulo 4).

### 1. Instrumentos tributarios y subsidios

Los instrumentos tributarios buscan reducir el peso efectivo de la tributación sobre la inversión, que es la diferencia entre el retorno antes y después del impuesto para determinadas actividades. En principio, la política debería igualar la tasa efectiva marginal para todo uso de los fondos, pero esto sólo en un mundo sin externalidades, rendimientos constantes a escala o costos de ajuste; en la práctica esta regla carece de relevancia.

El uso de un instrumento para conseguir un objetivo se justifica, obviamente, sólo en la medida que los beneficios sean superiores a los costos. Los costos para la sociedad de utilizar instrumentos tributarios tienen cuatro componentes: distorsiones, pérdida de ingresos fiscales, costos administrativos y rent-seeking o corrupción. Este cálculo, sin embargo, está lejos de ser sencillo. En especial, porque en el mismo entran factores asociados al funcionamiento del marco institucional que son difíciles de medir.

La literatura marca que las preferencias en cuanto a instrumentos tributarios en los países desarrollados y en desarrollo son distintos. Según Zee et al. (2002) los primeros tienden a usar incentivos a la inversión con metas específicas y que figuran en la ley de impuestos a la renta, mientras los segundos recurren, además, a incentivos impositivos más generales que pueden estar en leyes de inversión o ser establecidos por decreto. La mayor parte de los beneficios en los países en desarrollo son exenciones de impuestos, derechos de importación, permisos para invertir utilidades y alícuotas diferenciales de impuestos, mientras en la OECD es más común el uso de subsidios a los préstamos o subsidios directo. En el caso de América Latina, Jiménez y Podestá (2009) señalan que existe preferencia por el uso de exenciones tributarias, dando lugar a lo que se conoce como gastos tributarios, que son difíciles de cuantificar pero que, según la evidencia presentada por los autores, son muy significativos y abarcan no sólo los impuestos a los beneficios sino también otros impuestos, relacionados con las transacciones.

Los instrumentos tributarios actúan a través de dos vías: impuesto a los beneficios e impuestos indirectos. Según Jiménez y Podestá (2009) los instrumentos más utilizados en la región son: exoneración temporal (tax holidays) y reducción de tasas; depreciación acelerada, deducción parcial, créditos fiscales y diferimientos impositivos y rebajas de impuestos al empleo. También son muy utilizadas las zonas especiales con tratamiento privilegiado (derechos de importación; impuesto a la renta; al valor agregado).

Los incentivos a la inversión extranjera directa han recibido mucha atención en la literatura. En América Latina el tema es de relevancia porque la IED representa cerca de un quinto de la inversión total y llegó a representar más durante el auge debido a las privatizaciones. La creación de zonas francas ha sido



una estrategia privilegiada para incentivar la IED sobre todo en los países de América Central, como República Dominicana y El Salvador. Según los estudios que han revisado las experiencias en relación con esto los incentivos tributarios son sólo secundariamente importantes como determinantes del nivel y la localización, siendo de alta relevancia la estabilidad económica y política, la seguridad jurídica, el nivel de apertura y la disponibilidad de mano de obra calificada e infraestructura (James, 2009). Estas conclusiones son consistentes con las hipótesis de más arriba respecto de la importancia de las complementariedades y el entorno de la inversión. También ocurre que los incentivos tributarios a la IED pueden ser inefectivos porque lo que la empresa deja de pagar en el país receptor debe abonarlo en el país propio por la forma de aplicar el criterio de renta de residente (excepto que haya un acuerdo de *tax sparing* bilateral). Por otra parte, una reducción en el impuesto a las ganancias puede desincentivar en vez de motivar la inversión si ya hay en aplicación un esquema de amortización acelerada (Zee et al., 2002).

En general, la literatura no recomienda la utilización de subsidios a la inversión por la mayor facilidad para desviarlos y manipular las reglas de elegibilidad. Además, puede actuar como un mecanismo de incentivo para atraer a los proyectos más riesgosos. Hay consenso, asimismo, que mecanismos como la amortización acelerada son mejores que los esquemas de *tax holiday* que pueden tener costos fiscales difíciles de cuantificar y generan incentivos para que los grupos interesados presionen para que se prolonguen en el tiempo por la vía de extensiones sucesivas. Por otro lado, aumenta la probabilidad de que se “incentiven” inversiones que se harían de cualquier forma.

## 2. Inversión pública

La inversión pública puede ser un instrumento poderoso para cumplir con los objetivos de las PFI. En los modelos de crecimiento de un solo sector, la inversión es un bien compuesto y de características indeterminadas. En los modelos que toman en cuenta la heterogeneidad estructural, la inversión tiene diferentes componentes y cada uno de ellos puede tener efectos distintos en cuanto a las repercusiones sobre el cambio estructural. En la literatura se distingue, sobre todo, entre el rol de la inversión pública, la privada residencial y la privada en maquinaria y equipos, que tienen distintos grados de eficacia para generar externalidades y complementariedades. Asimismo importa si el país tiene o no una industria de bienes de capital, como ya se dijo. Volvemos más abajo a este punto.

## C. Incidencia de los factores sistémicos en las PFI

Una vez formulada la política en términos de objetivos específicos e instrumentos, el siguiente paso lógico es considerar si están dadas las condiciones para la efectividad de la PFI. La flecha que va del rectángulo 3 al rectángulo “PFI” en el diagrama 1 indica que el clima de inversión, la volatilidad y el desarrollo financiero, si bien son propiedades “generales” del sistema influyen de manera directa sobre la efectividad microeconómica de los instrumentos de la PFI. Analizamos a continuación las razones que explican tal hecho.

### 1. Clima de inversión

Los estudios especializados han puesto suficientemente en claro por qué la política fiscal puede ser de utilidad para promover la inversión en presencia de imperfecciones de mercado (ver, por ejemplo, Shah, 1995). Pero instrumentos que están correctamente diseñados para corregir los efectos de una determinada falla de mercado sobre la inversión podrían no funcionar debido a que se aplican en un contexto institucional débil, que le quita credibilidad a la política. La repetida observación de este tipo de problemas llevó a introducir en el análisis la influencia del “clima de inversión”. James (2009) muestra que instrumentos de estímulo que probaron ser efectivos dentro de un contexto institucional y de políticas, perdían eficacia al ser aplicados en contextos diferentes.

La calidad del marco institucional determina en gran medida el clima de inversión. Las dificultades que aparecen con mayor frecuencia son la inseguridad jurídica de los contratos, la inestabilidad de las regulaciones y de los derechos de propiedad (Jameson, 2009). Las investigaciones sobre incentivos a la IED, por ejemplo, indican que las empresas multinacionales le otorgan más

importancia al clima de inversión que al monto de la ventaja tributaria (James, 2009). La apropiabilidad de los beneficios de la inversión es también señalada en los trabajos sobre diagnóstico de crecimiento (ver Agosin et al., 2009).

Un mal clima de inversión encarece las PFI pues hay que asignar más recursos para lograr los mismos objetivos (James, 2009). Asimismo, tampoco se puede ignorar que los instrumentos utilizados por ciertas iniciativas de promoción de la inversión frecuentemente devienen un factor independiente de empeoramiento del clima de inversión. La literatura sobre PFI aporta gran cantidad de evidencia sobre las formas específicas en que esto ocurre, que pueden ser muy variadas ya que los estímulos, por definición, afectan los principios de equidad horizontal y vertical y, por lo tanto, quedan articulados con conflictos distributivos, que pueden influir negativamente en las expectativas de los inversores (Zee, 2002).

Un aspecto central para mejorar el clima de inversión e impedir que las PFI sean utilizadas como herramientas de apropiación de rentas es la transparencia. En su revisión de las experiencias de política, Zee (2002) concluye que la transparencia tiene tres dimensiones diferentes que deben atenderse. En la dimensión legal y regulatoria, es aconsejable que los instrumentos que actúan por la vía tributaria no tengan menor status que una ley; en lo que hace al proceso de formulación es beneficioso hacer explícitas las razones que justifican el subsidio, especialmente si están involucrados gastos tributarios; por último, en lo administrativo, los criterios para calificar deben ser simples, específicos, objetivos y, además, fáciles de monitorear y hacer cumplir.

## 2. Volatilidad macroeconómica

La inestabilidad macroeconómica es un fenómeno sistémico y, como tal, daña la tasa de inversión global al incrementar el premio de riesgo para todos los proyectos. Así, la volatilidad actúa como un impuesto que incrementa el costo de capital para todas las firmas.

El vínculo entre inversión y volatilidad es extremadamente difícil de manejar. Normalmente, el efecto impacto de los intentos de reducir la volatilidad basados en ajustes fiscales es el de disminuir la inversión a través de varios canales, como lo ilustran los dilemas actuales de las economías europeas con alta deuda pública (ver Das et al., 2010). La experiencia de la región también aporta infinidad de ejemplos en los que el ajuste fiscal tomó la forma de represión de la inversión pública y llevó a desactivar programas de incentivos y desgravaciones a la formación de capital en determinados sectores (ver Clements et al., 2007).

Lo anterior implica que, cuando existen desequilibrios macroeconómicos agudos o la deuda pública deviene no sustentable, las políticas de ajuste dominan a las políticas de estímulo a la inversión. Como discontinuar las políticas significa introducir cambios no anticipados en las reglas de juego, es fácil deducir que los fenómenos de dominancia erosionarán la credibilidad de los instrumentos y que, por ende, en los países macroeconómicamente volátiles en los que los fenómenos de dominancia son frecuentes, la credibilidad de las PFI será menor. En un contexto así, los estímulos tributarios o los subsidios deberán ser mayores para lograr un mismo efecto sobre la inversión. Es debido a esto que, más allá de los efectos de corto plazo negativos sobre la inversión, tener éxito en estabilizar la macroeconomía tiene un bonus: incrementa la credibilidad de las políticas en general y de las PFI en particular, reduciendo los costos fiscales de la promoción.

Para minimizar los costos de ajuste y potenciar la credibilidad, esquemas que complementen la política anti-cíclica general con la protección de las PFI en la parte baja del ciclo pueden ser muy superiores a reglas fiscales solamente basadas en metas de gasto. La significación de los efectos que estamos analizando, no obstante, no es independiente de la forma que tome el vínculo entre inversión pública e inversión privada. Si existe una relación de *crowding in* ambos componentes de la inversión se moverán de forma conjunta y, en consecuencia, los efectos de los ajustes sobre la inversión pública serán más potentes. Bajo esas circunstancias tendrán gran valor los esquemas de protección anti-cíclica del gasto de inversión. Obviamente, para estar en condiciones de proteger la inversión durante el ajuste se debe contar con espacio fiscal. Si no hay espacio fiscal, se impondrá la política de ajuste por sobre la anti-cíclica y de protección a la inversión, y en ese contexto, las PFI pasarán a ser políticas dominadas.

El diseño de esquemas anti-cíclicos eficientes de protección a la inversión es altamente relevante en la actualidad de la región. De hecho, debido a la relajación de la restricción presupuestaria en los dos mil los países que contaban con espacio fiscal realizaron política anti-cíclica y varios incluyeron medidas de estímulo a la inversión en los paquetes (ver OECD, 2011).

Un régimen de políticas bien estructurado, que defina claramente los límites del espacio fiscal y la forma de coordinar el uso de instrumentos y recursos dentro del mismo puede potenciar el efecto de los incentivos implementados a través de las PFI. Apuntalar la credibilidad es también central cuando los proyectos de infraestructura buscan coordinar una serie de inversiones privadas simultáneas: los agentes privados deben percibir que la inversión pública comprometida podrá realizarse y que las políticas que la sustentan no serán dominada por otras.

### 3. Subdesarrollo financiero

A pesar de que pueden señalarse algunos avances significativos —es particularmente relevante el caso de Chile—, lo cierto es que los sistemas financieros de la región aún están subdesarrollados, lo que representa una restricción importante para la eficiencia del proceso de inversión (ver Fanelli, 2011). El principal obstáculo que la falta de profundización financiera le pone a la inversión es que incrementa el costo del capital a la hora de fondar un proyecto.

En cuanto al costo del capital, los segmentos de la intermediación que más interesan son el bancario, las bolsas de valores y los mercados de bonos corporativos. Los procesos de desregulación y privatización en el marco del CW indujeron cambios en esos mercados, pero no revirtieron el panorama de subdesarrollo.

En el caso de los bancos, aumentó la participación de los extranjeros y cayó la de los públicos, aunque los bancos estatales siguen desempeñando un papel importante en la región. Pero unos y otros han tenido dificultades para expandir el crédito de forma de incluir a las pequeñas empresas que invierten o de generar abundante crédito de largo plazo. Un informe del BID (IDB, 2005) destaca, no obstante, que los bancos públicos son un factor que reduce en algo los costos del endeudamiento debido a sus menores costos de fondeo y también tienen la ventaja de reaccionar menos a los shocks macroeconómicos.

Los bancos de desarrollo han sufrido transformaciones pero siguen haciendo su contribución al financiamiento de la inversión. ALIDE, la asociación de bancos de desarrollo de América Latina, tiene unos 120 miembros. Ha habido un incremento en el número de bancos que opera como instituciones de segundo piso y un mayor énfasis en la co-financiación y la participación de los agentes privados. El mayor banco opera en Brasil (BNDES) y las instituciones más importantes se encuentran en este país, México y Argentina. Los bancos de desarrollo podrían tener un papel fundamental como creadores de mercado y en la generación de crédito a largo plazo y de capital de riesgo (Calderón, 2005). Pero están lejos de poder revertir la restricción de crédito que pesa sobre la inversión.

Los mercados de acciones se expandieron en los años noventa, gracias a las privatizaciones, lo que aumentó la oferta y fomentó la demanda de acciones y atrajo una gran cantidad de inversión extranjera. Pero el impulso no alcanzó para colocarlos en los niveles de los países emergentes del Asia. Algo que no ayudó es que más recientemente hubo un proceso de adquisiciones por parte de empresas extranjeras que retiraron a las empresas de los mercados de acciones. Además, los emisores corporativos han tendido a emigrar a los centros financieros internacionales. El vehículo principal son los ADR (American Depositary Receipts). Otro elemento que influyó negativamente en los mercados de valores fue la crisis de 1998 y la subsiguiente caída en la emisión de acciones.

El tamaño de los mercados de bonos privados, por último, aumentó; especialmente en México y Chile y también en Colombia y Brasil. El cambio a favor del financiamiento de bonos se vio impulsado por la demanda de activos de renta fija de los inversionistas institucionales, que crecieron en importancia por la reforma del sistema de pensiones. Los riesgos, no obstante, son difíciles de manejar porque los mercados de derivados son débiles y representan una pequeña fracción de los mercados mundiales. Los principales mercados se encuentran en Argentina, México y, en particular, Brasil —donde la liquidez es

alta. Las operaciones de OTC son importantes, pero son opacas y esto perjudica a la función de revelación del precio del riesgo (ver Schmukler y De la Torre, 2007 y Borensztein et al., 2008).

En este contexto, en síntesis, los costos de transacción son altos; el crédito a largo plazo es escaso y es muy difícil manejar los riesgos. Como estas debilidades son sistémicas, tienden a afectar a todos los proyectos de inversión por igual. En América Latina hay una gran experiencia acumulada referida a políticas públicas expresamente orientadas a paliar fallas en los mercados financieros. Pero estas políticas, sin embargo, deben diferenciarse de las PFI, cuyo objeto es optimizar el proceso de inversión y no atacar las fallas de un mercado particular. Si bien la línea es difícil de demarcar es útil hacerlo pues los objetivos son diferentes y también lo son los instrumentos.

Más allá de esto, lo que sí debe tenerse presente es que el subdesarrollo financiero, en tanto fenómeno sistémico, debilita la fuerza de los incentivos que brindan las PFI y, además, pueden producirse interacciones perversas y duplicación de esfuerzos entre las políticas, como veremos más abajo.

## D. Espacio fiscal

La experiencia previa de la región con las PFI indica que, para ser implementables y efectivas, éstas deben respetar el hecho de que los recursos fiscales disponibles son limitados y que las PFI deben competir por fondos e instrumentos con otras políticas, como las sociales y las de manejo de la macroeconomía (Fanelli y Jiménez, 2010). Para incorporar este hecho en el análisis, el concepto de *espacio fiscal* resulta muy útil. Los estudios recientes sobre espacio fiscal —que en gran medida fueron motivados por el interés en generar financiamiento para reflotar la inversión pública— han puesto de manifiesto las ventajas de plantear los problemas de política fiscal dentro de una perspectiva que privilegia la visión de conjunto y las relaciones de consistencia entre las diversas iniciativas fiscales (ver Heller, 2005; Fanelli y Jimenez, 2010).

El espacio fiscal está delimitado por los tres elementos que aparecen en el rectángulo 4 del diagrama 1: el régimen de políticas públicas que fija las reglas de la competencia entre políticas, la organización del sector público y la disponibilidad de recursos. Dentro de ese espacio, la asignación de recursos e instrumentos para llevar adelante las PFI siempre implica explícita o implícitamente sopesar fines alternativos.

### 1. Competencia entre políticas y régimen de políticas

El régimen de políticas tiene entre sus funciones básicas ordenar la competencia entre políticas que se expresa normalmente como una lucha por el uso de recursos e instrumentos escasos. Para cumplir esta misión las normas del régimen de políticas económicas deben ser consistentes con el resto de las instituciones formales e informales existentes (consistencia externa) y deben garantizar que no haya contradicciones entre las políticas económicas que forman parte del régimen (consistencia interna).

Si una política de promoción de inversiones forma parte de un régimen que presenta fallas de consistencia interna o externa no se podrá implementar u obligará a que no se implemente alguna otra política; así, la necesidad de cumplir con las restricciones de consistencia interna y externa genera dilemas (*trade-offs*) que involucran no sólo objetivos de política fiscal (por ejemplo, entre las PFI y las políticas sociales) sino también políticas públicas relativas a otros campos y esquemas regulatorios.

En el caso de las PFI, la experiencia de la región indica que las políticas que suelen afectarlas de manera directa operan en tres dimensiones básicas. En primer lugar, las políticas de ajuste fiscal que, como ya se discutió, deprimen la inversión pública y dominan las políticas de incentivos vía tributaria o de subsidios. Asimismo, pueden deprimir los *animal spirits* aún cuando estos no se remuevan. En segundo lugar, las políticas de seguridad social. Además de utilizar recursos que podrían destinarse a promover la inversión, políticas muy generosas para el sistema de pensiones resienten la tasa de ahorro de la economía y, por esa vía, afectan la inversión (ver Cotlear, 2011). En tercer lugar, las políticas de desregulación financiera, pueden interactuar de manera perversa con los incentivos fiscales a la

inversión. Por ejemplo, si el crédito se expande exageradamente y las PFI son muy agresivas se pueden generar burbujas de precios de activos.

## 2. Organización del sector público

Cuando la organización de los entes oficiales a cargo de la implementación de la PFI muestra fallas, los recursos disponibles se utilizan de manera ineficiente y ello equivale a un achicamiento del espacio fiscal (Heller, 2005). Como norma, las políticas de promoción de la inversión son muy demandantes en el plano de la información y sus esquemas de incentivos suelen estar expuestos a la manipulación por intereses específicos. Los estudios muestran que los resultados efectivamente observados no dependen sólo del contenido de las políticas sino, también, de las prácticas y dinámicas organizacionales dentro del sector público y de las relaciones entre la burocracia pública y los grupos de interés (Zee, 2002; James, 2009; Jiménez y Podestá, 2009).

Los segmentos del sector público involucrados en la PFI pueden diferir en función de las instituciones y, también, de la etapa de implementación. La autoridad fiscal de aplicación tiene el liderazgo en la etapa de implementación pero, a su vez, el ente público que tendrá a su cargo la tarea dependerá del instrumento fiscal utilizado y del marco general de políticas dentro del que se inscribe la iniciativa fiscal. Si el instrumento principal de la PFI es de carácter tributario, la secretaria de hacienda y el ente de recaudación tendrán, seguramente, protagonismo; en el caso de proyectos de infraestructura, en cambio las secretarías de planificación o energía serán clave. También hay que considerar que muchos países cuentan con empresas estatales (sobre todo en el área de energía) que llevan adelante proyectos de inversión de gran escala y sus decisiones deben tomarse en consideración al diseñar la PFI.

Asimismo, los grupos de interés de referencia serán diferentes si la iniciativa de estímulo fiscal a la inversión forma parte de la “política industrial”, la anti-cíclica o la de protección social y esos grupos pueden tener estrategias que incluyan intentos de capturar las agencias de aplicación o de corromper funcionarios. En el caso de la inversión pública es típico que los gobiernos sub-nacionales y grupos de presión regionales traten de influir sobre la localización. Las iniciativas de estímulo a la inversión son muy vulnerables en este sentido porque suele haber margen para interpretar los criterios de elegibilidad, calcular la base del incentivo o elegir la intensidad del monitoreo de la inversión comprometida.

De Mello (2010) presenta evidencia respecto de que la descentralización fiscal puede tener efectos negativos sobre la inversión y ser una de las variables que explican la reducida inversión en infraestructura en la región. Entre los factores que coadyuvan a este resultado menciona: la incertidumbre regulatoria en la asignación de funciones a través de diferentes niveles; diseño de esquemas de garantías y transferencias que hacen difícil financiar proyectos conjuntos y limitaciones en la capacidad de gestión y de endeudarse.

## 3. Restricción de recursos

La disponibilidad de recursos depende de la presión tributaria y de la capacidad para acceder a fondos de préstamo; aunque ciertos países de bajo ingreso dependen de la oferta de ayuda para obtener fondos adicionales a los tributarios (ver Heller, 2005).

La oferta de crédito que enfrentan los gobiernos de la región no es completamente elástica, tiende a ser pro-cíclica y, además, hay períodos en que se producen fenómenos de racionamiento. Por lo tanto, no se puede asumir que el Estado podrá llevar adelante todas las PFI que sean rentables desde el punto de vista de la sociedad hasta igualar la rentabilidad del proyecto marginal con el costo del capital. Una restricción adicional que es particularmente perjudicial para las PFI es que la disponibilidad de fondos puede ser muy volátil. Por un lado, puede haber incrementos significativos en las tasas de riesgo no anticipados debido al carácter pro-cíclico de los movimientos de capital y, por otro, la recaudación tributaria tiende a moverse con el ciclo. Esto hace difícil preservar espacio fiscal suficiente para las PFI bajo condiciones de *stress* financiero o macroeconómico.

Se han realizado propuestas de cambio en el régimen de políticas para evitar estos problemas. Una propuesta que se ha investigado es fijar reglas fiscales que incluyan sólo al gasto corriente, excluyendo por

lo tanto al gasto en inversión (ver IMF 2004). Esta iniciativa es atractiva cuando se considera que las políticas de incentivo a la inversión estuvieron expuestas a una gran competencia por el uso del espacio fiscal por parte de las políticas de ajuste en los ochenta y noventa. El FMI (2004), no obstante, avanza una serie de objeciones. Una importante es que la regla puede generar problemas de sustentabilidad de deuda.

Los países de la región muestran una cierta dispersión en los niveles de presión tributaria. En la Argentina y Brasil, por ejemplo, ese nivel es alto y contrasta con los muy bajos niveles que se observan en los países más pequeños e, incluso, grandes como México. En este segundo grupo la baja recaudación es una restricción de relevancia para implementar iniciativas de promoción. En el primer grupo, en cambio, el problema es asignar bien el espacio disponible, más que ampliarlo.

Al diseñar las PFI, no debe perderse de vista que las mismas pueden incidir negativamente sobre el espacio fiscal. Una dificultad importante en la región han sido los gastos tributarios relacionados con exenciones y tasas diferenciadas. Un gasto tributario es una transferencia realizada por deducción impositiva en relación con un marco de referencia e implica un desvío de la norma tributaria, pérdida de recaudación y beneficios para ciertos contribuyentes. Se pueden hacer vía: exclusión, exención, deducción, tasa preferencial, crédito fiscal o postergación de obligaciones tributarias. Las estimaciones de Jimenez y Podestá (2009) ubican estos gastos por encima del 2,5 del PBI y en algunos casos hasta el 5%, aunque las estimaciones no son comparables por ser distintos los métodos.

Otra influencia negativa sobre los recursos se produce cuando las PFI complejizan los sistemas tributarios y los hacen menos transparentes, más costosos administrativamente y más propensos a generar distorsiones no deseadas (Tanzi y Zee, 2004). Los estudios constataron que, muchas veces, las PFI o bien son diseñadas a medida para favorecer a sectores que logran capturar ciertos segmentos del Estado a cargo de las políticas o bien esas políticas explicitan objetivos de inversión formales que en la práctica no se persiguen debido a conductas de búsqueda de renta de empresarios, trabajadores o estados sub-nacionales. La operación de estos mecanismos de desvío lleva a la determinación endógena de las políticas, por efecto de las variables de economía política.

## E. Los objetivos de la PFI y el crecimiento inclusivo

El rectángulo “crecimiento inclusivo” sobre la derecha del diagrama 1 indica que ése es el criterio a utilizar para evaluar el desempeño del sistema<sup>3</sup>. Como las PFI persiguen un objetivo intermedio (incrementar la inversión), no necesariamente se explicita en su formulación la forma en que las iniciativas específicas de promoción se relacionan con la meta última de promover el crecimiento inclusivo. Normalmente, la justificación de las PFI, desde el punto de vista de las metas agregadas de la economía, se realiza en términos generales y más o menos vagos y ello no ayuda al hacedor de políticas a asignar el espacio fiscal de la mejor manera cuando enfrenta *trade-offs* entre políticas. En este sentido, no hay que pasar por alto que el crecimiento inclusivo complementa las mediciones tradicionales de crecimiento del valor agregado con indicadores de igualdad de oportunidades en el acceso a mercados, regulaciones y recursos así como con indicadores que reflejan las consecuencias sobre la pobreza. Además, para ser inclusivo el crecimiento debe ser sostenible.

El crecimiento inclusivo tiene implicancias para los criterios de evaluación de desempeño de las PFI. La evaluación no puede hacerse sólo en base a la meta de mitigar fallas de mercado con el objetivo de maximizar el bienestar; se requiere también considerar los efectos sobre la distribución y la estabilidad del sistema. En particular, como la visión del crecimiento inclusivo parte de la noción de que la inclusión no es un resultado necesario del crecimiento, las PFI inspiradas en esa noción buscarán potenciar senderos de crecimiento con potencial para aumentar las oportunidades y las capacidades para aprovechar esas oportunidades que poseen los segmentos “excluidos”; esto es, los agentes atrapados en trampas de pobreza

<sup>3</sup> Este criterio es más acotado que el de desarrollo humano, pero es suficientemente amplio como para tratar los temas de inversión que nos interesan. Además tiene la ventaja de que es un concepto actualmente muy utilizado por los organismos internacionales. Ver Ianchovichina y Lundstrom, 2009; International Policy Centre for Inclusive Growth, 2011; Lopez, 2004).

que, para ser rotas, pueden requerir un “big push” en la dotación de capital que mejore la infraestructura o tareas de coordinación de inversiones (ver Widick, 2008 sobre trampas y coordinación).

Explicitar los vínculos con los objetivos últimos puede también ayudar a la transparencia y a acotar la acción de los grupos de interés. Si bien en la etapa de implementación tienen protagonismo el manejo de instrumentos y la apropiación de espacio fiscal, en las etapas de formulación y evaluación cobra importancia poner en claro la articulación de las PFI con las estrategias generales que persigue la política económica. La experiencia latinoamericana muestra que las exenciones impositivas no suelen fundamentarse sólo en el objetivo de promover la acumulación de capital sino que se asocian con objetivos intermedios adicionales que se consideran fundamentales para una o varias de las metas últimas de la política fiscal: desarrollo de regiones atrasadas; promoción de exportaciones; industrialización; generación de empleo, cuidado del medio ambiente, transferencia de tecnología, diversificación de la estructura económica y formación de capital humano. Está claro, en este sentido, que en la práctica la fijación de objetivos supera a la mera suavización de fallas de mercado y hace referencia a objetivos de más largo alcance, cuya relación con el crecimiento inclusivo no siempre está clara. También hay que tener en cuenta que la distribución tiene una serie de dimensiones: entre segmentos de la sociedad, entre generaciones y entre regiones y es evidente que diferentes tipos de inversión tienen impactos diferenciales sobre la pobreza y los ingresos relativos. Por otra parte, así como existe competencia entre gastos sociales y de inversión también existen complementariedades, como en el caso del capital humano.

### **III. Crecimiento inclusivo e inversión: ¿qué pueden aportar las PFI?**

---

A pesar de la inestabilidad de la economía global, la evolución de América Latina en lo que va del siglo ha sido buena. El crecimiento regional se aceleró hasta alcanzar, en promedio, un ritmo por encima de los ochenta y los noventa; la distribución y los indicadores de pobreza han mostrado progresos y la macroeconomía resultó más estable (las crisis han estado prácticamente ausentes) lo que dejó en mejores condiciones a la región para recuperarse rápidamente de las turbulencias de 2008-9.

Hay, también, rasgos menos alentadores. Uno que merece subrayarse es que el crecimiento mostró marcadas disparidades geográficas: fue muy superior en las economías de América del sur exportadoras de productos básicos que en el resto de los países, que sufrieron las consecuencias de la gran recesión de Estados Unidos, bajo la forma de caída en las remesas y menor demanda por sus productos transables. Otro rasgo negativo es que, si bien los países emergentes mostraron una recuperación más veloz, lo cierto es que la situación internacional post-crisis sigue siendo una fuente de incertidumbre financiera y macroeconómica.

Dentro de este contexto, que presenta una combinación bastante novedosa de permanencia y cambio, para mantener los logros en cuanto a crecimiento con inclusión en las economías ricas en recursos y promover el crecimiento en las restantes, la productividad deberá mostrar una trayectoria de aumento robusto y sostenido y, para ello, es crítico recomponer la tasa de inversión que como ya se señalara sigue siendo baja en la región.



Es razonable pensar que, bajo estas circunstancias, las PFI podrían realizar un aporte al crecimiento. Esta sección está dedicada a reflexionar sobre este punto tomando como base el esquema conceptual del capítulo II.

## **A. Sobre el contexto regional, las necesidades de inversión y las PFI**

Una conclusión que se sigue del enfoque sistémico de las PFI que hemos presentado es que, para diseñar iniciativas de incentivo a la inversión, además de identificar las fallas de mercado, es fundamental tomar en cuenta la evolución estructural de la economía y el contexto organizacional e institucional de aplicación de las medidas. En función de esto, consideramos que los siguientes puntos son de relevancia cuando se observa la región desde el punto de vista de los desafíos que se plantean para la acumulación de capital.

### **1. La dualidad sigue siendo un rasgo característico de las economías de la región**

El proceso de crecimiento no ha removido rasgos heredados, como la heterogeneidad de las estructuras productivas; la convivencia de organizaciones modernas y tradicionales, y debilidades de orden sistémico, entre las que sobresalen —por su importancia para los incentivos a la inversión— el subdesarrollo financiero y las falencias en el clima de inversión (ver Fanelli, 2011).

Como vimos, la dualidad o heterogeneidad estructural hace que la rentabilidad neta de un proyecto de inversión dado, así como las consecuencias distributivas, no sean independientes del agente que lo lleva a cabo. Esto genera demandas de políticas de inversión que se orienten no tanto a “nivelar el campo de juego” como a “nivelar las capacidades de los jugadores”, de forma que todos estén en condiciones de jugar el partido (i.e. aprovechar las oportunidades de inversión que genera la aceleración del crecimiento).

Al diseñar las PFI habrá que tener presente, en consecuencia, no sólo las fallas de mercado y el clima de inversión sino, también, que la efectividad de los incentivos vía subsidios o desgravaciones estará en función de la capacidad de las organizaciones productivas y de su entorno (infraestructura e instituciones de coordinación de inversiones complementarias) para aprovecharlos. No hay que pasar por alto que las transformaciones estructurales que aceleran el crecimiento en economías duales tienen como característica distintiva facilitar la absorción del sector “tradicional” por el sector “moderno”.

### **2. El crecimiento de los emergentes causa transformaciones estructurales**

La aceleración del crecimiento en China y otros emergentes asiáticos benefició a los países que tienen una dotación de factores sesgada hacia recursos naturales (ver Sinnot, 2010). Pero este hecho implicó también:

- Una mayor competencia en los mercados de exportación de productos industriales, lo que indujo una cierta primarización exportadora en el sur y condiciones menos propicias para el desarrollo exportador basado en la maquila y zonas francas en América Central y el Caribe;
- La bonanza en el sector de recursos naturales genera efectos “colaterales” sobre la estructura económica, bajo la forma de enfermedad holandesa;
- El clima de inversión y el espacio fiscal pueden verse afectados por demandas de apropiación de rentas, creando síntomas de la “maldición de los recursos”.

Estos hechos sugieren que las políticas de promoción de la inversión en el sector transable deberían recibir especial atención y que el clima de inversión podría enrarecerse a pesar de la bonanza.

### **3. La demografía trae aparejados cambios en el proceso de ahorro-inversión**

La demografía importa para las PFI porque induce cambios significativos en el proceso de ahorro-inversión-financiamiento (ver Mason y Lee, 2011). Los países de mayor dimensión poblacional de América Latina están hoy gozando de la etapa del bono demográfico, que trae consigo un incremento en el tamaño de la PEA en relación con la población total así como una tendencia a la elevación de la tasa de ahorro. Esta situación, no obstante, dará paso en un futuro no lejano a una etapa de aumento de la tasa de dependencia debido al envejecimiento poblacional. Las PFI pueden aportar a la eficiencia de este proceso operando sobre la inversión porque:

- El bono demográfico genera en principio un mayor ahorro que debe ser bien utilizado hoy ya que, simplemente, no estará disponible en el futuro.
- Si la productividad de la inversión es baja en la etapa del bono, no habrá suficientes recursos para afrontar los gastos en salud y pensiones en la etapa de envejecimiento.
- Es de esperar que en el futuro el gasto en seguridad social de una sociedad que envejece compita con la inversión pública y con el uso de recursos para incentivar la inversión privada.

### **4. Las turbulencias financieras internacionales**

Los choques internacionales operan a través de varios canales sobre el proceso de inversión. En nuestro caso interesan, sobre todo, los que inciden sobre los incentivos para invertir, las condiciones de crédito y la volatilidad. Los incentivos para invertir operan con especial fuerza vía la IED y por lo tanto, afectan la eficacia de las PFI orientadas a promoverla. Las condiciones de crédito y la macroeconomía influyen sobre la inversión en la medida que son factores sistémicos. Asimismo, presionan sobre el espacio fiscal y un achicamiento de éste suele generar efectos de dominancia del ajuste fiscal sobre las PFI.

Este elemento del contexto tiene implicancias para el diseño de las PFI. Sería poco realista ignorar las fuentes de incertidumbre internacional pues pueden quitar efectividad a cualquier esquema de promoción del gasto de capital.

### **5. Positiva evolución de la distribución del ingreso**

Una última fuente de demandas para las PFI podría estar asociada con la positiva evolución de la distribución del ingreso y la pobreza. Como la región no había mostrado progreso en este aspecto en décadas, los hacedores de política están poco preparados para responder a las demandas de inversión asociadas con cambios sociales (menor pobreza, aparición de una “nueva” clase media). Es de esperar que, aún si mejoran las condiciones de vida y la exclusión se debilita, igualmente persistirán las restricciones en el acceso al crédito y las debilidades de organización que afectan a los agentes que cuentan con menores recursos.

Dedicamos lo que resta de esta sección a examinar con más detalle la forma en que las PFI podrían dar respuesta a las demandas que hemos identificado. Organizamos la exposición tomando como guía los temas sistematizados en el diagrama 1. En primer lugar ahondamos en las razones que justificarían en la actualidad destinar recursos fiscales a las PFI. En segundo lugar, examinamos qué factores sistémicos sería probable que incidan aumentando o disminuyendo la fuerza de los incentivos creados por las PFI. Concluimos con una evaluación del posible rol del espacio fiscal. Cabe señalar que el propósito de este ejercicio es heurístico: no pretendemos extraer conclusiones directamente aplicables para diseñar políticas en países específicos sino explorar qué líneas de investigación y reflexión podrían ser más fructíferas para dar fundamento al diseño de unas PFI armónicas con el crecimiento inclusivo.

## **B. La contribución de las PFI**

Varios de los factores que justifican recurrir a las PFI que hemos estudiado en el capítulo II, están presentes en las circunstancias actuales. Pero probablemente la justificación que goza de mayor consenso

a la hora de fundamentar por qué destinar instrumentos y recursos fiscales para promover la inversión es la empirista.

La justificación empirista, como vimos, considera que un bajo coeficiente de inversión es un obstáculo central para lograr el crecimiento sostenido. El punto es relevante porque a pesar del mayor crecimiento y las favorables condiciones externas de los dos mil para países exportadores de productos básicos la región muestra una tasa de inversión baja, sobre todo cuando se la compara con los países emergentes exitosos del Asia en su etapa de alto crecimiento (ver Banco Mundial, 1993; Jiménez, 2012).

Los efectos sobre la productividad de un coeficiente de inversión más bajo podrían, en parte, ser compensados por un mayor progreso técnico. Pero la visión empirista se refuerza, justamente, porque no hay señales de que el proceso de acumulación sea particularmente eficiente. La productividad total de los factores (PTF) ha tenido una trayectoria muy poco dinámica (Cavalcanti y Silva, 2011; Cavalcanti, Pessoa y Veloso, 2011; Jiménez, 2012). En realidad, la desalentadora evolución de la PTF probablemente no es independiente de la debilidad en la acumulación de capital. Aún cuando hay distintas explicaciones en la literatura respecto de los factores que inciden en la dinámica de la PTF, las características del proceso de acumulación de capital figuran sistemáticamente entre los factores que se destacan por su relevancia. En particular, mientras Summers afirma que la inversión en equipos de producción genera externalidades favorables al progreso técnico, otros estudios señalan que la acumulación de capital dinamiza las transformaciones estructurales que son necesarias para romper la dualidad y activar fuentes “ocultas” de crecimiento, asociadas con la subutilización del factor trabajo y las deficiencias organizacionales que generan trampas de pobreza (Ros, 2003; Widick, 2008 y Ianchovichina y Lundstrom, 2009).

Otro punto a favor de la justificación empirista es que el gasto público en bienes de capital se redujo luego de los ajustes y las reformas de los ochenta y los noventa y el esperado incremento compensatorio en la inversión privada no se produjo en la medida esperada, con los consiguientes efectos sobre la infraestructura (ver Agosin et al., 2009). Este hecho afecta directamente el coeficiente de inversión, pero también lo hace indirectamente: existen relaciones de complementariedad entre infraestructura e inversión privada. La preocupación sobre este punto en la región se expresa en el hecho de que se están implementando iniciativas al respecto; se destacan particularmente los recientes esfuerzos brasileños (Ver Almeyda y Cavalcanti, 2011).

Un coeficiente de inversión bajo, no obstante, podría ser “óptimo” en el sentido de que podría estar reflejando, simplemente, que la economía es de bajo crecimiento. Esto es difícil de sostener en América Latina, sin embargo, debido a que el coeficiente de inversión es bajo en un contexto en que *también* están presentes otros obstáculos que hemos visto que justifican recurrir a las PFI: fallas de mercado; heterogeneidad estructural y fallas de coordinación que limitan las complementariedades. Por ejemplo, sería difícil argumentar que el Estado o los particulares enfrentan una curva de oferta de crédito de largo plazo elástica o que la falta de infraestructura no limita la rentabilidad de los proyectos privados.

Cuando se observa el problema desde esta perspectiva, surge una de las implicancias de nuestro estudio que deseamos subrayar: se requiere un mayor esfuerzo analítico para articular la visión empirista que enfatiza que hay que incrementar el coeficiente *agregado* de inversión con la visión estructural que privilegia el papel de las PFI como dinamizadoras de las transformaciones en la estructura que son necesarias para mantener un ritmo sostenido de incremento de la PTF. Para llevar adelante esta articulación se requieren iniciativas orientadas tanto a emparejar el campo de juego (fallas de mercado) como a mejorar las capacidades de los agentes (fallas en la organización y restricciones en el entorno).

En función de las transformaciones que están en curso en la región, las PFI deberían tomar especialmente en cuenta dos procesos en su diseño: los cambios en el sector transable relacionados con el crecimiento de China y los emergentes y la transición demográfica.

La transición demográfica es una de las fuerzas de transformación estructural más importante entre las que están en operación en la región y, también, en la economía global (ver Mason y Lee, 2011; Cotlear, 2011). Las PFI son necesarias, en primer lugar, para ayudar a adaptar el perfil de la inversión a

las transformaciones domésticas (período de bono y posterior envejecimiento). Durante el bono, se incrementa la PEA y es crítico fomentar inversiones que creen empleo productivo y faciliten la formación de capital humano. Si esto no ocurriera, en la etapa posterior de envejecimiento se haría muy difícil satisfacer las demandas de salud y pensiones en una economía de baja productividad. En segundo lugar, como la transición demográfica global es asimétrica en el resto del mundo también se generan fondos de ahorro en busca de oportunidades de inversión y los esquemas de atracción de IED deberían tomarlo en cuenta en su diseño.

El tipo de iniciativas que es necesario diseñar para, simultáneamente, impulsar un aumento en el coeficiente de inversión y promover un cambio estructural que dinamice la PTF difiere en función de la dotación de factores y de la especialización en el comercio exterior. Esto es así porque esas características tienen un peso determinante sobre la rentabilidad de la inversión de cada sector y sobre la capacidad de las actividades transables para generar complementariedades.

En los países exportadores de productos básicos el choque de términos del intercambio puso en movimiento cambios estructurales que deben ser guiados a los efectos de evitar que las actividades transables no beneficiadas por el choque caigan presa de la “enfermedad holandesa”. En Brasil este efecto se potenció por los grandes descubrimientos de petróleo (ver Van der Ploeg y Venables, 2010; The Economist, 2011; OECD, 2011; Fanelli y Albrieu, 2011).

Los modelos de enfermedad holandesa mostraron que un *shock* favorable de recursos naturales puede inducir transformaciones estructurales en la economía en la medida que cambian el peso de los sectores no transables, transables dedicados a recursos naturales y resto de los transables. Los impulsos de cambio discurren por dos vías: el “efecto gasto” y el de “reasignación de recursos” (Corden, 1984; Corden y Neary, 1982). El efecto gasto se activa por el incremento en la riqueza y el ingreso, que aumentan la demanda agregada. El componente importado de la oferta agregada puede responder a este aumento de la demanda con cierta velocidad y sin que se produzcan variaciones de precios significativas porque la oferta de importaciones es muy elástica para un país pequeño. La oferta de no transables, en cambio, normalmente sólo puede satisfacer la expansión de la demanda a costos marginales crecientes, lo que se refleja en incrementos de precios. El movimiento de precios relativos en favor de los no transables se traduce en una apreciación del tipo de cambio y una pérdida de competitividad de los sectores transables que no forman parte del sector de recursos naturales favorecido por el *shock*. El efecto de reasignación de recursos se produce porque, al caer la rentabilidad relativa del segmento transable no especializado en recursos naturales, el capital, el trabajo y el financiamiento se reasignarán a favor del sector de recursos naturales y del no transable, lo que reducirá el tamaño del sector transable que no es de recursos naturales (la “industria”).

Si las actividades transables no beneficiadas por el choque de recursos naturales tienen potencial para generar externalidades y para inducir ampliaciones del sector moderno por la vía del auto-descubrimiento, las PFI deberían poner el foco en desarrollar esquemas de incentivos a las inversiones orientadas a amortiguar tanto el efecto gasto como el efecto reasignación de recursos que juegan a favor del sector no transable.

Bajo estas circunstancias, en los países de mayor tamaño y que cuentan con un cierto nivel de desarrollo industrial, las medidas de incentivo a la demanda de bienes de capital probablemente deberían complementarse con estímulos al sector productor de bienes de capital. Nótese que aunque este sector normalmente no pertenece al sector transable basado en recursos naturales, puede proveerlo de bienes de capital. Esto ocurre, por ejemplo, en el caso de la fabricación de maquinaria agrícola y las PFI podrían diseñarse de forma de reducir las trabas que encuentran las firmas para satisfacer el incremento de la demanda debido a fallas de mercado y limitaciones en su organización. Uno de los beneficios de adoptar una visión sistémica del problema es, justamente, que permite evaluar posibles oportunidades de complementación entre políticas, de forma de convertir una amenaza (la enfermedad holandesa) en una oportunidad.

Los desafíos son distintos para los países que no son exportadores netos de recursos naturales y que, en general, son más pequeños, tienen una presión tributaria menor y descansan más en las zonas especiales y en remesas como fuentes de divisas. En estas economías una amenaza permanente que

enfrenta el cambio estructural es el efecto “enclave” que impide el cambio estructural (McMillan y Rodrik, 2011). Dadas las limitaciones de ahorro y la debilidad de las organizaciones productivas, estas economías recurrieron de forma sistemática a las zonas francas, al turismo y la inversión extranjera directa como formas de dar impulso a la productividad. Aún cuando estas estrategias fueron capaces de generar “micro climas” favorables de negocios, no está claro que las zonas francas y el turismo tengan gran potencial para dinamizar el cambio estructural: tienen poca capacidad para generar complementariedades, aún cuando puedan ser efectivas para atraer inversiones del exterior (ver Hausmann, et al., 2007).

A la hora de evaluar el aporte posible de las PFI en estos países, son de utilidad los enfoques de “diagnóstico de crecimiento” (Hausmann et al. 2005) ya que no se trata de la situación típica de mitigar fallas de mercado sino de transformar estructuras económicas para promover el crecimiento; particularmente en un contexto en que las exportaciones asiáticas compiten con las de las zonas francas. Los estudios indican que en estos casos la restricción operativa está en el entorno y la capacidad de auto-descubrimiento de las firmas domésticas (ver, por ejemplo, Agosin et al., 2009; Hausmann y Rodrik, 2002).

Se sigue de lo anterior que la provisión de incentivos a la inversión no debe limitarse, meramente, a reducir los costos del capital o incrementar los beneficios. Las PFI deberían tener como complemento medidas para modernizar las organizaciones e incrementar su capacidad de auto-descubrimiento y de gestión de proyectos de inversión. También deberían complementarse las PFI con acciones fiscales para mejorar el entorno, orientadas a coordinar inversiones para el desarrollo de clusters, cadenas de valor y redes. Para una economía pequeña es fundamental ganar competitividad por la vía de integrarse en cadenas globales de valor tratando de escalar hacia las actividades más complejas (véase Kosakoff y Lopez, 2008; Nallari et. al, 2011). Otra forma de mejorar el entorno es invertir en infraestructura. Este punto se refuerza si se toma en cuenta, como ya dijimos, que los estudios sobre IED sugieren que el clima de inversión y la disponibilidad de infraestructura son determinantes más importantes que los incentivos tributarios en la toma de decisiones respecto de la localización de la inversión.

De lo anterior surge que los siguientes puntos relativos a las PFI merecerían un esfuerzo de investigación mayor:

- Articulaciones entre las PFI y las políticas de competitividad orientadas a evitar, sea la enfermedad holandesa, sea el efecto enclave. Alinear estas políticas podría ahorrar recursos y aumentar su efectividad.
- Iniciativas de construcción de infraestructura y de coordinación de inversiones explícitamente orientadas a evitar el efecto enclave y a integrarse en cadenas de valor global. Esto puede requerir, adicionalmente, medidas para incrementar el espacio fiscal en aquellas economías que tienen una baja presión tributaria (ver Clements et al., 2007).
- Políticas para complementar las medidas de fomento a la acumulación de capital con iniciativas destinadas a mejorar los esquemas de coordinación e incentivos de las organizaciones, tanto de las firmas como de los entes públicos, de forma de potenciar su capacidad de gestión de proyectos y de innovar. Por ejemplo, muchas veces los esquemas de beneficio a la inversión de las “PyMEs” no se articulan con evaluaciones de si ese segmento de empresas cuenta con un nivel en su organización que le permita gestionar proyectos de inversión. Lo mismo suele ocurrir en el nivel de los gobiernos municipales o provinciales (de Mello, 2010).
- Iniciativas para el desarrollo del sector productor de bienes de capital en países como Brasil, México y Argentina para reforzar —por el lado de la oferta y los encadenamientos productivos— los efectos positivos de los estímulos vía PFI por el lado de la demanda de bienes de capital.
- Articulación entre las necesidades de la transición demográfica y las PFI, de forma de adaptar los incentivos a las necesidades de inversión de una sociedad que envejecerá.

## C. ¿Cómo inciden los factores sistémicos?

### 1. Bajo nivel de desarrollo financiero y acceso al mercado de capitales

Como ya se mencionó, la región sigue estando financieramente subdesarrollada. Por ello es de esperar que el financiamiento seguirá constituyendo una importante restricción de orden sistémico para la inversión. También vimos que la línea divisoria entre las iniciativas orientadas a solucionar fallas financieras y las destinadas a optimizar la inversión es muy difícil de marcar. En relación con los temas sobre los cuales habría que acumular más conocimientos, destacaremos dos.

El primero es investigar iniciativas para lograr una mejor coordinación entre las medidas orientadas a paliar fallas de mercado financiero y medidas cuyo propósito es optimizar el proceso de inversión. Esto es necesario para reducir costos y optimizar el uso del espacio fiscal. Por ejemplo, es común que un banco de desarrollo de segundo piso tenga líneas de crédito para el financiamiento de pequeñas firmas que se solapan con otras medidas de promoción en el nivel de las secretarías o de los gobiernos subnacionales y que las líneas se diseñen sin tener en cuenta su consistencia con iniciativas de coordinación de inversiones, destinadas a formar clusters o a promover la integración en cadenas de valor. También se observan casos en que se diseñan políticas de incentivos específicos para incrementar los beneficios en determinadas inversiones, pero buena parte de los beneficiarios potenciales no cuentan con acceso al crédito para aprovechar el beneficio.

El segundo hecho se refiere a estudiar el desarrollo de esquemas para minimizar la posibilidad de que ocurran interacciones perversas entre políticas. Estas son comunes en las interacciones entre los planos macro y microeconómico. Es frecuente que se diseñen esquemas de incentivos que están orientados no tanto a paliar fallas de mercado que impiden la inversión, como a “arreglar” la macro con la micro. Por ejemplo, cuando se produce una apreciación de la moneda doméstica (algo que de hecho es hoy una amenaza para la región debido a la guerra de monedas), frecuentemente las consecuencias sobre la competitividad se tratan de paliar por la vía de subsidios generosos a la tasa de interés a través de la banca de fomento o desgravando la inversión en ciertos sectores transables afectados. Estas políticas reducen los recursos del espacio fiscal y convierten un problema de tipo de cambio en uno fiscal. De hecho, es en este tipo de situaciones cuando ciertos grupos de presión recurren a las PFI como pretexto para que las políticas públicas compensen “su” problema de competitividad al costo de desentenderse de los problemas de competitividad del resto. En este aspecto, el principio de atacar directamente la distorsión (macro) antes que compensar el efecto (micro) de esa distorsión parece razonable.

Otro tipo de interacción perversa se produce cuando, por presión de grupos de interés o por razones políticas, se dan incentivos financieros a la inversión productiva en la parte alta del ciclo, aumentando la probabilidad de que formen burbujas de activos.

Estos hechos sugieren que son necesarios estudios que permitan: a) distinguir entre las PFI de facilitación del cambio estructural asociadas con fenómenos de largo plazo como la enfermedad holandesa y el uso de medidas financieras pro-inversión para compensar desequilibrios macroeconómicos de corto plazo, que deberían evitarse; b) diseñar esquemas que impidan que las PFI terminen contribuyendo a generar burbujas de activos.

### 2. Deficiencias en el clima de inversión

Como fruto de las lecciones prácticas que dejaron los programas de reformas estructurales y de los aportes de la teoría institucional para la comprensión del proceso de gestación de políticas públicas (ver Acemoglu, 2008), hoy existe en un número de países de la región un mayor cuidado por mejorar las instituciones económicas y esto ha tenido influencia sobre la política fiscal. Muchos países han implementado reglas fiscales y mejoraron el proceso presupuestario mientras existe preocupación por preservar un clima propicio para la inversión. Pero la región como un todo, no obstante, está lejos de haber superado los problemas con el clima de inversión y los procesos de política. Hay administraciones que han elegido estrategias que asignan un lugar destacado a la discrecionalidad en el manejo de las

políticas y subsisten limitaciones en el marco institucional como deficiencias en la seguridad jurídica de los contratos e inestabilidad en políticas públicas relevantes para la inversión (ver Schwab, 2010).

Como se dijo, las falencias en el clima de inversión incrementan los costos de las PFI en la medida que se necesitan mayores estímulos para obtener una respuesta dada. Los estudios sobre el clima de inversión, no obstante, tienden a estar poco contextualizados y utilizan indicadores muy generales de calidad institucional. En el actual contexto regional, probablemente sería muy útil para el diseño de las PFI contar con aproximaciones que den mayor espacio a los problemas idiosincrásicos. En particular, el choque favorable que recibió el sector de recursos naturales ha reavivado los conflictos por la apropiación de rentas y, con ello, la probabilidad de que las economías sean afectadas por la “maldición de los recursos” (ver Sinnot et al., 2010; Collier y Goderis, 2007).

Las PFI quedan involucradas en este cuadro porque las mismas podrían ser utilizadas como un instrumento más en la puja por apropiación de rentas. Esta posibilidad limita mucho los grados de libertad para implementar necesarias medidas de incentivo para el sector transable, orientadas a amortiguar los síntomas de enfermedad holandesa o efectos de enclave. De aquí que un tema que requiere mayor examen es cómo diseñar esquemas de monitoreo y de protección de la transparencia que permitan distinguir las meras demandas por apropiación de rentas de necesidades legítimas de apoyo a la inversión transable. El punto de partida es tomar en cuenta las lecciones que surgen de la literatura: siempre existen incentivos para desviar recursos a otros usos y los actores interesados han mostrado gran creatividad; los subsidios a la inversión se desaconsejan a favor de esquemas atados a la realización efectiva de la inversión, como la amortización acelerada; los gastos tributarios atados a la promoción de inversiones deben monitorearse ya que pueden entronizarse por largos períodos erosionando la sustentabilidad fiscal y generando efectos distributivos adversos.

### 3. Macroeconomía

La crisis financiera de 2008-9 instaló una nueva realidad en el mundo desarrollado, signada por la fragilidad financiera y fiscal y por la debilidad del crecimiento. Estos hechos son una amenaza para la macroeconomía de la región en la medida que: se generan incentivos para incrementar el proteccionismo; podría profundizarse una guerra de monedas que ya está teniendo efectos sobre la competitividad de varios países de la región; los flujos de capital son más inestables en función de la volatilidad de las expectativas sobre la evolución futura de Europa y Estados Unidos; y las tensiones en el mercado de trabajo —sobre todo en Estados Unidos— presionan a la baja las remesas, aumentando la vulnerabilidad de países que dependen significativamente de ellas para cerrar la brecha externa, como El Salvador o República Dominicana.

El contexto de incertidumbre internacional incrementa la rentabilidad social del esfuerzo por mantener la estabilidad macroeconómica y, por ende, de dedicar una mayor porción del espacio fiscal a ese objetivo. Bajo estas circunstancias, es de esperar que exista siempre la posibilidad de que las políticas de ajuste dominen a las PFI. Esta restricción es exógena al diseño de las PFI y genera la necesidad de estudiar los canales a través de los cuales las políticas de promoción podrían verse afectadas ante distintos escenarios.

Una amenaza adicional para las PFI son las estrategias de arreglar la micro con la macro, ya comentadas, que pueden dañar la efectividad y la percepción de la opinión pública sobre los verdaderos objetivos de la promoción de inversiones. La meta de compensar una distorsión de origen macroeconómico con medidas que operan en el nivel microeconómico es errada. Las medidas de promoción, obviamente, no pueden llegar a todos los agentes afectados, digamos, por una tasa de interés excesiva o un tipo de cambio no competitivo. Si el sector público tuviera la capacidad de mitigar los efectos de distorsiones macroeconómicas operando en el nivel micro, la distorsión no sería macroeconómica.

## D. Manejo del espacio fiscal y PFI

Dado que el coeficiente de inversión pública es bajo en la región, iniciativas que lleven a un incremento de la inversión pública podrían realizar una contribución de peso para dar respuesta a los requerimientos de los cambios estructurales en curso. El problema de infraestructura no es menor: Lucioni (2009) llega a la conclusión de que el producto de la región sería actualmente tan intensivo en infraestructura como lo era en los años ochenta. Con variaciones, en función del sector que se trate, los latinoamericanos dispondrían actualmente, con excepción del sector telecomunicaciones, de una dotación de infraestructura para el transporte y la generación de energía eléctrica similar a la existente en esos años. Perotti y Sanchez (2011) realizan un cálculo del grado de rezago que mantiene la infraestructura regional y llegan a la conclusión de que el esfuerzo requerido es enorme<sup>4</sup>. Hay tres puntos a remarcar en relación con esto.

El primero es que la inversión pública tiene un rol para evitar que se profundicen los síntomas de enfermedad holandesa y en canalizar los recursos hacia el sector transable no especializado en recursos naturales. Según Van der Ploeg y Venables (2010), la probabilidad de que una economía desarrolle la enfermedad holandesa será mayor cuanto menor sea la “capacidad de absorción” de los nuevos recursos creados por el choque y la calidad y disponibilidad de servicios de infraestructura es uno de los componentes clave de esa capacidad. El segundo es que las decisiones de inversión del sector público en educación y salud son vitales para aprovechar el bono demográfico y para prepararse para la etapa de envejecimiento. El tercero es que, como surge de Lucioni (2009), los servicios de infraestructura tales como la energía eléctrica, los transportes, las telecomunicaciones, el abastecimiento de agua y el saneamiento son fundamentales no sólo para el crecimiento sino, también, para la inclusión y, por ende, para mantener los progresos recientemente registrados en los aspectos distributivos.

De nuestra discusión previa surge que una condición necesaria es contar con espacio fiscal suficiente. La región muestra dos limitaciones importantes en este sentido. La primera es que, aunque hay excepciones destacadas como las de Argentina y Brasil, en promedio los países de la región recaudan poco, tanto en relación con sus necesidades como respecto a su grado de desarrollo (Gómez Sabaini et al., 2009). Además, los ingresos tributarios son volátiles y están influidos por choques externos (y lo mismo ocurre con el gasto en países importadores de energía). La segunda es que el acceso a financiamiento de los países y, por ende, del sector público tiene un carácter fuertemente procíclico. Estos rasgos hacen que la dimensión del espacio fiscal disponible sea muy cambiante y ello afecta a las PFI no sólo por las restricciones de liquidez que generan sino también porque obligan a retrasos en las obras e interrupciones que erosionan la credibilidad de las políticas.

Una estrategia que podría ampliar la inversión en infraestructura sin presionar excesivamente sobre el espacio fiscal son las asociaciones público privadas. Las asociaciones público privadas son contratos entre el Estado y organizaciones privadas que tienen por objeto proveer bienes o servicios públicos aportando activos reales y financieros y públicos y privados y compartiendo el riesgo del emprendimiento (ver Jiménez, 2012). En relación con esto, Lucioni (2009) hace notar que los países del Sudeste Asiático han desplazado a América Latina como destino principal de las inversiones privadas en infraestructura y que este hecho es desalentador en la medida que, agotado el proceso de privatizaciones de los años noventa, las asociaciones públicas privadas son actualmente un mecanismo importante de que disponen los gobiernos y el sector privado para crear nueva infraestructura.

No hay que olvidar, sin embargo, que el tamaño del espacio fiscal no es independiente de la eficiencia con que se lo utiliza. De aquí que sea central que el sector público desarrolle métodos para evaluar el impacto de las PFI sobre los objetivos buscados, tomando en cuenta los costos de las políticas. Para estar en línea con una visión sistémica, la evaluación del impacto debe incluir no sólo los efectos

---

<sup>4</sup> Según estos autores, sería necesario invertir anualmente en torno al 5,2% del PBI regional (unos 170.000 millones de dólares de 2000) para dar respuesta a las necesidades que surgirán de las empresas y los consumidores finales de la región entre los años 2006 y 2020, mientras que si lo que se quiere es alcanzar los niveles de infraestructura per cápita de un conjunto de países del sudeste asiático las cifras anuales requeridas para igual período ascenderían al 7,9% del PBI (unos 260.000 millones de dólares de 2000). La inversión de la región se ubica hoy en torno de 2% del PBI regional.



sobre la inversión sino, también, sobre la formación de capacidades de los agentes y sobre la capacidad del sector público para actuar en la coordinación de inversiones complementarias. Ya hemos visto en el capítulo II que cada instrumento de promoción tiene tanto virtudes como defectos, pero es necesario contar evaluaciones más precisas de impacto. Una dificultad central para implementar mecanismos de evaluación de impacto es la falta de métodos confiables para cuantificar la relación entre incentivo tributario e inversión. Los trabajos econométricos y los ejercicios de simulación están lejos aún de aportar herramientas aplicables en la práctica y las encuestas a empresarios pueden tener un componente de subjetividad importante (ver Roca, 2010). Esta limitación le asigna relevancia a los enfoques más cualitativos y centrados en: a) estudios de casos y experiencias; b) el análisis de consistencia interna entre instrumentos y objetivos buscados; c) la evaluación de las condiciones del contexto (efectos de complementariedad, compatibilidad con otras políticas y con el entorno macroeconómico).

En relación a las cuestiones que merecerían un esfuerzo de investigación para facilitar el diseño de las PFI, sobresale la necesidad de estudiar:

- Mecanismos que brinden mayor flexibilidad al sector público para adaptar recursos e instrumentos frente a cambios abruptos en las condiciones de acceso al financiamiento, sobre todo externo.
- Reglas fiscales que combinen mecanismos anti-cíclicos con esquemas de protección de la inversión pública en la parte baja del ciclo, cuando la recaudación y el financiamiento se reducen.
- Medidas para ampliar el espacio fiscal y/o movilizar recursos privados por la vía de asociaciones público privadas para satisfacer las demandas de infraestructura que generan los cambios estructurales en curso.
- Mecanismos para coordinar, dentro del espacio fiscal, las decisiones del nivel central de gobierno y los gobiernos sub nacionales.
- Métodos para evaluar el impacto de las PFI que abarquen no sólo los efectos sobre la formación de capital sino, también, sobre la formación de capacidades de los agentes y sobre la capacidad de coordinación de inversiones complementarias.

## IV. Comentarios finales

---

En este trabajo hemos reflexionado sobre cómo debería ser el contenido de una agenda para las PFI, si la meta fuera contribuir a sostener el incipiente proceso de crecimiento inclusivo que se observó en la región en la primera década del siglo. Con tal objetivo, presentamos y discutimos un enfoque sistémico de las PFI que busca superar el enfoque tradicional —que enfatiza las fallas de mercado y el cálculo de bienestar—, para incorporar una visión más amplia del proceso de inversión que incluye la dualidad estructural, las fallas en las organizaciones y las variables institucionales.

Este ejercicio nos permitió identificar en el último capítulo una serie de iniciativas que podrían integrar una “nueva agenda” para las PFI, adaptada a los desafíos que la región enfrenta hoy en una economía global que está experimentando profundas transformaciones estructurales relacionadas con el surgimiento de China y los emergentes asiáticos y con la transición demográfica a nivel global y que, además, muestra un mundo desarrollado de evolución incierta, lo que podría resultar en una fuente de restricciones sistémicas a la inversión si se agravaran los desequilibrios financieros y macroeconómicos.

Una ventaja del enfoque sistémico y de crecimiento inclusivo es que pone en primer plano la posibilidad de explotar la heterogeneidad estructural para dinamizar el cambio estructural por la vía de integrar el sector tradicional en el moderno (véase Ros, 2003; Lin, 2012), lo cual, además, está en línea con los objetivos del crecimiento inclusivo respecto de reducir la marginalidad y la pobreza.

El enfoque sistémico obliga a complementar las PFI orientadas a nivelar el campo de juego con otras que se propongan mejorar la capacidad de los jugadores para aprovechar oportunidades de inversión y para coordinarse entre sí en los casos que existan externalidades y encadenamientos a explotar en el proceso de acumulación.

Así, en el diseño de las PFI, se hace necesario ampliar el rango de cuestiones consideradas para tomar en cuenta que:

- No sólo las fallas de mercado sino también el resto de las restricciones organizacionales e institucionales generan impedimentos a la acumulación de capital, por lo que las PFI deben tener un componente de construcción de capacidades organizacionales y de generación de un clima propicio para la inversión mediante mejoras en el marco institucional.
- El éxito de una iniciativa fiscal de estímulo a la inversión puede depender de que la misma esté coordinada de manera consistente con otras; esto es así en especial cuando varios proyectos de inversión deben complementarse para conseguir los resultados buscados o cuando es necesario romper una trampa de pobreza que limita la acumulación; es tan importante incluir incentivos a la inversión como mejorar las capacidades públicas para coordinar inversiones.
- Hay gastos de capital que son particularmente importantes porque cumplen al mismo tiempo varias funciones, como es el caso especial de la infraestructura que tiene potencial para inducir complementariedades, coordinar inversiones y crear oportunidades de inversión para el sector privado; el gasto en bienes de capital producidos domésticamente también puede ser un factor de creación de eslabonamientos más ricos.
- La importancia de la inversión pública en infraestructura pone en primer plano la necesidad de crear suficiente espacio fiscal y coordinar las acciones de los entes estatales que operan a diferentes niveles de forma de optimizar el uso de los recursos públicos.

Al discutir los elementos de una nueva agenda, también tratamos de identificar un número de cuestiones relacionadas con estos temas que demandan un mayor esfuerzo de investigación y estudio a los efectos no sólo de lograr un mejor diseño de las PFI sino, también, de articularlas más eficientemente con otras políticas públicas relativas a la competitividad, la distribución y la ampliación del espacio fiscal.

Antes de concluir nos gustaría volver a llamar la atención sobre una cuestión: más allá de los puntos que hemos señalado al tratar los problemas de implementación y el clima de inversión, en este trabajo no hemos abordado de forma sistemática las implicancias de economía política que un enfoque sistémico, por su propia esencia, reclama. Por ello vale la pena subrayar tres puntos para terminar.

- Las políticas públicas en general —y, por ende, las PFI— son el resultado de un proceso y no un acto autónomo y unilateral de la autoridad fiscal. Este hecho es relevante porque la eficacia de los instrumentos fiscales no es independiente de su credibilidad, la credibilidad es una función de la continuidad esperada de las políticas y esa continuidad depende de que el proceso de políticas tenga calidad suficiente como para garantizar la sustentabilidad financiera y política de las iniciativas.
- La credibilidad se refuerza cuando las iniciativas se plantean con claridad, mostrando los dilemas entre objetivos que están involucrados y los riesgos asumidos por el sector público al promover inversiones (por ejemplo, vía pasivos contingentes y gastos tributarios). Ayudaría, en relación con esto, implementar mecanismos rutinarios para evaluar el impacto de las PFI tanto sobre objetivos específicos (la formación de capital y el reforzamiento de capacidades) como sistémicos (la productividad total de los factores y la inclusión).
- La legitimidad, la transparencia y la responsabilidad inciden en la calidad de las PFI. Uno de los avances más espectaculares en la región fue la generalizada recuperación de la democracia ocurrida en los últimos treinta años. En una sociedad democrática, las etapas de formulación y evaluación de las políticas requieren debate público y parlamentario para cimentar la legitimidad, mientras que la etapa de implementación demanda transparencia y responsabilidad en el uso de los recursos públicos (Ver Scartascini et al., 2010; Fanelli y Tommasi, en prensa).

## Bibliografía

---

- Acemoglu, Daron (2008), “Growth and Institutions”, en Durlauf, Steven y Lawrence E. Blume, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Second Edition, 2008.
- Afonso A. y J. Tovar Jalles, (2011). *Linking Investment and Fiscal Policies*. Lisboa: School of Economics and Management, Technical University of Lisboa, Working Papers.
- Agosin M., E. Fernandez-Arias y F. Jaramillo (2009) (Eds.), *Growing Pains: Binding Constraints to Productive Investment in Latin America* (pp. Ch. 3, 111-164). Washington, D.C: IDB.
- Almeida, M. y J.C. Cavalcanti (2011) “Mitos sobre os Fatores que Limitam o Crescimento do Brasil e o Programa Brasil Melhor”, <http://www.joserobertoafonso.ecn.br/attachments/article/2073/Artigo%20Mansueto%20e%20JCC.pdf>.
- Albrieu, R. y J.M. Fanelli (2011), “Notas sobre macroeconomía y opciones de política: la Argentina y Brasil comparados”, *Boletín Informativo Techint*, Nro 335, Mayo.
- Banco Mundial (1993), *The East Asian Miracle. Economic Growth and Public Policy*. World Bank Policy Research Report, editado por Oxford University Press.
- Borensztein, E.;Cowan, K.; Eichengreen, B., y U. Panizza (2008), *Bond Markets In Latin America : On The Verge Of A Big Bang?* MIT Press.
- Calderón Alcas, Romy (2005) “La banca de desarrollo en América Latina y el Caribe”, *Serie Financiamiento del desarrollo*, N° 157, CEPAL, Santiago de Chile.
- Cavalcanti Ferreira, P y L. Silva (2011), “Structural Transformation and Productivity in Latin America” *Fundación Getulio Vargas, Ensaios Economicos da EPGE*, 724.
- Cavalcanti Ferreira, P.; Pessôa, S. y F. Veloso (2011), “On The Evolution of TFP in Latin America”. *Fundación Getulio Vargas, Ensaios Economicos da EPGE*, 723.
- Clements, B., Faircloth C. y M. Verhoeven. (2007). *Public Expenditure in Latin America: Trends and Key Policy Issues*. Washington: IMF Working Paper, WP/07/21.

- Collier, P. y B. Goderis, (2007), "Commodity Prices, Growth, and the Natural Resource Curse: Reconciling a Conundrum," The Center for the Study of African Economies, University of Oxford.
- Corden, W. M. (1984). "Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation," Oxford Economic Papers, Oxford University Press, vol. 36(3), pags. 359-80, Noviembre.
- Corden, W.M. y J.P. Neary (1982). Booming sector and de-industrialisation in a small open economy, Economic Journal, 92, 825-848.
- Cotlear, Daniel (Ed.) (2011), Population Aging Is Latin America Ready?, Washington, The World Bank.
- Das, U. S.; Papapioannou, M., Pedras G., Ahmed, F. y J. Surti. (2010). Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications. Washington: IMF Working Paper, WP/10/280.
- De Mello, Luiz (2010) "Fiscal Decentralisation and Public Investment: The Experience of Latin America", OECD Economics Department Working Papers, No. 824, OECD publishing.
- Duflo, Esther (2011), "Balancing growth with equity: the view from Development", trabajo preparado para The Jackson Hole 2011 symposium.
- Fanelli, José María (Ed.) (2007), Understanding Market Reform in Latin America. Similar Reforms, Diverse Constituencies, Varied Results (Editor) New York: Palgrave-Macmillan.
- Fanelli, José María (2011) "Domestic Financial Development in Latin America", en The Oxford Handbook of Latin American Economics, Editado por José Antonio Ocampo y Jaime Ros, Oxford Handbooks in Economics, Oxford University Press, 2011.
- Fanelli, J.M. y J.P. Jiménez (2010), "Volatilidad macroeconómica y espacio fiscal en América Latina". En PensamientoIberoamericano, vol. 6.
- Fanelli, J.M. y Tommasi, M. (en prensa) "Instituciones y Políticas Económicas" en Acuña, Carlos (Ed.), *Instituciones y Política en la Argentina*, Buenos Aires, Siglo XXI.
- Forteza, Alvaro y Mariano Tommasi (2006) "On the Political Economy of Pro-Market Reform in Latin America", en Fanelli, José M. y Gary McMahon (Ed.) (2006), Understanding Market Reforms, Vol. 2. New York: Palgrave-Macmillan.
- Gemmell, Norman. (2001). Fiscal Policy in a Growth Framework. United Nations University-Wider, Discussion Paper No. 2001/84.
- Gómez Sabaini, J.C., J. P. Jiménez y D. Rossignolo (2009), "Imposición a la renta personal y equidad en América Latina: Nuevos desafíos" trabajo preparado para el 21 Seminario Regional de Política Fiscal ILPES/CEPAL, Santiago de Chile, enero 26 al 29.
- Hatano, Toshiya (2010). "Crowding-in Effect of Public Investment on Private Investment", Public Policy Review, Vol. 6, No.1, enero, pp. 105-110.
- IMF (International Monetary Fund) (2004). Public Investment and Fiscal Policy. Washington: marzo 12.
- Hausmann R. y D. Rodrik (2002) "Economic Development as Self-Discovery," NBER Working Papers 8952, National Bureau of Economic Research.
- Hausmann, R.; Rodrik, D. y Velasco, A. (2005), "Growth Diagnostics." Cambridge, MA: The John F. Kennedy School of Government, Harvard University, March. <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/barcelonasep20.pdf>.
- Hausmann, R., J. Hwang y D. Rodrik (2007), "What you export matters", Journal of Economic Growth, vol. 12, nº 1.
- Heller, P. (2005). "Understanding fiscal space". IMF Policy Discussion Paper. Disponible vía Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2005/pdp04.pdf>.
- Heller, P.; Katz, M.; Debrun, X.; Thomas, T.; Koranchelian, T. e I. Adenauer (2006). "Make Fiscal Space happen!" UNU-WIDER Research Paper N°2006/125.
- Hermes, N. y R. Lensink. (2001). Fiscal Policy and Private Investment in Less Developed Countries. United Nations University-Wider, Discussion Paper No. 2001/32.
- Ianchovichina E. y S. Lundstrom (2009), "Inclusive Growth Analytics. Framework and Application", The World Bank, Policy Research Working Paper # 4851.
- IDB (Inter-American Development Bank) (2005), Unlocking Credit. The Quest for Deep and Stable Bank lending, Baltimore, The Johns Hopkins University Press IDB.
- IMF (International Monetary Fund) (2004). Public Investment and Fiscal Policy. Washington: Marzo 12.
- International Policy Center for Inclusive Growth (2011) "Dimensions of Inclusive Development", Poverty in Focus Number 23.
- James, Sebastian (2009), "Incentives and Investments: Evidence and Policy Implications", International Financial Corporation, The World Bank.
- Jiménez, Juan Pablo y Andrea Podestá (2009), "Inversión, incentivos fiscales y gastos tributarios en América Latina", CEPAL, Serie macroeconomía del desarrollo, Nro. 77.

- Jiménez, Juan Pablo (2012), “La inversión en América Latina: rasgos estilizados de su evolución, requerimientos para el crecimiento y aspectos de una estrategia para fortalecer su financiamiento”, mimeo, CEPAL.
- Kosacoff, B. y A. López (2008), “América Latina y las cadenas globales de valor: debilidades y potencialidades”, Universia 2008, George Washington University, vol. 2, n° 1.
- Lee, R. y A. Mason (2011) *Population Aging and the Generation Economy*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Lin, Justin Yifu (2012). *New Structural Economics. A Framework for Rethinking Development and Policy*. Washington: The World Bank.
- Lipsey, Richard, (2006) “Reflections on the General Theory of Second Best at its Golden Jubilee”, versión revisada de la nota presentada en el 62nd Congress of the International Institute of Public Finance.
- Lipsey, Richard, G. Kenneth I. Carlaw y Clifford Bekar. (2005). *Economic Transformations: General Purpose Technologies and Long-Term Economic Growth*. Oxford: Oxford University Press.
- Lopez, Humberto J. (2004) “Pro-poor growth: a review of what we know (and of what we don’t), The World Bank (PRMPR), <http://www.eldis.org/vfile/upload/1/document/0708/DOC17880.pdf>.
- López-Calva, L. F. y N. Lustig (2010), *Declining Inequality in Latin America: A Decade of Progress?* Brookings Institutions Press y UNDP.
- Lucioni, Luis (2009), “La provisión de infraestructura en América Latina: tendencias, inversiones y financiamiento”, Serie Macroeconomía del Desarrollo No 72, CEPAL
- Luporini V. (2010) “Macroeconomic Volatility and Policy Response: the Case of Brazil”, trabajo preparado para el Seminario sobre “Macro volatility and fiscal space”, ECLAC, Santiago, Chile, agosto 2010.
- McMillan M. y D. Rodrik (2011), “Globalization, Structural Change and Productivity Growth”, NBER, Working Paper 17143.
- Nallari, R., S. Yusuf, B. Griffith, y R. Bhattacharya (2011) *Frontiers in Development Policy. A Primer on Emerging Issues*, Washington, The World Bank.
- OECD (2011), *OECD Economic Surveys: Brazil 2011*, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/econ-surveys-bra>.
- Perrotti. D. E. y R.J. Sánchez (2011), “La brecha de infraestructura en América Latina y el Caribe”, Serie Recursos Naturales e Infraestructura, No 173, CEPAL.
- Roca, Jerónimo (2010), “Evaluación de la efectividad y eficiencia de los beneficios tributarios”, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington.
- Rodrik, Dani (2004), “Industrial Policy for the Twenty-First Century”, paper prepared for UNIDO, September.
- Ros, Jaime (2003), *Development Theory and the Economics of Growth*, Ann Arbor, The University of Michigan Press.
- Scartascini, Carlos, Pablo Spiller, Ernesto Stein y Mariano Tommasi (Ed) (2010), *El juego político en América Latina ¿Cómo se deciden las políticas públicas?* Washington, BID-Mayol Ediciones.
- Sen, Amartya (2000), *Desarrollo como Libertad*. Editorial Planeta.
- Shah, Anwar (Ed.) (1995), *Fiscal Incentives for Investment and Innovation*, Oxford University Press.
- Schmukler, S. y A. de la Torre (2007), *Emerging Capital Markets and Globalization. The Latin American Experience*, Washington, World Bank.
- Schwab, K. (2010). *The Global Competitiveness Report 2010-2011*. Geneva: World Economic Forum.
- Sinnot, Emily, John Nash y Augusto de la Torre, (2010), “Natural Resources in Latin America and the Caribbean Beyond Booms and Busts?”, Washington, Banco Mundial.
- Tanzi, V. y H. Zee (2001). *Tax Policy for Developing Countries*. IMF Marzo.
- The Economist, “Filling up the future”, November 5th 2011.
- Turra, C. M., B Queiroz, y E. Rios-Neto (2011) “Idiosyncrasies of International transfers in Brazil, in Lee, R. y A. Mason (2011) *Population Aging and the Generation Economy*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Van der Ploeg, F. y A. J. Venables (2010) “Absorbing a Windfall of Foreign Exchange: Dutch Disease Dynamics”, University of Oxford and CEPR, [http://www.vwl.unibe.ch/research/seminar/pdf/prof\\_rick\\_van\\_der\\_ploeg\\_2010-11-01.pdf](http://www.vwl.unibe.ch/research/seminar/pdf/prof_rick_van_der_ploeg_2010-11-01.pdf).
- Wydick, Bruce (2008), *Games in Economic Development*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Zee, H., J. Stotsky y E. Ley (2002), “Tax Incentives for business Investment: A primer for Policy Makers in Developing Countries”, *World Development*, Vol. 30, No. 9 pp. 1497-1516.





NACIONES UNIDAS

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)

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.
113. Evaluando la equidad vertical y horizontal en el impuesto al valor agregado y el impuesto a la renta: el impacto de reformas tributarias potenciales. Los casos del Ecuador, Guatemala y el Paraguay, Michel Jorratt (LC/L.3347), 2011.
112. Macroeconomic challenges of fiscal decentralization in Latin America in the aftermath of the global financial crisis, Teresa Ter-Minassian y Juan Pablo Jiménez (LC/L.3337), 2011.
111. El financiamiento de los gobiernos subnacionales en América Latina: un análisis de casos, Juan Carlos Gómez Sabaíni y Juan Pablo Jiménez (LC/L.3336), 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:.....