



Ciclo económico e inversión

En el capítulo anterior se analizaron los determinantes del crecimiento a largo plazo y se describieron la importancia del cambio estructural como un factor clave del aumento de la productividad, la demanda agregada y el empleo, y las variables que definen un patrón virtuoso de crecimiento. Las fuerzas que gobiernan el comportamiento de la economía a largo plazo redefinen los patrones de inserción internacional y las brechas tecnológicas y de productividad, tanto externas (es decir, frente a los países desarrollados) como internas (es decir, al interior de las economías latinoamericanas, en las que una gran proporción del empleo sigue siendo generada por actividades de muy baja productividad). Asimismo, se hizo hincapié en que la diversificación de la economía es necesaria para absorber amplios contingentes de trabajadores en actividades de creciente productividad y, por esa vía, reducir la desigualdad mediante la convergencia de capacidades e ingresos laborales.

Pero este proceso de largo plazo no es independiente de los choques y las fluctuaciones de corto plazo, particularmente en un mundo en el que la volatilidad ha tendido a agudizarse, pues los ciclos de corto plazo se superponen e interactúan con la transformación estructural. Como se señala en el capítulo I, esas fluctuaciones son determinadas, en parte, por choques externos que afectan la matriz productiva, que a su vez define la tasa de crecimiento de equilibrio de largo plazo.

Cuando ocurren choques externos positivos, la economía puede elevar temporalmente su tasa de crecimiento. El desafío que se plantea en relación con las políticas macroeconómica y de cambio estructural, en el contexto del predominio de la balanza de pagos, es absorber los choques externos de tal forma que la abundancia exógena y temporal de recursos se transforme en un proceso endógeno de construcción de capacidades y cambio estructural. Esta competitividad auténtica permitiría aumentar y diversificar las exportaciones y financiar las importaciones necesarias para un rápido crecimiento. Al mismo tiempo, las políticas de manejo de la demanda agregada pueden evitar que los choques externos provoquen desequilibrios que se acumulen y culminen en crisis graves, como las que muchas economías de la región vivieron en los años

ochenta, finales de los noventa y comienzos de la década de 2000. El manejo de los efectos de los choques en lo que respecta a los macroprecios (tasa de interés, tipo de cambio, salarios), la demanda y la inversión, teniendo en cuenta no solo sus efectos en el crecimiento y el empleo de corto plazo sino también en la estructura productiva, es uno de los desafíos fundamentales de la gestión macroeconómica con fines de desarrollo.

El capítulo se organiza de la siguiente manera. En la sección A se analizan las características que adopta el ciclo económico en la región; se identifican los ciclos, su duración e intensidad, y se comparan con los de otras regiones del mundo. Se demuestra que en la región el proceso expansivo se interrumpe tempranamente y que las expansiones tienden a ser más cortas en América Latina y el Caribe. La brevedad del ciclo refleja la incapacidad de la estructura productiva de aprovechar internamente —mediante encadenamientos, efectos de arrastre y círculos virtuosos— los impulsos dinámicos generados por la expansión. Como se indica en los capítulos I y II, la estructura productiva de la región no permite desarrollar una dinámica interna virtuosa entre el aumento de la productividad y la expansión del empleo. Se analiza también el cambio de la tendencia del crecimiento en los años ochenta, fenómeno que permite resaltar los efectos negativos de largo plazo causados por la contracción de la inversión durante la crisis de la deuda externa, en un mundo en que las capacidades tecnológicas están en permanente mutación.

En la sección B se muestra cómo los diversos choques externos han contribuido a aliviar o agudizar las presiones sobre la balanza de pagos y cómo han dado origen a fluctuaciones y modificado la tendencia de crecimiento de la región. En esa sección se analizan también los movimientos de capital y se reconoce la importancia de los cambios institucionales registrados en la economía internacional desde que se puso fin al régimen de Bretton Woods y el sistema de tipos de cambio fijos en 1973, y en las economías de la región después de las reformas y las aperturas comercial y financiera de los años ochenta y noventa.

En la sección C se describe la dinámica del comercio y de los términos de intercambio, que ha influido en la estructura productiva de la región y generado una tendencia a la reprimarización de las exportaciones en economías exportadoras de recursos naturales. En este contexto, se destaca el creciente impacto del crecimiento de China en los precios de las materias primas agrícolas y minerales y la composición de las exportaciones.

En la sección D se examinan las tendencias de la inversión como variable clave que vincula el corto plazo y el largo plazo. La inversión es el eslabón que materializa los encadenamientos productivos y tecnológicos que se traducen en crecimiento. La débil respuesta de la inversión a los ciclos expansivos y su notable descenso en las fases de contracción explican la extrema lentitud del cambio estructural y los débiles efectos de arrastre para el resto de la economía. También se hace referencia a los bajos niveles de inversión que han predominado desde la crisis de los años ochenta, a pesar de la recuperación de los últimos años. La inversión pública se ha visto especialmente afectada por las medidas de ajuste, lo que genera un importante problema de coordinación en el sistema económico, por tratarse de una variable clave para la atracción de inversiones privadas y la superación de las restricciones al crecimiento, fenómeno particularmente importante en los sectores de infraestructura.

En la sección E se estudian las características y la dinámica de los flujos de inversión extranjera directa (IED) en la región y se demuestra que esta no es solo una fuente de ahorro, sino también un factor de creciente importancia en actividades vinculadas a los recursos naturales, al aprovechamiento del mercado interno y a las plataformas de exportación. Al mismo tiempo, se destaca el escaso peso

que tiene la región como destino de inversiones orientadas a la búsqueda de recursos productivos calificados para realizar actividades avanzadas de investigación, desarrollo e innovación.

En la sección F se examinan la dinámica y la estructura del ahorro, y se hace una distinción entre sus fuentes internas y externas, privadas y públicas. Finalmente, la sección G está dedicada a un análisis microeconómico, en el que se compara la rentabilidad de las mayores empresas de la región. Como se demuestra en esa sección, la rentabilidad empresarial refuerza el patrón de especialización dominante, por lo que constituye, en última instancia, una fuerza que reproduce los problemas de creación de empleo y mala distribución del ingreso, con sus secuelas para la igualdad.

A. El ciclo económico en la región

La dinámica del crecimiento económico de los países de la región entre los años 1990 y 2010 presenta un importante componente cíclico, dependiente de los choques externos, sobre todo de los vinculados al acceso a liquidez internacional y a las variaciones de los términos de intercambio, como también de las políticas procíclicas. La evolución del PIB estuvo más vinculada a las variaciones de los términos de intercambio en los períodos 1970-1979 y 2003-2007, mientras que los choques relacionados con los flujos financieros fueron más comunes a fines de los años setenta y en los períodos 1980-1990 y 1991-2002. En 2008-2010 se dio una conjunción de ambos fenómenos (CEPAL, 2010b).

La vulnerabilidad ante los choques se ha visto amplificada por una liberalización de los flujos de capital y una institucionalidad macroeconómica débil, que no ha desarrollado mecanismos de protección contra los primeros. Más aun: salvo en el caso de la recesión de 2008-2009, la región ha enfrentado tradicionalmente los choques externos con políticas procíclicas, las que se examinan en detalle en el capítulo IV.

A partir del análisis de la dinámica de las distintas etapas de los ciclos en el período 1990-2010, en el cuadro III.1 se observa que la duración promedio de las fases recesivas en América Latina y el Caribe, tanto a nivel regional como subregional, es similar a las de los demás países considerados en la muestra (alrededor de cuatro trimestres) (véanse Pérez-Caldentey y Pineda, 2010 y Titelman, Pineda y Pérez-Caldentey, 2008)¹. En América del Sur, la recesión promedio tiene una duración de 5,6 trimestres, mientras que en Centroamérica y la República Dominicana la duración es menor (3,0 trimestres).

Por el contrario, las fases expansivas son más cortas en América Latina y el Caribe que en otras regiones incluidas en la muestra. La diferencia es particularmente importante (12 trimestres o más) respecto de los países de Asia oriental y el Pacífico, y los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). La dificultad de las economías de la región para prolongar las fases de expansión ha limitado su capacidad de revertir los efectos de las recesiones en la estructura productiva, lo que se relaciona con el bajo crecimiento promedio de los últimos 20 años.

¹ Mediante la utilización de un método estándar expuesto en la literatura sobre los ciclos económicos, se identificaron los puntos de inflexión (máximos y mínimos) de la serie del PIB en términos reales por niveles, utilizando datos trimestrales de una muestra de 59 países correspondientes al período 1990-2010. Los puntos de inflexión permitieron identificar las fases de expansión y contracción del PIB. Posteriormente, se estimó la duración e intensidad de las fases de expansión y contracción de la actividad económica de países, regiones y subregiones. La duración se refiere a la persistencia de la fase contractiva entre los puntos de inflexión y de la fase expansiva, en tanto que la intensidad se refiere a la variación de la actividad económica entre los puntos de inflexión. En el anexo II.1 se identifican las regiones y países considerados y se presenta una descripción detallada de la metodología.

Cuadro III.1
DURACIÓN E INTENSIDAD DE LAS FASES DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN DEL PIB REAL POR NIVELES,
REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS, 1990-2010

	Expansión		Contracción	
	Duración (en trimestres)	Intensidad de la variación al alza (en porcentajes del PIB)	Duración (en trimestres)	Intensidad de la variación a la baja (en porcentajes del PIB)
América del Sur	19,9	27,5	5,6	-8,0
Centroamérica y República Dominicana	20,5	26,3	3,0	-3,3
México	23,0	25,6	4,3	-8,0
Brasil	14,3	15,6	2,8	-3,0
América Latina y el Caribe	19,7	25,3	3,8	-6,2
Asia oriental y el Pacífico	31,5	42,4	3,6	-9,4
Europa oriental y Asia central	29,1	52,3	4,0	-12,2
Países miembros de la OCDE	34,0	29,8	4,3	-5,1

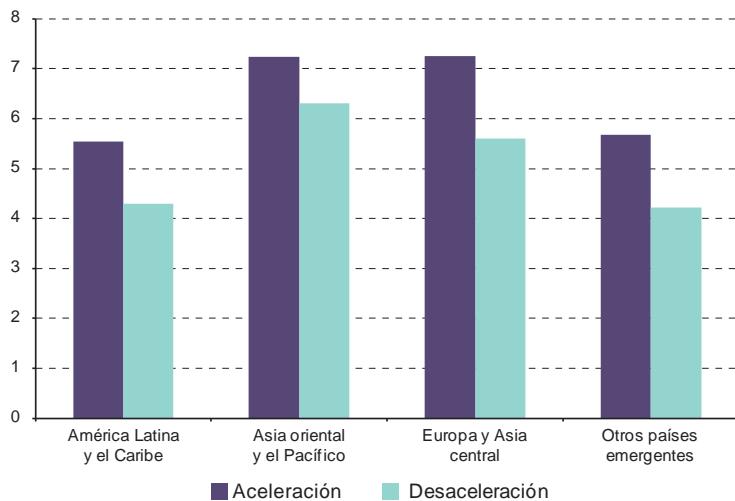
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

Como se indica en algunos análisis descritos en la literatura sobre los ciclos económicos (Male, 2011; Harding y Pagan, 2005), la intensidad de la contracción es, en general, mayor en los países en desarrollo que en los desarrollados. En la fase recesiva del ciclo, la caída promedio en América del Sur y en México es de un 8,0%, mientras que Centroamérica y la República Dominicana presentan una reducción mucho menor. Esta diferencia obedece al hecho de que los efectos de las crisis más fuertes e intensas del período considerado —la crisis mexicana (1994-1995), la crisis asiática (1997-1998), la crisis rusa (1998) y la crisis argentina (2001-2002)— se focalizaron o tuvieron su epicentro en México o América del Sur. Los países de Asia oriental y el Pacífico experimentaron contracciones de intensidad similar a los países de América del Sur (Titelman, Pineda y Pérez Caldentey, 2008).

La intensidad de las fases expansivas muestra importantes diferencias entre regiones. En Asia oriental y el Pacífico el PIB crece en promedio un 42,4% durante la fase de expansión, que dura casi 32 trimestres (ocho años), mientras que en América Latina y el Caribe la tasa de crecimiento del PIB en la fase expansiva es de apenas un 25,3% y la duración de la fase es inferior a 20 trimestres.

En conjunto, la duración e intensidad de las fases expansivas en América Latina y el Caribe tienden a ser menores que en otras regiones; el contraste es particularmente notorio en comparación con Asia oriental y el Pacífico, región que presenta expansiones más sostenidas y duraderas. Estas conclusiones se confirmán cuando se distingue a lo largo de la expansión una fase de aceleración (expansión del PIB a tasas crecientes) y una fase de desaceleración (expansión del PIB a tasas decrecientes) (véase el gráfico III.1). América Latina y el Caribe muestra el crecimiento promedio más bajo de todas las regiones en ambas fases. En la etapa de aceleración este es de un 5%, mientras que en Asia oriental y el Pacífico asciende al 7% y en los demás países emergentes es de un 6%.

Gráfico III.1
REGIONES EN DESARROLLO: TASA DE CRECIMIENTO ANUAL PROMEDIO DEL PIB DURANTE LAS FASES DE ACCELERACIÓN Y DESACELERACIÓN EN LA ETAPA EXPANSIVA DEL CICLO, 1990-2010
(En porcentajes, datos trimestrales)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

A nivel subregional se observa un comportamiento diferenciado (véase el cuadro III.2). América del Sur, seguida por Centroamérica y la República Dominicana, muestra la mayor capacidad para aprovechar la fase de aceleración. En el otro extremo se encuentran el Brasil y México, que presentan una capacidad limitada para acelerar el crecimiento en esa fase.

Cuadro III.2
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL PROMEDIO DEL PIB EN EL CICLO EXPANSIVO, 1990-2010
(En porcentajes)

Subregión o país	Aceleración	Desaceleración
América del Sur	5,8	4,5
Centroamérica y República Dominicana	5,6	4,1
México	4,3	3,6
Brasil	4,4	3,5

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

El análisis de las fluctuaciones de los componentes del PIB por el lado de la demanda muestra que en la fase recesiva la contracción de la inversión es muy superior a la de los demás componentes (véase el cuadro III.3). Además, la inversión presenta un claro comportamiento asimétrico, ya que cae más intensamente en la fase recesiva del ciclo que lo que aumenta en la fase ascendente. Esta dinámica es particularmente aguda en el caso de la inversión pública en infraestructura, cuya tasa de reducción supera en más de 12 veces la del PIB. Como se indica más adelante, esta inversión acaba siendo una variable de ajuste en las fases de contracción. El consumo del gobierno también es marcadamente procíclico, rasgo que caracteriza el comportamiento del conjunto de las variables fiscales hasta el año 2007.

Cuadro III.3
AMÉRICA LATINA: DURACIÓN E INTENSIDAD DE LA VARIACIÓN DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA EN RELACIÓN CON EL PIB, EN LAS FASES DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN, 1990-2007^{a b c}
(Datos trimestrales)

Componentes de la demanda agregada	Fase de expansión		Fase de contracción	
	Duración (duración de la expansión igual a 1)	Intensidad de la variación al alza (variación del PIB igual a 1)	Duración (duración de la contracción igual a 1)	Intensidad de la variación a la baja (variación del PIB igual a 1)
Consumo privado	1,0	1,3	0,9	1,3
Consumo del gobierno	0,6	1,3	1,1	4,2
Inversión	0,7	2,5	1,2	5,3
Inversión pública en infraestructura	-	1,9	-	13,5
Exportaciones	0,9	1,9	1,1	2,9
Importaciones	0,6	2,1	1,1	4,2

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

^a En los cálculos se tomaron en consideración datos correspondientes a 11 países de América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, México, Paraguay, Perú, República Dominicana y Venezuela (República Bolivariana de) (véase el anexo II.1).

^b En las columnas "Duración" los valores corresponden al cociente entre el número de trimestres de expansión o contracción de cada componente de la demanda y el número de trimestres de expansión del PIB.

^c En las columnas "Intensidad" los valores corresponden al cociente entre el cambio porcentual de cada componente de la demanda y el cambio porcentual del PIB.

La contracción de la inversión tiene efectos de corto plazo en la demanda agregada y el empleo e influye también en la trayectoria de largo plazo de la economía, pues implica un menor crecimiento del acervo de capital, que merma la capacidad de la economía de generar empleos y mantenerlos; a la vez, tiene un efecto negativo en la productividad por el hecho de posponer la adopción de métodos de producción basados en un uso más intensivo de capital y tecnología².

En la industria manufacturera de cinco países de la región (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México) la disminución de la productividad del trabajo en relación con el PIB en la fase contractiva supera en duración e intensidad a la recuperación en la fase expansiva en el período 1970-2008. En la fase contractiva la productividad cae en promedio tres veces más que el PIB, mientras que en la fase expansiva el aumento de la productividad es del orden de la mitad del crecimiento del PIB (véase el cuadro III.4). Esto puede considerarse una asimetría de la ley de Kaldor-Verdoorn, ya que los efectos positivos del aprendizaje en el auge son menos fuertes que la pérdida de capacidades y los efectos negativos en la recesión.

² Véase el análisis de los posibles efectos a largo plazo de la caída de la inversión en OCDE (2009).

Cuadro III.4
AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): DURACIÓN E INTENSIDAD DE LAS FASES
DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN DEL CICLO DE PRODUCTIVIDAD LABORAL DEL
SECTOR MANUFACTURERO EN RELACIÓN CON EL PIB, 1970-2008

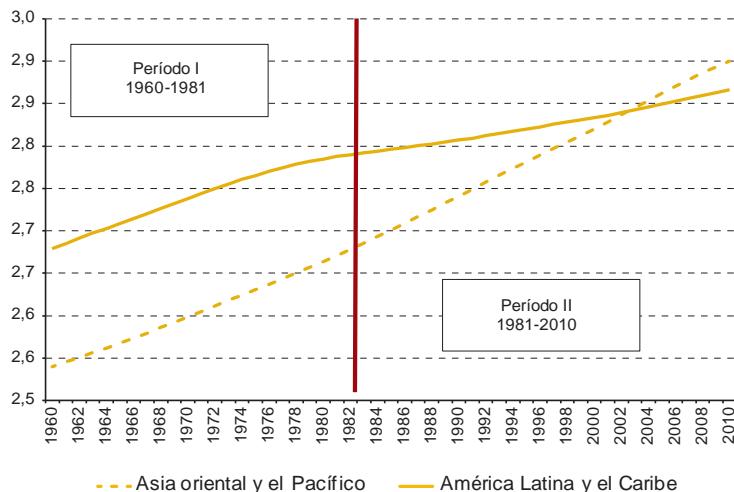
	Expansión		Contracción	
	Duración	Intensidad	Duración	Intensidad
Argentina	0,5	0,7	1,0	3,0
Brasil	0,4	0,4	1,3	5,9
Chile	0,3	0,4	1,0	2,1
Colombia	0,4	0,2	1,5	2,0
México	0,6	0,6	0,8	2,4
Promedio	0,4	0,5	1,1	3,1

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Programa de Análisis de la Dinámica Industrial (PADI), 2011.

En América Latina y el Caribe, la inversión y la estructura productiva se han visto muy afectadas durante las crisis, lo que ha deteriorado su capacidad de crecimiento. El descenso del PIB de tendencia no solo refleja fases expansivas más cortas, sino principalmente los efectos negativos de la dinámica del ciclo en la estructura productiva. En el gráfico III.2 se presenta el PIB de tendencia para América Latina y el Caribe y la subregión de Asia oriental y el Pacífico en el período 1960-2010. Los países de esta última fueron capaces de sostener una trayectoria de expansión creciente del PIB durante todo el período. En cambio, en el caso de América Latina y el Caribe se observa un quiebre estructural en los años ochenta. La tendencia del PIB entre 1960 e inicios de la década de 1980 (período I) es similar a la de la región de Asia oriental y el Pacífico. Luego, a partir de la “década perdida”, esta tiende a disminuir y no se recupera en los años noventa y la primera década de 2000, lo que supone tasas de crecimiento menores que las observadas antes de la crisis de la deuda (período II). Esencialmente, se trata de una diferencia entre un modelo virtuoso, como el aplicado por Asia oriental, región en la que se dio un cambio estructural positivo, y el modelo de la región, que ha seguido el patrón determinado por sus ventajas comparativas estáticas. Más allá de la duración de las fases del ciclo, lo que importa son las medidas que se toman en cada caso para transformar el patrón de especialización y la estructura productiva. El comportamiento cíclico de la región y las repercusiones que ha tenido en la trayectoria del crecimiento plantea desafíos para el diseño de políticas, tema que se analiza en el capítulo VI.

Los efectos persistentes de la crisis de la deuda se reflejan en el quiebre estructural de la tendencia y en el hecho de que las políticas económicas aplicadas en las dos décadas posteriores a la crisis no los revirtieron. Incluso en la etapa de crecimiento más dinámico registrado en América Latina y el Caribe en los últimos treinta años, el período 2003-2008, los países de la región, con escasas excepciones, no lograron revertir el quiebre estructural y mejorar la tendencia. Una situación diferente se observa en Asia. La crisis de 1997, una de las más fuertes que han afectado a los países de Asia oriental, no modificó la trayectoria del PIB de tendencia.

Gráfico III.2
PIB DE TENDENCIA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y ASIA ORIENTAL
Y EL PACÍFICO, 1960-2010^a
(Datos anuales en logaritmos)^b



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, "World Development Indicators" y "Global Finance" [en línea] <http://www.gfmag.com/>.

^a La región de Asia oriental y el Pacífico incluye 22 naciones, entre ellas China, el Japón, la República de Corea y Singapur.

^b Método Hodrick-Prescott.

En síntesis, la dinámica del ciclo tiene varias características específicas en la región. En primer lugar, los períodos expansivos no se sostienen, lo que se traduce en fases más cortas de crecimiento económico. En segundo término, las tasas de inversión se reducen considerablemente en los períodos de recesión, pero no aumentan con la misma intensidad en las fases expansivas. Por último, y en relación con lo anterior, las contracciones más intensas de las tasas de inversión tienen efectos persistentes a largo plazo, como lo demuestra el quiebre de la tendencia en los años ochenta.

B. Los choques financieros externos

Debido a la globalización financiera y al mayor acceso al financiamiento internacional, los choques financieros externos han adquirido más importancia como factores explicativos de la dinámica cíclica de corto plazo (Moreno-Brid, 1998, 2002; Barbosa-Filho, 2002). Si bien la evolución de la elasticidad de las importaciones es un reflejo de los determinantes estructurales de la tasa de crecimiento a largo plazo, no implican la existencia de límites infranqueables a corto plazo (McCombie y Thirlwall, 1999). La tasa de crecimiento de largo plazo puede incrementarse a corto o mediano plazo si la economía tiene acceso fluido al financiamiento externo o los términos de intercambio registran un cambio favorable.

En la presente sección se examinan el aumento de la importancia de los flujos financieros internacionales en lo que respecta al ciclo y la volatilidad en la región, así como el cambiante papel de las diferentes formas de ingreso de capitales a lo largo del tiempo. En el apartado 1 de esta sección B se demuestra que a partir de las reformas económicas iniciadas a mediados de los años ochenta, algunas de las cuales ya se habían intentado a finales de los años setenta en América del Sur y que implicaron grados crecientes de liberalización comercial y financiera, se observa una

marcada influencia de los movimientos de capital en el PIB regional. En el apartado 2 se analizan los cambios de la composición de estos movimientos, entre otros la pérdida de importancia del endeudamiento externo en la primera década del presente siglo, la mayor gravitación de la IED y las inversiones de cartera, y el papel clave que han desempeñado las remesas de los emigrantes en algunos países, en particular los de Centroamérica.

1. La apertura financiera

El fin del régimen cambiario de Bretton Woods y las importantes transformaciones que ocurrieron en la segunda mitad de los años setenta en la economía mundial, período en el que los bancos privados internacionales reciclaron “petrodólares” y eurodólares y los transfirieron a las economías en desarrollo, redefinieron la modalidad de inserción externa de América Latina y el Caribe. La región pudo acceder a las fuentes privadas de financiamiento y reducir la dependencia de las fuentes multilaterales³. Estos cambios en el contexto externo tuvieron como contrapartida cambios en la institucionalidad dentro de la región. A mediados de los años setenta las economías más cerradas a los flujos de capital, como las de América del Sur, hacen los primeros intentos de liberalización financiera, cuyos efectos se revierten debido a la crisis de la deuda de los ochenta. El endeudamiento externo produjo desequilibrios crecientes que hicieron insostenible la integración buscada, tal como lo anunciara el título del clásico texto de Díaz-Alejandro (1985) “Good-bye financial repression, hello financial crash”.

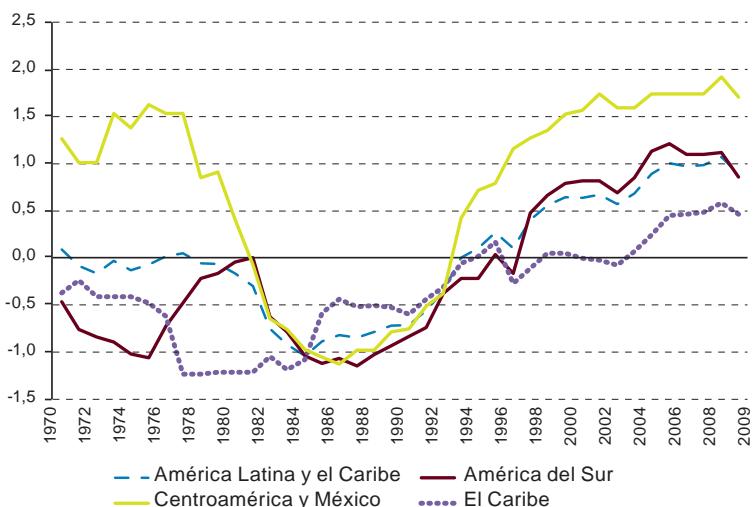
En los años noventa vuelve a adquirir impulso la tendencia a la apertura financiera, como se observa en el gráfico III.3, en el que se presenta el índice Chinn-Ito⁴. El índice, que había disminuido durante la crisis de la deuda, aumenta a partir de la década de 1990 en América Latina y el Caribe y supera los valores de los años setenta a mediados de los noventa (Stiglitz y otros, 2006)⁵. Esta evolución es generalizada y se observa en toda las subregiones, aunque menos intensamente en el Caribe, en el que recién en la década de 2000 el grado de apertura retoma los valores de los años setenta. Como consecuencia de este proceso, la cuenta financiera de las economías de América Latina y el Caribe registró el más alto grado de apertura de todas las economías en desarrollo a fines de la década de 2000 (véase el cuadro III.5), mientras que en Centroamérica y la República Dominicana los valores se aproximan a los de las economías desarrolladas. Paralelamente a la creciente apertura financiera, en la región se produjo un aumento de los activos denominados en moneda extranjera, que representaron el 18%, el 15% y el 17% del PIB en América del Sur, Centroamérica y México, y el Caribe, respectivamente.

³ En este documento se considera que la apertura financiera consiste en la desregulación y eliminación de las barreras impuestas a los movimientos de capital, en tanto que la integración financiera se refiere al grado en que se materializa esta apertura en términos de flujos.

⁴ El índice de Chinn-Ito (KAOPEN), desarrollado por Chinn e Ito (2006), mide el grado de apertura de la cuenta financiera de un país. Este índice se basa en variables ficticias (*dummy*) que codifican las restricciones impuestas a las transacciones transfronterizas consideradas en el *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* del Fondo Monetario Internacional.

⁵ En América del Sur, tanto la liberalización financiera de los años setenta como el retroceso de los años ochenta se producen un poco más tarde que en las demás subregiones.

Gráfico III.3
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: ÍNDICE DE CHINN-ITO DE APERTURA FINANCIERA, 1970-2009



Fuente: "The Chinn-Ito Index" [en línea] http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.

Cuadro III.5
ÍNDICE ESTANDARIZADO DE APERTURA FINANCIERA, POR REGIONES, 2006-2009^a

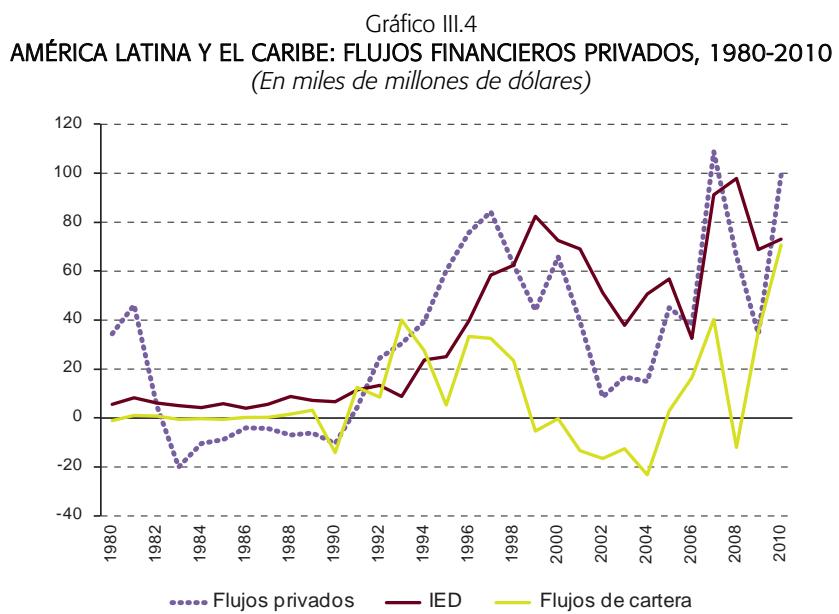
	2006	2007	2008	2009
Asia oriental y el Pacífico	0,20	0,21	0,38	0,32
Europa oriental y Asia central	0,15	0,15	0,29	0,20
América Latina	0,55	0,56	0,60	0,50
Centroamérica y República Dominicana	0,72	0,73	0,82	0,73
Oriente Medio y África septentrional	0,16	0,16	0,17	0,16
Asia del sur	0,03	0,03	0,14	0,10
Países desarrollados	0,82	0,84	0,82	0,82

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de "The Chinn-Ito Index" [en línea] http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.

^a Índice Chinn-Ito estandarizado de 0 a 1. Los valores más altos indican una mayor apertura financiera. No se incluye el Caribe, en vista de que los datos son incompatibles.

La creciente liberalización financiera ha redundado en un aumento del grado de sincronización entre los ciclos de liquidez de algunas economías centrales —fundamentalmente las de los Estados Unidos y Europa— y las fluctuaciones económicas de los países de la región (Rigobon, 2002). En el gráfico III.4 se observa que los auges y las contracciones de la entrada de capital externo se relacionan positivamente con los períodos de auge y contracción de la actividad económica, aunque con un cierto rezago.

La apertura financiera también intensificó la volatilidad; de hecho, la identificación y cuantificación de los choques financieros indican que su frecuencia e importancia se intensificaron a partir de la apertura comercial y financiera de los años noventa (Titelman, Pineda y Pérez Caldentey, 2008). La creciente volatilidad de la segunda mitad de los años noventa y la segunda mitad de la década de 2000 no solo es una característica de los flujos financieros, sino que también afecta el comportamiento de la IED.



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook*, 2011.

A partir de mediados de los años ochenta y hasta la crisis asiática (1997-1998), se produjo un aumento tendencial de los flujos financieros privados encabezados por los recursos correspondientes a IED, para lo cual, en varios países fueron fundamentales los procesos de privatización de grandes empresas públicas en la década de 1990. Esta expansión representó el reingreso de América Latina al mercado de capitales internacionales luego de la crisis de la deuda, facilitado tanto por los procesos internos de reforma y la estabilidad como por la renegociación de la deuda externa. La aplicación del Plan Brady ofreció un alivio con respecto a los compromisos externos, en claro contraste con las condiciones extremadamente desventajosas predominantes en los años ochenta⁶. También se produjo un cuantioso ingreso de capitales en la fase de expansión del período 2004-2008, el de mayor crecimiento de América Latina y el Caribe en las últimas tres décadas. En esos años, el saldo de los movimientos de capital se elevó de 8.700 millones de dólares a 72.300 millones de dólares y ascendió a 112.500 millones en 2007 (CEPAL, 2011b).

2. Impacto interno de la volatilidad financiera externa

La profundización de la globalización financiera en las últimas décadas ha sido un factor determinante de los ciclos de auge y recesión en la región. Esta ha traído aparejado un aumento de la influencia de los mercados financieros internacionales en los mercados locales y una agudización de la incidencia de las fluctuaciones causadas por cambios en el ambiente financiero mundial. Fuera del posible aporte de este proceso al financiamiento de la inversión, varios países se han visto expuestos a crecientes fluctuaciones del acceso a recursos financieros externos, frecuentemente derivada de euforias insostenibles, seguidas de fenómenos de pánico y comportamientos de manada de los agentes externos. Esto se ha visto facilitado por la insuficiente regulación y supervisión, tanto en mercados de países desarrollados como en los mercados

⁶ El Plan Brady fue una estrategia aplicada a finales de la década de 1980, con el propósito de reestructurar la deuda externa contraída por los países en desarrollo con bancos comerciales y el servicio de esta.

mundiales. En algunos casos, estas fluctuaciones han sido causadas por episodios de incertidumbre con respecto a la capacidad de pago de los países de la región y, más recientemente, de los países de la zona del euro.

Las fluctuaciones del escenario financiero externo han tenido diversas manifestaciones, que varían según el grado de exposición a los flujos financieros más volátiles, situación que tampoco ha sido homogénea en la región. Las consecuencias para la economía de los países también han sido variadas y dependientes de los mecanismos internos de propagación de los choques, uno de cuyos aspectos claves es el grado de profundización de los mercados financieros.

Para estimar el grado de exposición a las fluctuaciones financieras externas es necesario contar con cifras sobre la posición neta de los países, en términos de activos y pasivos externos, que en general no se encuentran disponibles. En su reemplazo, en CEPAL (2011b) se utilizan indicadores de las fuentes de financiamiento externo de la región correspondientes a flujos y que, por lo tanto, se traducen en variaciones netas de algunos instrumentos financieros. Entre ellos se destacan especialmente los flujos netos de inversión en cartera y los pasivos de otras inversiones por parte de no residentes (créditos comerciales y préstamos entre bancos centrales, entre otros), que presentan el nivel más alto de volatilidad. En el cuadro III.6 se presenta una clasificación de los países de la región de acuerdo al grado de profundización financiera (que influye en la propagación de las fluctuaciones externas en las economías) y al grado de exposición a las fluctuaciones financieras externas en el período 2007-2009.

Cuadro III.6
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CLASIFICACIÓN DE LOS PAÍSES POR GRADO DE EXPOSICIÓN
A LOS COMPONENTES MÁS VARIABLES DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO Y EL GRADO
DE PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA, 2007-2009

	Países con menor exposición	Países con mayor exposición
Menor profundización del sistema financiero	Guyana Granada Suriname Trinidad y Tabago Bolivia (Estado Plurinacional de) Paraguay Ecuador Guatemala Honduras Venezuela (República Bolivariana de) Argentina República Dominicana y Haití	Antigua y Barbuda Dominica Belice Jamaica Saint Kitts y Nevis San Vicente y las Granadinas Santa Lucía Uruguay Perú
Mayor profundización del sistema financiero	México	Barbados Brasil Chile Colombia Panamá Bahamas

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

Cuando se pasa del cuadrante superior izquierdo al inferior derecho (es decir, de los países con menor exposición a los flujos de capital y baja profundización financiera a los que presentan

un mayor nivel en ambas variables), cambian sustancialmente las fuentes de los choques externos. En los países del primer grupo, con menor profundización financiera y menos expuestos, los choques externos provienen principalmente de la demanda externa (quántum y precios de bienes y servicios) y no de los mercados financieros. Al aumentar la profundización financiera interna y la inserción financiera externa, la volatilidad de los mercados financieros se suma a la de los mercados externos de bienes y servicios. La política fiscal y cambiaria son determinantes en la gran mayoría de países, pero aquellos que presentan una mayor profundidad financiera pueden adoptar políticas monetarias y financieras, incluidas las de regulación macroprudencial, que los doten de mayores márgenes de acción frente a los choques externos.

3. La composición de los flujos financieros externos

Las corrientes de capital privado (“corrientes de capital no oficial”, según la terminología técnica) se han ido constituyendo en la fuente más importante de financiamiento externo para la región. Actualmente representan más del 80% de los flujos financieros privados recibidos por los países emergentes y más del 90% del total en el caso de América Latina y el Caribe. El principal componente de los flujos de capital son las corrientes de inversión extranjera directa, que representan, en promedio en la última década, cerca del 42% del total en los países en desarrollo y un 52% del total en la región (véase el cuadro III.7). Por su parte, los flujos de inversión de cartera han aumentado en las últimas dos décadas, hasta representar el 7% del total de las corrientes de capital percibidas por la región. Luego de Asia y el Pacífico, América Latina y el Caribe es la región más dependiente del financiamiento proveniente de estos flujos de corto plazo. Los ingresos por concepto de deuda externa de América Latina experimentaron un marcado descenso desde comienzos de la década de 1990 hasta el año 2010, del 30,1% al 5,6%. Además, en la región se observa un aumento significativo de los ingresos correspondientes a remesas de emigrantes⁷, que junto con la inversión extranjera directa se han convertido en un componente importante de los recursos financieros externos. Las remesas representan el 31,2% del total de estos flujos financieros y superan el 10% del PIB en algunas economías de Centroamérica y el Caribe.

La participación de la IED ha tendido a aumentar en las últimas dos décadas, mientras perdía importancia el endeudamiento externo, lo que queda de manifiesto en los cambios en la relación entre el valor de la deuda y la suma de la deuda más el acervo de IED. Tanto cuando se considera a América Latina y el Caribe en su conjunto como a sus subregiones por separado, se observa una baja de esta relación en la última década.

En el gráfico III.5 se muestra la caída de la suma de los pagos externos por intereses y la remisión de utilidades para el conjunto de la región en el largo plazo. Esta tendencia se da también en todas las subregiones, excepto el Caribe. El pago de intereses de la deuda externa tendió a reducirse en la década de 2000, al tiempo que la remisión de utilidades y dividendos de las empresas transnacionales a sus casas matrices aumentó del 5% del valor de las exportaciones al 17%. En el marco de esta tendencia, la Argentina, Nicaragua, Panamá y Venezuela (República Bolivariana de) son los países en los que más disminuyó el peso de los intereses medido como porcentaje de las exportaciones. Por otra parte, los países en los que más ha aumentado la importancia de las remisiones de utilidades y dividendos son Chile, Colombia, el Perú, el Uruguay y algunas economías del Caribe.

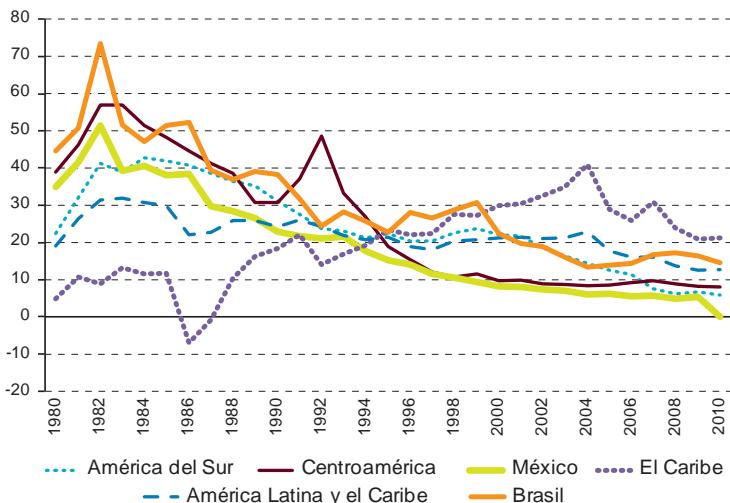
⁷ En el cuadro III.6 se incorporan las remesas de emigrantes a los ingresos financieros, debido a su creciente importancia como fuente de recursos externos para muchos países de la región.

Cuadro III.7
COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS EXTERNOS Y LAS REMESAS, 1970-2010
(En porcentajes del total)

	1970-1980	1981-1990	1991-2000	2001-2010
Inversión extranjera directa	7,3	13,6	28,5	42,2
Asia oriental y el Pacífico	8,0	18,0	57,9	53,5
Europa y Asia central	0,8	9,5	17,3	40,9
América Latina y el Caribe	9,3	29,2	41,2	52,1
Oriente Medio y África septentrional	6,2	5,1	10,3	32,8
África subsahariana	12,3	6,2	15,6	31,9
Deuda externa	58,0	32,6	18,8	10,8
Asia oriental y el Pacífico	54,3	50,6	15,1	10,3
Europa y Asia central	72,4	9,7	34,8	33,7
América Latina y el Caribe	80,3	35,6	30,1	5,6
Oriente Medio y África septentrional	38,0	30,7	5,1	-0,1
África subsahariana	45,2	36,1	8,7	4,7
Asistencia oficial para el desarrollo	26,7	26,1	25,2	15,2
Asia oriental y el Pacífico	35,3	20,2	11,9	4,0
Europa y Asia central	9,3	12,9	24,8	6,9
América Latina y el Caribe	8,8	18,0	6,2	4,4
Oriente Medio y África septentrional	40,9	27,7	27,7	20,7
África subsahariana	39,0	51,5	55,3	40,1
Inversiones de cartera	0,0	0,4	5,0	4,8
Asia oriental y el Pacífico	0,0	1,1	2,3	8,3
Europa y Asia central	0,0	0,2	2,4	2,4
América Latina y el Caribe	0,0	1,0	9,5	6,7
Oriente Medio y África septentrional	0,0	0,2	1,2	0,5
África subsahariana	0,1	-0,5	9,7	6,2
Remesas de trabajadores	8,0	27,4	22,5	26,9
Asia oriental y el Pacífico	2,4	10,0	12,7	23,8
Europa y Asia central	17,5	67,6	20,6	16,0
América Latina y el Caribe	1,6	16,2	13,0	31,2
Oriente Medio y África septentrional	14,9	36,3	55,7	46,1
África subsahariana	3,4	6,7	10,7	17,2

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

Gráfico III.5
PAGO DE INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA Y REMISIÓN DE UTILIDADES Y DIVIDENDOS,
1980 A 2010
(En porcentajes de las exportaciones)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

En resumen, pese a la expansión de la oferta de recursos externos, la transferencia neta de recursos ha sido negativa, dado que las salidas superan los ingresos, con la excepción de Centroamérica (véase el cuadro III.8). En el caso de América del Sur, esto refleja resultados favorables en el comportamiento de la balanza comercial, asociados al auge de los productos básicos. La combinación del acceso al capital internacional, la mejora de los términos de intercambio y la mayor disciplina fiscal permitió que América del Sur profundizara la apertura financiera en la década de 2000, conforme a una lógica diferente a la predominante en los años noventa. El acceso a los mercados financieros internacionales se volvió menos segmentado y la subregión logró reducir los niveles de riesgo (Damill y Frenkel, 2011). En los países de Centroamérica y del Caribe la situación fue diferente, en particular en estos últimos. El elevado endeudamiento externo, unido al deterioro de los términos de intercambio, agravó su fragilidad externa en los últimos años, lo que los ha obligado, en algunos casos, a recurrir al Fondo Monetario Internacional, como ocurrió durante la crisis internacional de 2008-2009.

Cuadro III.8
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS,
PROMEDIO ANUAL, 1982-2010
(En millones de dólares)

Región	1982-1990	1991-1996	1997-2002	2003-2007	2008-2010
América Latina y el Caribe	-24 706	19 158	4 427	-52 772	-13 737
América Latina	-24 307	19 731	3 401	-51 312	-12 349
El Caribe	-400	-573	1 026	-1 460	-1 388
Centroamérica	-871	936	1 186	246	1 462
América del Sur	-1 762	1 201	-612	-5 289	-2 470

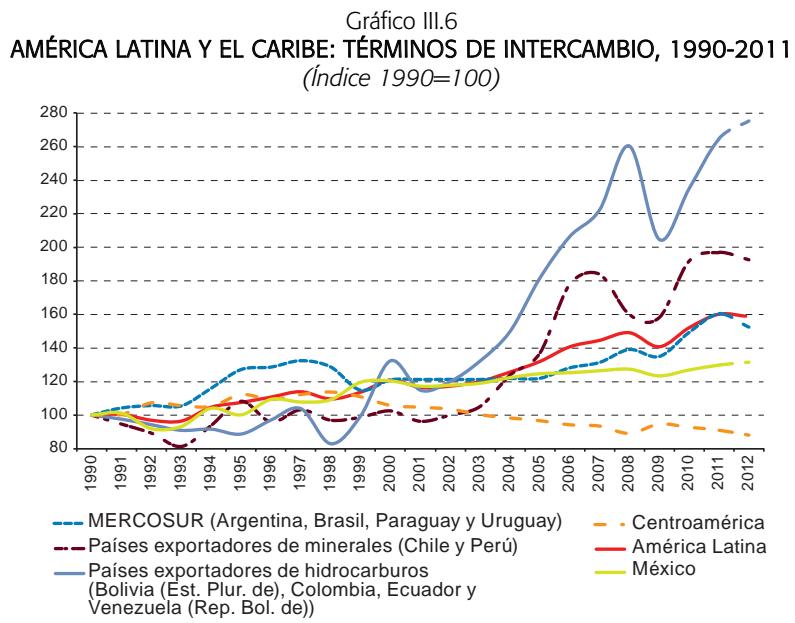
Fuente: Comisión Económica para América y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

Luego de una trayectoria histórica en que predominaron situaciones de restricción externa, la región ha logrado acumular reservas internacionales sin precedentes, cuyos acervos aumentaron de poco más del 3% del PIB en 1990 a más del 14% en 2011. Bolivia (Estado Plurinacional de) y Trinidad y Tabago presentan las cifras más altas, del 52,4% y el 43,8%, respectivamente, al final de ese período.

Una acumulación de reservas tan importante, junto con la reducción de la deuda externa, indican que los problemas de vulnerabilidad externa se han reducido, por lo menos en algunas economías de la región, a pesar de la mayor volatilidad de los términos de intercambio. Mientras tanto, no se debe apostar a la continuidad de la etapa expansiva en la demanda de productos básicos. Esta debería aprovecharse para construir una base productiva que otorgue a la región una mayor resistencia a las fluctuaciones de los términos de intercambio y la volatilidad de los flujos externos de capital. Este tema se retoma en el capítulo VI, al subrayar la necesidad de no caer en la autocoplacencia a la luz de los resultados favorables de la última década.

C. La dinámica del comercio y los términos de intercambio

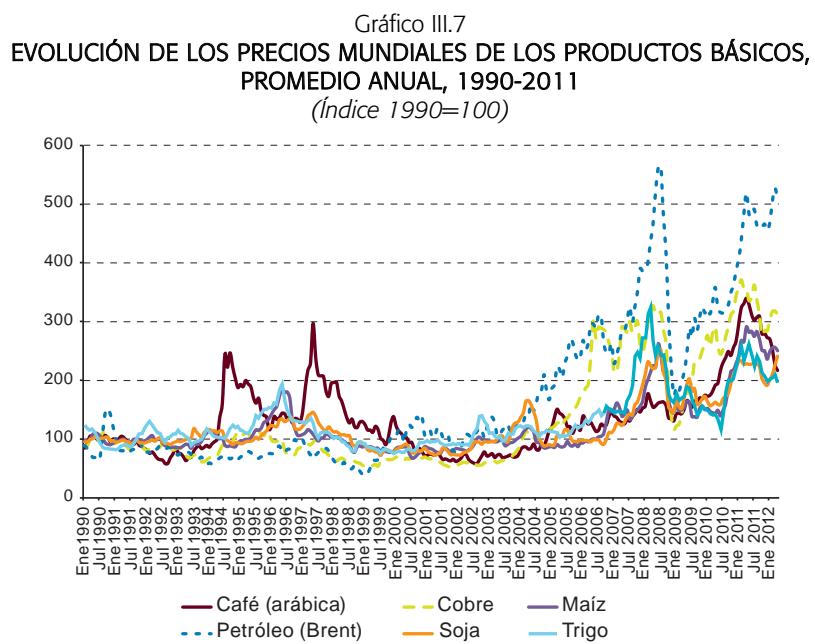
La acentuación de la volatilidad en la esfera financiera estuvo ligada a la volatilidad de la evolución de los términos de intercambio y fue reforzada por esta, particularmente a partir de la mitad de la década de 2000 (véase el gráfico III.6). La volatilidad obedeció a las intensas variaciones de los precios de las materias primas, cuyo peso y relevancia en el comercio internacional de los países de la región han sido tradicionalmente significativos e incluso han aumentado en la última década.



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

La evolución de los precios de las materias primas que se muestra en el gráfico III.7 se debe, entre otros factores, al aumento de la demanda impulsada por el mayor crecimiento económico de los países emergentes, que interactúa con la rigidez de la oferta de corto plazo, elevando los costos de producción. El alto y sostenido crecimiento de China y la India, así como el de otras economías

emergentes y en desarrollo, ha estimulado la demanda de materias primas y productos energéticos, ejerciendo una presión al alza de los precios. Del lado de la oferta, los bajos niveles de inversión en el sector agrícola se tradujeron en un lento incremento de la productividad agrícola y en un menor aumento de la producción, lo que redujo las existencias y restó elasticidad a la oferta. En tanto, el alza de los precios del petróleo elevó los costos de los fertilizantes y el transporte, lo que a su vez se tradujo en mayores costos de producción.



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

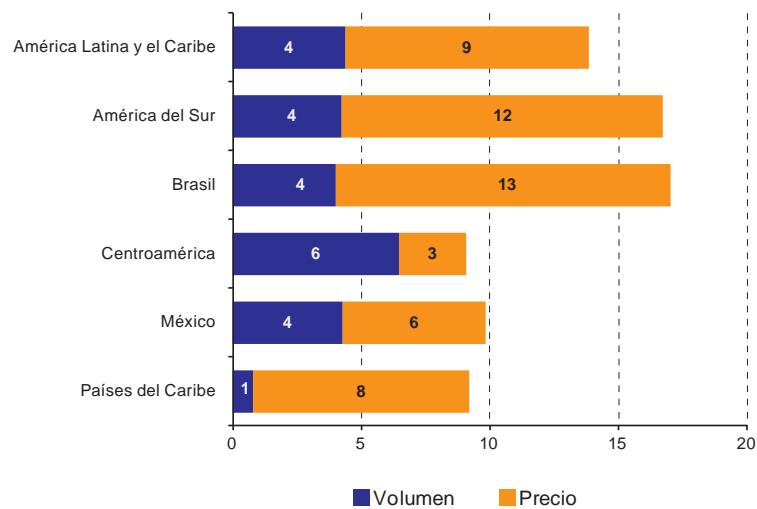
En la evolución de los precios de los productos básicos han incidido también factores financieros, como las fluctuaciones de los tipos de cambio y las tasas de interés, en especial a partir de la crisis de 2008. La depreciación del dólar estadounidense produjo una desvalorización de los activos valuados en esa moneda y estimuló la reorientación de las carteras a instrumentos financieros derivados (*derivatives*) de productos básicos, que pasaron a desempeñar el papel de “reserva de valor”, lo que intensificó las alzas de precios motivadas por variables financieras. La depreciación del dólar influyó también en la rentabilidad y los costos de producción calculados en esa moneda, de modo que los productores con poder de mercado tendieron, en algunos casos, a disminuir la oferta y elevar los precios para compensar la reducción de las ganancias. Asimismo, los países consumidores cuyas monedas se apreciaron respecto del dólar vieron aumentar su poder adquisitivo externo, lo que les permitió sostener el nivel de la demanda de productos básicos y, por tanto, presionar al alza sus precios.

En la misma dirección actuó la reducción de las tasas de interés en Estados Unidos y otras economías avanzadas, que incentivó los flujos de capital hacia países emergentes. Asimismo, la reducción mencionada afectó el rendimiento de activos como los bonos, lo que acentuó el atractivo de otros instrumentos vinculados a los productos básicos y dio origen a presiones al alza de sus precios. Por otra parte, las bajas tasas de interés redujeron el costo de oportunidad de retener existencias de productos básicos y sumaron una presión alcista a la demanda de estos. En la última

década, las transacciones con activos derivados de productos básicos ha aumentado en forma desproporcionada, en comparación con los niveles históricos asociados a la cobertura de riesgos comerciales (Basu y Gavin, 2011). El predominio de los especuladores sobre los inversionistas comerciales en los mercados de futuros habría determinado un alza de los precios de los productos básicos a niveles irracionalmente altos, que no reflejan las tendencias reales de la oferta y la demanda pertinentes (De Schutter, 2010; Masters y White, 2008). Este tipo de inversionistas, atraídos hacia los mercados de derivados de productos básicos por la desvinculación que tradicionalmente ha existido entre las fluctuaciones de los precios de esos productos y las registradas en los mercados bursátiles y de bonos, suelen operar con índices compuestos por diversos productos básicos y asignan sus fondos con independencia de los fundamentos económicos (oferta y demanda) de un determinado mercado físico (UNCTAD, 2008, 2009 y 2011).

Esta dinámica de los precios explica gran parte del crecimiento (69%) de las exportaciones de la región, que se expandieron a un ritmo del 13% anual entre 2003 y 2011. El alza de precios superó ampliamente el incremento de los volúmenes exportados, fenómeno particularmente importante en términos relativos en los países de América del Sur que son exportadores de hidrocarburos y de minerales (véase el gráfico III.8).

Gráfico III.8
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASAS ANUALES DE AUMENTO DEL VOLUMEN Y EL PRECIO
DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES, 2003-2011^a
(En porcentajes)

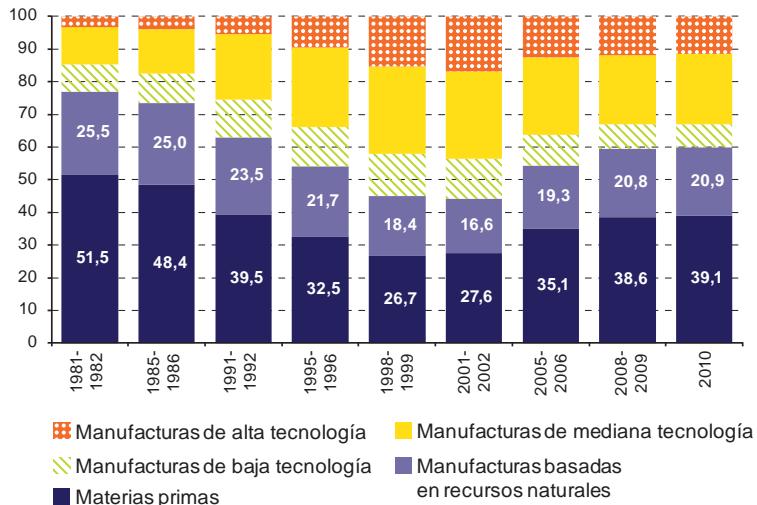


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

^a En las cifras del Caribe se incluyen datos sobre Barbados, Haití, Jamaica, la República Dominicana, Surinam y Trinidad y Tabago.

En este contexto, las exportaciones de la región a sus tres principales mercados extrarregionales (Asia y el Pacífico, los Estados Unidos y la Unión Europea) se concentraron en materias primas y manufacturas basadas en recursos naturales. Esto refleja la tendencia a la reprimarización inducida por los altos precios de las materias primas durante la mayor parte de ese período (véase el gráfico III.9).

Gráfico III.9
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES POR NIVEL DE INTENSIDAD TECNOLÓGICA, 1981-2010^a
(En porcentajes del total)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Naciones Unidas, base de datos estadísticos sobre el comercio de mercancías (COMTRADE).

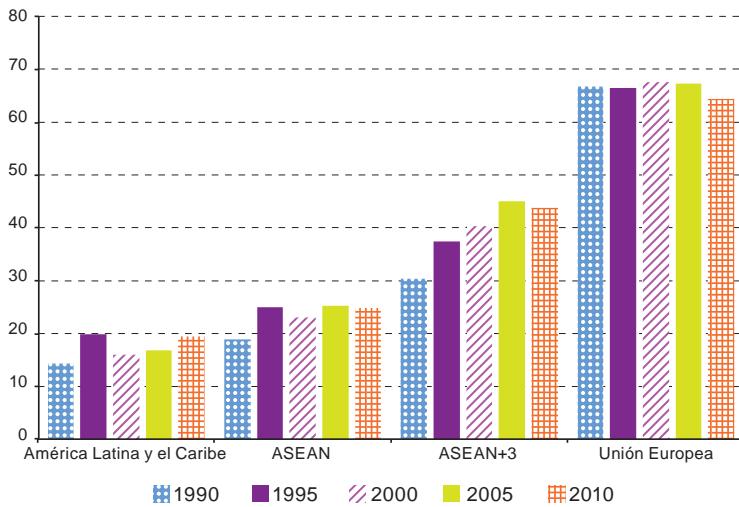
^a Con la excepción de Cuba y Haití. Los datos sobre Antigua y Barbuda corresponden solo a 2007 y los de Venezuela (República Bolivariana de) a 2008; la información sobre Honduras no incluye datos de 2008; la correspondiente a Belice, la República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, Surinam y Granada (solo exportaciones) no incluye datos de 2009.

Las exportaciones regionales a los Estados Unidos disminuyeron de un 58% en 2000 a un 40% en 2010, mientras que las importaciones de ese país se redujeron del 49% al 32% en el mismo período. Las exportaciones de la región a la Unión Europea, segundo socio comercial de América Latina y el Caribe, registraron en la pasada década una leve alza, de un 12% a un 13%, mientras que las importaciones procedentes de los países que la integran se mantuvieron estables en un 14%. En cambio, China, que absorbía el 1% de las exportaciones regionales en 2000, pasó a recibir un 8% de estas en 2010, en tanto que su participación en las importaciones regionales aumentó del 2% a un 14%.

Las exportaciones de la región a Asia se caracterizan por un patrón más concentrado que las dirigidas a sus otros mercados. Los productos primarios y las manufacturas basadas en recursos naturales (principalmente productos minerales procesados) muestran un considerable predominio en las exportaciones de la región a China, la India, el Japón y la República de Corea. La creciente demanda china ha sido un factor determinante de la recuperación del protagonismo de las materias primas en la estructura exportadora regional, que contribuye a la reprimarización del sector exportador de la región en los últimos años (véanse CEPAL, 2009, 2010b y 2011c).

El comercio intrarregional en América Latina muestra un contenido tecnológico superior al del comercio extrarregional. Esto reviste especial importancia en un contexto en el que el comercio intrarregional de América Latina en 2010 representó apenas el 19,5% del total, mientras que en la Unión Europea la cifra correspondiente fue de un 64,4% y en el grupo de países asiáticos formado por los miembros de la ASEAN más China, el Japón y la República de Corea alcanzó un 43,8% (véase el gráfico III.10). Dentro de la región, el Mercado Común Centroamericano presenta el mayor nivel de comercio intrarregional (26,7%), seguido por la Comunidad del Caribe (CARICOM) y el MERCOSUR, que presentan porcentajes del orden del 16%.

Gráfico III.10
AMÉRICA LATINA: PARTICIPACIÓN DE LAS EXPORTACIONES INTRARREGIONALES
EN LAS EXPORTACIONES TOTALES, POR GRUPOS DE PAÍSES
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

Nota: En ASEAN+3 se incluye a los países miembros de la ASEAN más China, el Japón y la República de Corea.

Aunque hay diferencias importantes en cuanto a la orientación de las exportaciones de cada subregión de América Latina y el Caribe, todas comparten el mismo problema: escaso valor agregado y baja incorporación de conocimientos y tecnología. Los países de América del Sur se especializan en la exportación de productos básicos y procesados, patrón que se ha visto reforzado por la elevada demanda asiática, en especial de China. Por su parte, los países centroamericanos y México han intensificado la orientación a la exportación de prendas de vestir, así como de algunos productos electrónicos y eléctricos, a los que se suman los automóviles y sus partes en el caso de México. Una parte importante de esas exportaciones proviene de las operaciones de ensamblaje, frecuentemente realizado en zonas francas. Por último, los países del Caribe han profundizado la orientación de las exportaciones centradas en los servicios, en particular los relacionados con el turismo, los financieros, las actividades de gestión interna de las empresas (*back-office*) y los centros de llamadas.

El denominador común de estos tres patrones es la especialización basada en ventajas comparativas estáticas, como mano de obra no calificada y recursos naturales abundantes, y el escaso valor agregado y la reducida incorporación de conocimientos en productos y procesos productivos. En todos los grupos de países, los productos exportables de la región se han concentrado en productos básicos vulnerables a la evolución económica de los países desarrollados y con precios inestables. Además, algunos de esos productos son intensivos en componentes importados, particularmente los que se procesan en operaciones de ensamblaje, lo que afecta el saldo comercial, y no se prestan mayormente a la articulación con el resto del sistema productivo.

Debido al débil nexo existente entre el proceso de inserción internacional y la estructura productiva, el mayor dinamismo de los flujos comerciales se refleja con mayor intensidad en la expansión de las importaciones que en el aumento de las exportaciones de bienes y servicios. De hecho, en las últimas tres décadas América Latina y el Caribe no ha logrado aumentar significativamente su participación en las exportaciones mundiales de bienes. Entre 1980 y 2010, esta

se elevó marginalmente, de un 5,1% a un 5,7%. Pese a los altos precios de varios de los productos básicos exportados por la región entre los años 2003 y 2008, su participación en las exportaciones mundiales de bienes al término de la década pasada era prácticamente idéntica a la que mostraba al comienzo. Esto revela un desempeño muy poco dinámico en términos del volumen exportado⁸.

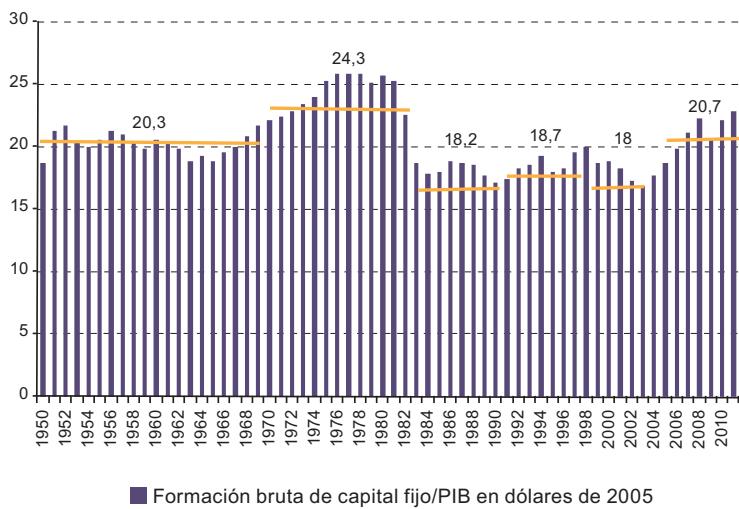
D. Evolución y composición de la inversión

1. Tendencias generales

La tasa de inversión de América Latina ha sido históricamente inferior a la de otras regiones emergentes, en particular de los países de Asia en desarrollo, en los que aumentó de un 27,8% del PIB en 1980 a cifras cercanas al 35% a mediados de los años noventa y superiores al 40% en la actualidad. En cambio, en 2008, año en el que la región registró la tasa más alta de inversión desde 1980, representó solamente un 23,6% del PIB calculado en dólares corrientes (Jiménez y Manuelito, 2011).

En el gráfico III.11 se ilustra la evolución histórica de la formación bruta de capital fijo en América Latina entre 1950 y 2010, calculada como porcentaje del PIB⁹. Como se observa en el gráfico, el período durante el cual la región presentó los niveles más altos de inversión fue la comprendida entre el comienzo de la década de 1970 hasta 1982, años en que el promedio anual ascendió al 24,3% del PIB, aunque incluso registró valores superiores al 25%. Este período fue precedido por dos décadas durante las cuales las tasas de inversión ascendieron al 20% como promedio anual.

Gráfico III.11
AMÉRICA LATINA: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO, 1950-2010
(En porcentajes del PIB sobre la base de dólares constantes de 2005)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales de los países.

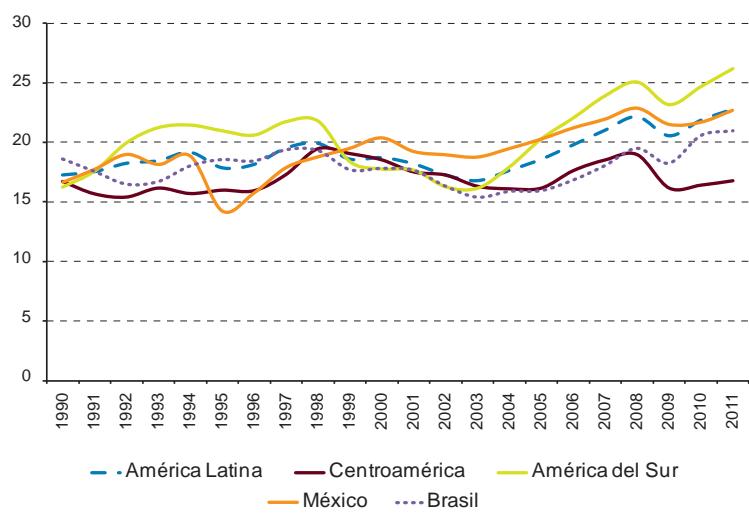
⁸ Asimismo, en las últimas tres décadas la región ha visto disminuir su participación en las exportaciones mundiales de servicios, que se redujo del 4,5% en 1980 al 3,4% en 2010. Más preocupante aun es el bajo peso de la región en la categoría “Otros servicios comerciales”, la de mayor crecimiento a nivel mundial en la última década. En esta categoría se incluyen las actividades más intensivas en tecnología y conocimientos, como los servicios de ingeniería, arquitectura, diseño, informática, legales y contables.

⁹ Promedio regional en dólares constantes de 2005. Corresponde al promedio ponderado por la participación relativa de cada uno de los países de América Latina en la formación bruta total de capital fijo en la región.

Entre 1982 y 2003 varios factores contribuyeron a que la inversión regional se mantuviera en niveles muy bajos: la crisis de la deuda en los años ochenta; las hiperinflaciones que afectaron a varios países entre finales de la década de 1980 y comienzos de la siguiente; las crisis financieras de la Argentina y México en 1995; las consecuencias de la crisis asiática en 1997, y el contagio de las crisis financieras del Brasil y de la Federación de Rusia (1998), Turquía (2000) y la Argentina (2001). Solo en el período 2004-2011 y en el contexto de precios externos muy favorables para las exportaciones, América Latina recuperó los niveles de inversión de las décadas de 1950 y 1960, pero no los máximos históricos. En 2011 la formación bruta de capital fijo equivalió al 22,9% del PIB, porcentaje cercano al de la segunda mitad de los años setenta.

Por otra parte, las subregiones han mostrado una evolución heterogénea en lo que respecta a la inversión (véase el gráfico III.12). En contraste con el período 2004-2008, durante el cual el alza de las tasas de inversión fue generalizada, en el período 2010-2011 su recuperación se centró en los países de América del Sur y México. En los países de Centroamérica, la tasa de inversión se redujo considerablemente en 2009, luego de lo cual se mantuvo en niveles similares a los de la primera mitad de la década de 1990 y considerablemente inferiores a los máximos registrados en 1998. Pese a que en México la tasa de inversión se recuperó después del descenso de 2009, aun no ha alcanzado el nivel del año 2008. En ambos casos, este deficiente desempeño de la inversión puede atribuirse en parte a las consecuencias de la crisis financiera mundial en el principal mercado de destino de las exportaciones de estos países (los Estados Unidos) y, por ende, en sus perspectivas de crecimiento. También incidieron en esta situación variables nacionales como la posición fiscal no consolidada, que dificultaron la adopción de medidas contracíclicas basadas en el aumento de la inversión pública.

Gráfico III.12
AMÉRICA LATINA: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR SUBREGIONES, 1990-2011^a
(En porcentajes del PIB sobre la base de dólares constantes de 2005)

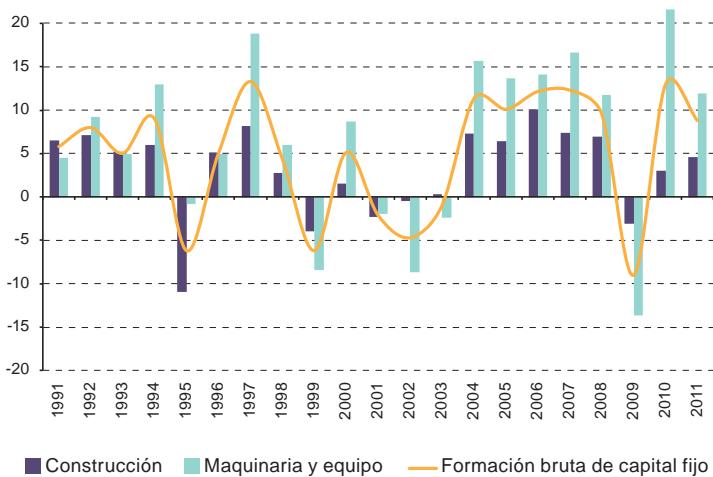


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2011* (LC/G.2512-P), Santiago de Chile, diciembre de 2011. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.12.II.G.2.

^a Composición de la formación bruta de capital fijo: construcción y maquinarias y equipos.

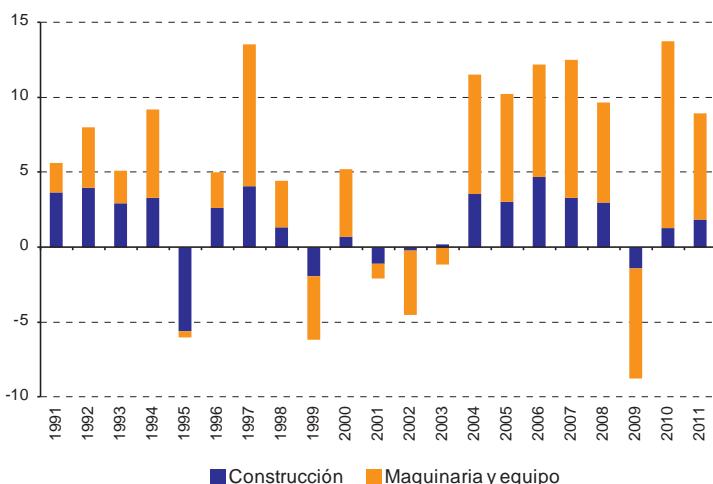
Según los datos disponibles, en el período comprendido entre 1990 y 2011 el aumento de la formación bruta de capital fijo se dio con mayor intensidad en los componentes de maquinarias y equipos (véase el gráfico III.13). Durante el período 1990-2003, es decir en los años previos al auge de los precios de las exportaciones de bienes primarios, la formación bruta de capital fijo creció a una tasa promedio anual del 2,7%, en tanto que la tasa de crecimiento promedio anual de la inversión en construcción fue de un 1,9% y la de inversión en maquinarias y equipos de un 3,7%. Estas tasas aumentaron considerablemente en el período 2004-2011, en el que la formación bruta de capital fijo se expandió a una tasa promedio anual del 8,5% y las de inversión en construcción y en maquinarias y equipos ascendieron a un 5,3% y un 11,4%, respectivamente (véase el gráfico III.14).

Gráfico III.13
AMÉRICA LATINA: COMPOSICIÓN DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO,
TASAS DE VARIACIÓN ANUAL, 1991-2011
(En porcentajes sobre la base de dólares constantes de 2005)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

Gráfico III.14
AMÉRICA LATINA: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LA FORMACIÓN BRUTA
DE CAPITAL FIJO, 1991-2011
(En porcentajes sobre la base de dólares constantes de 2005)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

Por consiguiente, la contribución de la inversión en maquinarias y equipos al incremento de la formación bruta de capital fijo aumentó en forma considerable a partir de fines de la década de 1990. A comienzos de los años noventa la construcción representaba alrededor de un 55% de la formación bruta de capital fijo y la inversión en maquinarias y equipos alrededor de un 45%. Al final de la primera década del presente siglo estos porcentajes se invirtieron.

La evolución de la inversión en la región ha estado muy determinada por las crisis internas y externas. Su deficiente desempeño se vincula, además, con la reacción de los gobiernos ante las crisis, en particular con las decisiones sobre inversión pública. En los cuadros III.8 y III.9 se muestra la inversión pública y la inversión privada como porcentaje del PIB en los países de América Latina y el Caribe en el período 1980-2010, que se dividió en subperíodos definidos por los años en los que los países se vieron enfrentados a turbulencias que implicaron un cambio de trayectoria en la evolución de este indicador.

Cuadro III.9
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PROMEDIO ANUAL DE LA INVERSIÓN PÚBLICA POR PERÍODO^a
(En porcentajes del PIB sobre la base de precios constantes en moneda nacional de cada país)

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

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*, varios años; y "América Latina y el Caribe: Series históricas de estadísticas económicas 1950-2008", *Cuadernos estadísticos* N° 37 (LC/G.2415-P), Santiago de Chile, agosto de 2009. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.72.

^a La inversión pública corresponde a la formación bruta de capital fijo del gobierno general como porcentaje del PIB.

^b Corresponde al promedio simple de los países considerados.

La composición de la formación bruta de capital fijo por sector institucional se modificó en América Latina en el período 1980-2010. En lo que respecta a la inversión pública, regional y como porcentaje del PIB, los niveles más elevados se registraron en los años 1980-1981 (6,7%), luego de lo cual comenzó a disminuir paulatinamente hasta 1999-2003 (3,9%) (véase el cuadro III.9). En el período 2004-2010, se observó un repunte generalizado (4,8%), aunque de variada intensidad en los distintos países. En esta etapa, el promedio regional de la inversión pública aumentó hasta alcanzar el mayor valor registrado desde 1990. No obstante, en algunos países (El Salvador, Guatemala y República Dominicana), el nivel de inversión pública se mantuvo sostenidamente bajo en el período 1980-2010.

Fuera de la mejoría reciente, el comportamiento históricamente procíclico de la inversión pública y su tendencia declinante de largo plazo son preocupantes por la influencia que ejercen en el crecimiento. En Martner, González y Espada (2012) se indica que entre 1991 y 2010 en una muestra de 18 países de América Latina y el Caribe se observa un conjunto de variables positivamente relacionadas con la expansión del PIB per cápita; estas son la tasa de inversión pública, la tasa de inversión privada, los gastos en educación y el tipo de cambio real. Por el contrario, la inflación y la deuda pública muestran una relación negativa. La elasticidad del crecimiento a la inversión pública (7%) presenta valores altos y significativos, lo que ratifica la importancia de esta variable.

En términos de agentes, en la región se observan diferencias entre la inversión privada y la pública. Como porcentaje del PIB y a nivel regional, la primera de ellas se redujo de un promedio anual del 14,3% en 1980-1981 a un promedio anual del 11,1% en el período 1982-1990, que coincide con la crisis de la deuda, para aumentar posteriormente en 1991-1994 (14,1%) y 1995-1998 (15,6%). Entre los años 1999 y 2003 el nivel de la inversión privada registró una disminución con respecto al período anterior (14,7%), fenómeno que se relaciona con las fluctuaciones externas registradas en ese lapso y que afectaron las expectativas de crecimiento; ejemplos de esto son la crisis de las empresas de tecnología digital en los Estados Unidos y las crisis internas como la que sufrió la Argentina en 2000 (véase el cuadro III.10). En el período 2004-2010, durante el cual subieron los precios de los productos básicos exportados por los países de la región y mejoraron las expectativas de crecimiento, el ritmo de inversión privada aumentó en forma apreciable, de tal manera que su promedio regional fue de un 15,9%.

El desempeño de la inversión privada presenta variaciones entre los países. En algunos casos, su nivel en el período 2004-2010 sigue siendo inferior al registrado en 1980-1981 (Argentina, Brasil y Paraguay), mientras que en otros el nivel promedio anual alcanzado en 2004-2010 es significativamente superior al de 1980 y 1981 (Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México y Nicaragua). Bolivia (Estado Plurinacional de), el Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de) son los países de la región con menores niveles de inversión privada. Finalmente, Panamá y el Perú presentan en 2004-2010 niveles similares a los registrados en 1980-1981, aunque a lo largo del período considerado este tipo de inversión ha sido muy volátil. Con las excepciones de Bolivia (Estado Plurinacional de), el Ecuador y Venezuela (República Bolivariana de), el aumento de la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB en el período 2004-2010 obedeció en su mayor parte al incremento de la inversión privada, pese a lo cual esta no fue suficiente para compensar totalmente la contracción de la inversión pública.

Cuadro III.10
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PROMEDIO ANUAL DE LA INVERSIÓN PRIVADA POR PERÍODO
(En porcentajes del PIB sobre la base de precios constantes en moneda nacional de cada país)

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

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*, varios años; y "América Latina y el Caribe: Series históricas de estadísticas económicas 1950-2008", *Cuadernos estadísticos* N° 37 (LC/G.2415-P), Santiago de Chile, agosto de 2009. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.72.

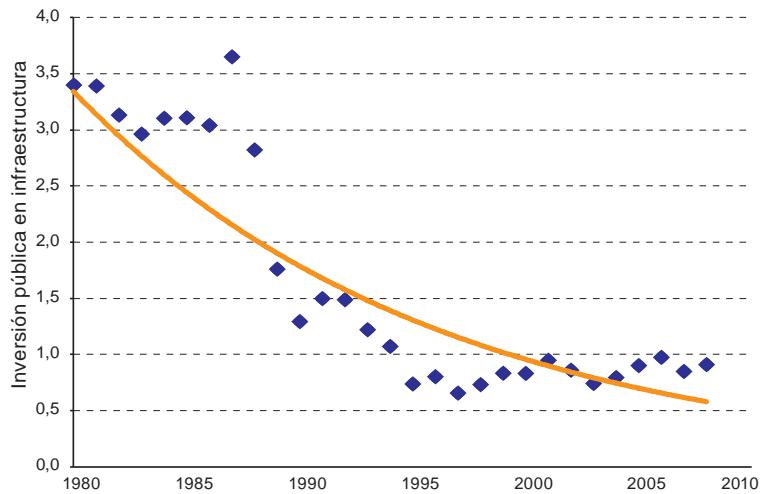
^a Corresponde al promedio simple de los países considerados. (-) dato no disponible.

2. La inversión en infraestructura

El principal componente de la inversión pública es la inversión en infraestructura. En el gráfico III.15 se muestra la tendencia decreciente de ese componente, que fue particularmente pronunciada durante la década perdida de 1980 y en los años noventa. La disminución de la inversión pública refleja, en buena medida, la menor participación del gobierno en las economía de la mayor parte de los países de la región, en particular los procesos de privatización realizados principalmente en los años noventa, así como la participación de actores privados en la provisión de bienes y servicios que hasta entonces prestaban instituciones públicas.

Esta tendencia decreciente se prolongó durante el período 2000-2004, en el que la inversión en infraestructura fue de apenas un 0,8% del PIB, situación que se revirtió levemente entre 2005 y 2008, período en el que ascendió al 0,9% del PIB. Entre las razones que explican este incremento destacan el saneamiento de las cuentas públicas que, junto con la reducción y la mejora del perfil de endeudamiento y el incremento de las reservas internacionales, permitieron a varios países de la región disponer de un mayor margen para implementar las políticas públicas (CEPAL, 2010a).

Gráfico III.15
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INVERSIÓN PÚBLICA EN INFRAESTRUCTURA, 1980-2010
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Georgina Cipoletta Tomassian y Ricardo Sánchez, *UNASUR: Infraestructura para la integración regional* (LC/L.3408), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2011.

El gasto público en infraestructura ha mostrado un comportamiento procíclico, excepto durante la crisis de 2008-2009, lo que indica que ha sido usado como variable de ajuste. Como se observa en el cuadro III.11, en el que se presenta información sobre seis de países de la región¹⁰, este gasto cae en promedio un 36% en la fase contractiva del ciclo económico. La disminución de la inversión pública en infraestructura suele ser superior al incremento en la fase de recuperación; de hecho, en los sectores considerados la intensidad de la contracción supera en un 40% la intensidad de la expansión. En los sectores eléctrico y de telecomunicaciones, la diferencia entre la caída del nivel de inversión en la fase de contracción y el incremento en la de expansión es aun mayor: de 48% y un 200%, respectivamente. Un comportamiento de este tipo tiene efectos negativos en la acumulación de capital en el transcurso del tiempo.

Cuadro III.11
AMÉRICA LATINA (6 PAÍSES): DURACIÓN E INTENSIDAD DE LAS FASES EXPANSIVAS Y CONTRACTIVAS
DEL CICLO DE INVERSIÓN PÚBLICA EN INFRAESTRUCTURA, 1980-2010

	Expansión		Contracción	
	Duración	Intensidad	Duración	Intensidad
Total	2,7	25,6	2,2	-35,6
Sector eléctrico	1,9	34,7	2,0	-51,5
Caminos y vías férreas	2,1	32,3	1,7	-33,1
Telecomunicaciones	1,8	28,1	1,9	-58,0
Aguas y servicios sanitarios	1,6	24,2	1,7	-23,8

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

¹⁰ La Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú, países que representan el 85,5% del PIB regional.

La inversión pública influye positivamente en la trayectoria de crecimiento a mediano y largo plazo, por lo que se considera necesario que los países la protejan de los altibajos de la actividad económica. Lo anterior significa que, más que orientarse a la atención de las necesidades de ajuste coyuntural de la demanda agregada a corto plazo, las políticas de inversión pública debería formularse en función de sus efectos en la estructura productiva y el crecimiento a mediano y largo plazo (véase el capítulo VI). Ello permitiría sostener la transformación de la estructura productiva de las economías, a fin de elevar en forma permanente las tasas de crecimiento, de conformidad con las necesidades de desarrollo de los países de la región.

En el contexto de la revolución tecnológica, la inversión en infraestructura de banda ancha es clave, debido a que sirve de plataforma para la provisión de servicios de diversa índole que permean los diferentes sectores y, además, tienen efectos directos en el crecimiento económico y la inclusión social. Entre esos servicios destacan los de educación (servicios y acceso a información a distancia, desarrollo de nuevos modelos de enseñanza y aprendizaje), salud (servicios de diagnóstico remoto), gestión pública (mayor transparencia, participación ciudadana, acceso a información gubernamental) y protección del medio ambiente (Jordán, Galperin y Peres, 2010).

Pese a los avances logrados en los últimos años en algunos países de la región, la banda ancha continúa siendo cara, en términos absolutos y en relación con el ingreso per cápita; su calidad, medida en términos de velocidad de conexión y latencia, es baja. Esto se traduce en una importante brecha de acceso y uso con los países más avanzados. De acuerdo a la Unión Internacional de Telecomunicaciones (UIT), en 2010 la penetración promedio en la modalidad de acceso fijo fue de un 7% en América Latina y de un 26% en los países de la OCDE; en la modalidad de acceso móvil fue del 8% y el 57%, respectivamente.

En cuanto al costo del acceso, en América Latina el precio promedio correspondiente a una velocidad de 1 Mbps es de 25 dólares y en casos extremos supera los 100 dólares. En Europa -entre otros países en España, Italia y Francia- la tarifa promedio de acceso a la misma velocidad es cercana a los 5 dólares, mientras que en la República de Corea es inferior a un dólar. En cuanto a la velocidad de conexión, factor determinante de la calidad, en América Latina asciende a 3,1 Mbps para la bajadas y a 1,3 Mbps para la subida de datos, mientras que en los países de la OCDE la velocidad de conexión es de 12,1 Mbps de bajada y de 3,0 Mbps de subida. En los países de la Unión Europea la conexión se realiza a una velocidad de 13,8 Mbps de bajada y 4,0 Mbps de subida.

Así, la región presenta un importante rezago en términos de desarrollo de infraestructura de banda ancha, que se refleja en crecientes brechas de acceso, velocidad de conexión y calidad. La solución de este problema exige una combinación de mayor inversión pública y privada para expandir la infraestructura, en particular las conexiones internacionales y el desarrollo de puntos de intercambio de tráfico (conocidos como IXP por su sigla en inglés) tanto a nivel nacional como entre grupos de países¹¹.

En suma, la inversión es un vínculo clave entre presente y futuro, entre ciclo y tendencia. En la presente sección se demuestra el fuerte impacto que han tenido las crisis en la inversión, que no ha recuperado los niveles de la década de 1970, a pesar del repunte significativo de los últimos años. La inversión pública no ha sido lo suficientemente dinámica como para tener efectos

¹¹ En el campo de las conexiones internacionales y el desarrollo de puntos de intercambio de tráfico, la CEPAL, con el apoyo técnico y financiero de la Unión Europea, opera como secretaría técnica del Diálogo Regional de Banda Ancha, integrado por diez países, en su mayor parte de América del Sur, y ha puesto en marcha el Observatorio Regional de Banda Ancha (ORBA).

importantes de atracción (*crowding in*), particularmente en áreas como la infraestructura, cuyas carencias son muy significativas¹². El hecho de que durante las crisis sea más fácil recortar el gasto público en inversión que en otras áreas ha limitado el dinamismo de esta variable como catalizador de la inversión privada. Y, a pesar de la abundancia de recursos externos de que se dispuso en algunos períodos, esta última ocupó solo parcialmente el vacío dejado por la inversión pública. La principal variable que influye en las decisiones de inversión no es la disponibilidad de ahorro, sino la rentabilidad esperada. Los macroprecios y la escasa inversión pública, en un contexto de volatilidad e incertidumbre, han impedido una respuesta de la inversión privada acorde con los requerimientos del desarrollo, con los consiguientes efectos en el crecimiento, la productividad y el empleo.

E. La inversión extranjera directa

Durante las últimas décadas, los flujos de IED hacia América Latina y el Caribe han aumentado en forma considerable y las empresas transnacionales se han consolidado como una piedra angular de la estructura productiva de los países de la región¹³. A partir de las reformas de mercado predominó la convicción de que la IED era un impulsor del desarrollo que tenía efectos positivos automáticos en las economías receptoras. De acuerdo con esta visión, se destacaba la función de la IED como complemento del ahorro interno, y fuente de nuevos aportes de capital y de beneficios en materia de transferencias de tecnología y de derrames (*spillovers*) de productividad. Asimismo, se otorgaba prioridad al monto, considerado más importante que la calidad, lo que llevó a los países a tratar de maximizar la IED de las empresas transnacionales, principales actores del fenómeno. De hecho, estas empresas, tanto en las operaciones que realizan en sus países de origen como en el extranjero, generan un valor agregado que corresponde a cerca del 25% del PIB mundial. En sus actividades en el exterior, las subsidiarias de las empresas transnacionales aportan más de un 10% del PIB mundial y de un tercio de las exportaciones mundiales, lo que acentúa aún más su relevancia en las cadenas globales de valor (UNCTAD, 2011, pág. 24). Además, las empresas transnacionales son los agentes más activos en el área de investigación y desarrollo (I+D); de hecho, son la fuente de cerca del 50% del gasto total en I+D y de más de dos tercios del gasto privado mundial en esta área (UNCTAD, 2005, pág. 119). En este universo se observa una tendencia al aumento de la participación de empresas de las economías emergentes. En la región, las empresas translatinas han sido particularmente dinámicas en rubros como las telecomunicaciones, la producción de cemento, la siderúrgica, la petroquímica, las aerolíneas, el sector bancario, la generación de energía eléctrica, la producción de carne y las tiendas por departamentos (CEPAL, 2012).

En este contexto, la IED y las empresas transnacionales son un elemento relevante de la estructura productiva de América Latina y el Caribe por diversos motivos. En primer lugar, estas empresas están presentes en prácticamente todos los países y en todas las actividades productivas

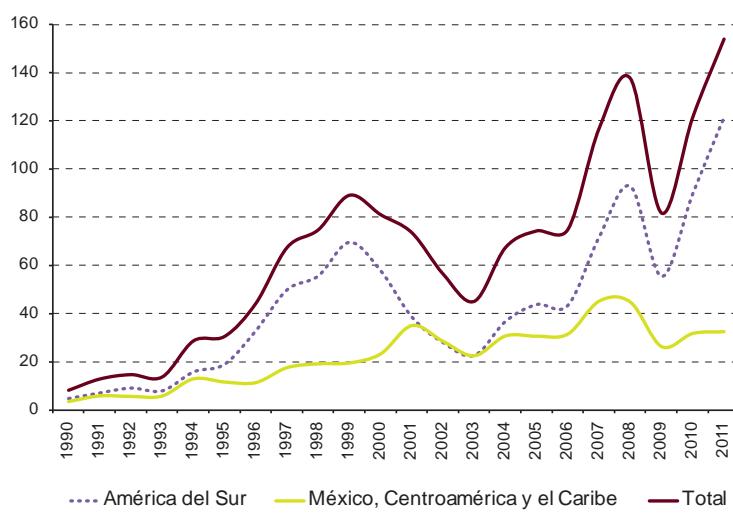
¹² Se ha estimado que la inversión anual en infraestructura necesaria para satisfacer la demanda prevista en la región sería del orden del 5% de PIB regional durante 15 años (Perrotti y Sánchez, 2011).

¹³ Las cifras de IED corresponden a entradas de inversión extranjera directa, descontadas las desinversiones (repatriaciones de capital) realizadas por inversionistas extranjeros. En las cifras de IED no se consideran las corrientes recibidas por los principales centros financieros del Caribe. Estos datos difieren de los contenidos en el *Estudio económico de América Latina y el Caribe y el Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe* (2011), en los que se presenta el saldo neto de la inversión extranjera, que corresponde a la inversión directa en la economía declarante menos la inversión directa en el exterior.

y de servicios, e incluso muchas de ellas son actores destacados, que suelen tener una posición oligopólica en los mercados pertinentes. En segundo lugar, la IED se concreta mediante dos mecanismos: fusiones y adquisiciones e inversiones en nuevas plantas. Estas últimas son un componente de la formación bruta de capital fijo. En tercer lugar, el posicionamiento de estas empresas es un factor clave para entender los patrones de inserción internacional de los países de la región, en particular respecto de sus exportaciones. En cuarto término, son relevantes en los sectores más modernos y en las actividades con mayor contenido tecnológico que se llevan a cabo en la región. En quinto lugar, tienen una fuerte participación en las actividades de I+D e innovación industrial en las economías regionales de mayor magnitud, especialmente en la Argentina, el Brasil y México.

En los últimos años, América Latina y el Caribe se ha afianzado como destino atractivo para las empresas transnacionales. Entre los años 2007 y 2011, América Latina y el Caribe recibió IED por más 120 mil millones de dólares en promedio por año (véase el gráfico III.16). De hecho, en 2010 y 2011 la región recibió montos sin precedentes por concepto de IED, que equivalen aproximadamente al 10% del total mundial.

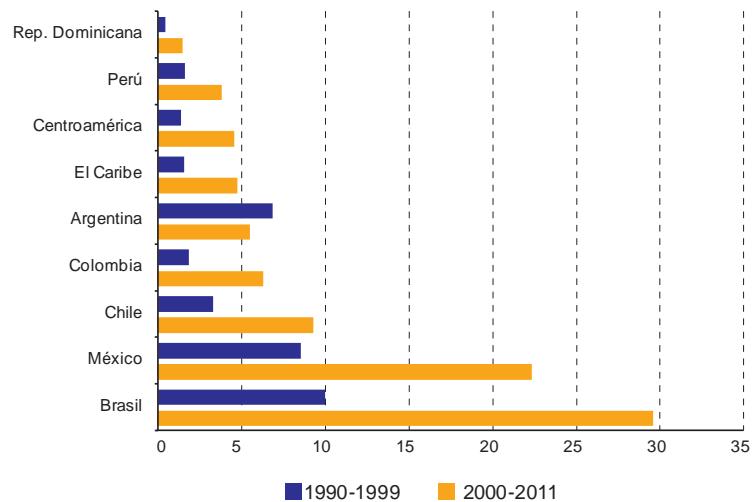
Gráfico III.16
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESO DE IED, TOTAL Y POR SUBREGIÓN, 1990-2011
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales al 16 de abril de 2012.

Las empresas transnacionales se han beneficiado del buen desempeño económico de la región, donde encuentran mercados atractivos con gran potencial de crecimiento. Todos los países y las subregiones que se incluyen en el gráfico III.17 presentan un marcado aumento de la IED en la década de 2000 en comparación con la anterior, pese a la gran importancia que tuvieron en los años noventa los procesos de privatización de empresas estatales en los que participaron empresas transnacionales. Los mayores receptores de IED han sido las dos economías más grandes de la región (Brasil y México) seguidas por la Argentina, Chile y Colombia. Sin embargo, en comparación con el PIB de los países, destacan por su importancia relativa como receptores las pequeñas economías del Caribe y Chile (CEPAL, 2012).

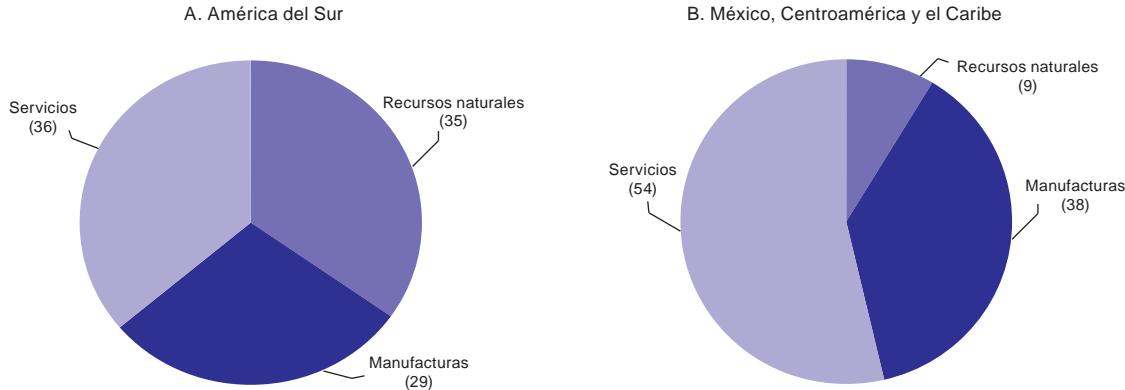
Gráfico III.17
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PRINCIPALES PAÍSES RECEPTORES DE
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA, 1990-2011
(En miles de millones de dólares, promedios anuales)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales al 16 de abril de 2012.

En términos de composición, el sector de servicios (telecomunicaciones, energía y comercio minorista, entre otros) ha sido el mayor receptor de IED. En la producción de bienes se observan dos patrones. En América del Sur, la IED se ha concentrado en los sectores de recursos naturales y, en menor medida, en el sector manufacturero, fundamentalmente en el Brasil, país en el que destacan las inversiones en la producción de automóviles. En México, Centroamérica y el Caribe la IED en el ámbito productivo está más relacionada con las actividades de la industria manufacturera de exportación, y muestra una elevada concentración en el sector de automóviles (México) y el ensamblaje en zonas francas, pero tiene una baja participación en la elaboración de productos basados en recursos naturales (véase el gráfico III.18).

Gráfico III.18
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DISTRIBUCIÓN DE LOS FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA
DIRECTA POR SECTORES, 2005-2011
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras y estimaciones oficiales al 16 de abril de 2012.

Las estrategias predominantes de las empresas transnacionales se centran en la búsqueda de materias primas, mercados internos, eficiencia en las plataformas de exportación y activos tecnológicos de importancia estratégica y capital humano altamente capacitado (Dunning, 2002). Este marco ayuda a comprender las características de la inserción internacional de los países de la región, determinada en muy alto grado por la presencia de empresas transnacionales (véase el cuadro III.12). Aquellas orientadas a la búsqueda de recursos naturales se han concentrado en los países del Cono Sur y, en los últimos años, han vivido un período de auge debido al alto precio de las materias primas. Los principales beneficios de estas operaciones de las empresas transnacionales son el aumento de las exportaciones, la generación de empleo en áreas no urbanas y una mayor recaudación fiscal proveniente del pago de impuestos.

Cuadro III.12
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: OPERACIONES DE EMPRESAS TRANSNACIONALES

Estrategia	Búsqueda de recursos naturales	Búsqueda de mercados	Búsqueda de eficiencia en plataformas de exportación
Producción de bienes (por sector)	Petróleo y gas: Argentina, Comunidad Andina Minería: Chile, Argentina, Comunidad Andina	Automóviles: Brasil y Argentina Industria química: Brasil Alimentos y bebidas: Argentina, Brasil y México	Automóviles: México Electrónica: México, Centroamérica y el Caribe Confecciones: Centroamérica y México
Servicios	Turismo: México, Centroamérica y el Caribe	Finanzas: México, Chile, Argentina, Venezuela (República Bolivariana de), Colombia, Perú, Brasil Telecomunicaciones: Brasil, Argentina, Chile, Perú, Venezuela (República Bolivariana de) Comercio: México, Brasil y Argentina Energía: Colombia, Brasil, Chile, Argentina, Centroamérica Gas: Argentina, Chile, Colombia, Bolivia (Estado Plurinacional de)	Servicios empresariales: México, Centroamérica y el Caribe

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

Los principales problemas que se plantean en relación con las actividades financiadas con recursos de IED obedecen a que, en muchos casos, estas se realizan en enclaves; además, se caracterizan por un escaso procesamiento de los recursos naturales y por tener efectos negativos en lo que respecta a la sustentabilidad del medio ambiente, que han dado origen a serios conflictos con comunidades locales, así como por una estrecha dependencia de los ciclos de los precios de las materias primas. Además, dado el alto grado de concentración de la propiedad y la aplicación de una lógica de enclave, el incremento de la productividad se concentra en pocas empresas y su extensión a otros sectores de la economía es bastante limitada.

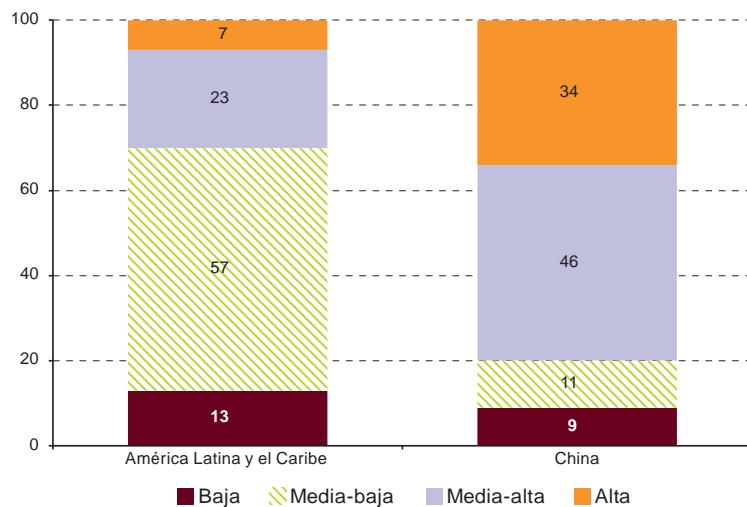
La estrategia de búsqueda de mercados locales o regionales de las empresas transnacionales se ha aplicado fundamentalmente en las economías de mayor magnitud de la región (Argentina, Brasil y México), en las que la IED se concentra en los sectores de servicios y en la producción de bienes como automóviles, productos químicos y alimentos y bebidas. En los últimos años, las empresas transnacionales han incrementado las inversiones asociadas a esta estrategia, aprovechando el buen desempeño económico de la región y la existencia de una creciente clase

media con mayor poder adquisitivo (Franco, Hopenhayn y León, 2010). Estas actividades han dado lugar a la creación de encadenamientos productivos y al desarrollo del empresariado local en algunos sectores, entre otros el de alimentos y bebidas; en algunos casos también son importantes en términos de difusión de tecnología. En el Brasil alrededor del 50% del gasto del sector privado en I+D industrial proviene de empresas transnacionales, que es especialmente relevante en los sectores automotor y electrónico. Este país se ha consolidado como destino de inversiones asociadas a actividades de I+D de las empresas transnacionales, a tal punto que algunas subsidiarias han adquirido relevancia en el marco de la estrategia global de innovación de las casas matrices.

En México, Centroamérica y el Caribe ha predominado una estrategia de búsqueda de eficiencia en plataformas de exportación (operaciones de ensamblaje de productos de exportación destinados fundamentalmente al mercado de los Estados Unidos). Estas actividades se han traducido en una expansión de las exportaciones, pero han sido insuficientes en materia de transferencia de tecnología, capacitación de recursos humanos, establecimiento y profundización de encadenamientos productivos con empresas locales y, en un contexto más amplio, no han facilitado la transformación de las plataformas de exportación en centros de manufactura. En este sentido, los principales factores limitantes de este tipo de IED se asocian a la concentración en la producción de bienes de bajo valor agregado y la escasa creación de aglomeraciones productivas.

El estudio de las inversiones en nuevas plantas manufactureras, principal mecanismo para aumentar la capacidad productiva, permite llegar a conclusiones ilustrativas utilizando una clasificación tecnológica sectorial. Como se muestra en el gráfico III.19, el 70% de las inversiones extranjeras directas realizadas en el sector manufacturero entre 2003 y 2011 en América Latina y el Caribe se concentraron en sectores con contenido tecnológico bajo o medio-bajo (alimentos y bebidas, textiles, calzado, papel y minería y metales, entre otros); en comparación, en China el 80% de estas inversiones se canaliza a sectores de tecnología media-alta o alta (automotor, farmacéutico, de maquinarias, de instrumentos médicos y de productos químicos, entre otros).

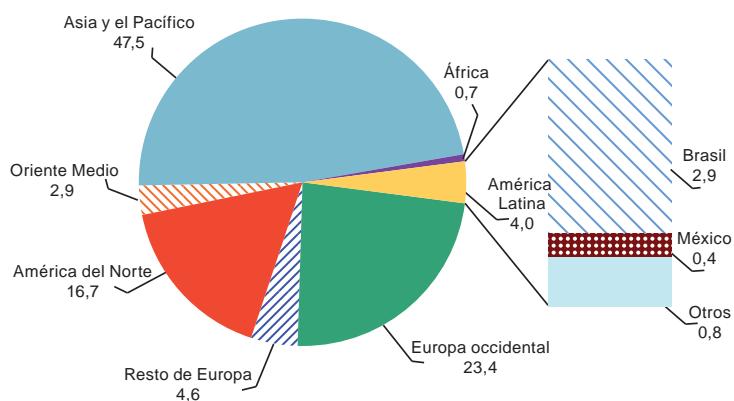
Gráfico III.19
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DISTRIBUCIÓN DE LOS MONTOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA SEGÚN INTENSIDAD TECNOLÓGICA, 2003-2011
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

Por otra parte, en materia de actividades de I+D relacionadas con inversiones extranjeras directas, la región ocupa una posición marginal por el hecho de ser el destino de solo un 4% de estas actividades a nivel mundial (véase el gráfico III.20). En cambio, los países de Asia en desarrollo reciben cerca del 50% de este tipo de inversiones, que en el caso de América Latina y el Caribe se concentran en el Brasil, único país que se ha logrado insertar significativamente en el proceso de internacionalización de actividades de I+D de las empresas transnacionales. La gran diferencia entre la IED que recibe la región y la orientada a los países en desarrollo más dinámicos plantea dudas sobre los efectos indirectos de la IED en materia de desarrollo de capacidades y efectos de derrame en la esfera de la tecnología.

Gráfico III.20
DISTRIBUCIÓN DE LOS MONTOS CORRESPONDIENTES A PROYECTOS TRANSFRONTERIZOS
ASOCIADOS A ACTIVIDADES DE INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO, 2008-2011
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

En tanto, la búsqueda de mercados de servicios se ha dado prácticamente en toda la región y las empresas aprovecharon los amplios procesos de privatización de los años noventa para convertirse en actores protagónicos en esta esfera, en muchos casos detentando posiciones oligopólicas. En la actualidad, las grandes empresas transnacionales son determinantes en la evolución sectorial en las áreas de las telecomunicaciones, la energía, la banca y el comercio, entre otras. Las actividades de estas empresas han contribuido a incrementar la competitividad sistémica de las economías. Las principales dificultades que se plantean en este ámbito se relacionan con la regulación y la falta de incentivos que fomenten una mayor competencia y, por lo tanto, el traspaso de más beneficios en materia de acceso y costos, a grandes segmentos de la población.

La información disponible demuestra que los efectos de las operaciones de empresas transnacionales en la región son muy heterogéneos. Sin embargo, queda en evidencia que gran parte de sus efectos se asocian, por una parte, a las capacidades productivas, tecnológicas y de capital humano de cada país y, por otro, a los marcos regulatorios sectoriales, en particular los del sector de servicios¹⁴. En conjunto, estos factores conforman un sistema que puede favorecer o

¹⁴ En términos generales, la visión crítica respecto del fenómeno de la IED en la región se basa en factores tales como el desplazamiento de la inversión interna, la pérdida de soberanía, la explotación excesiva de recursos no renovables, la

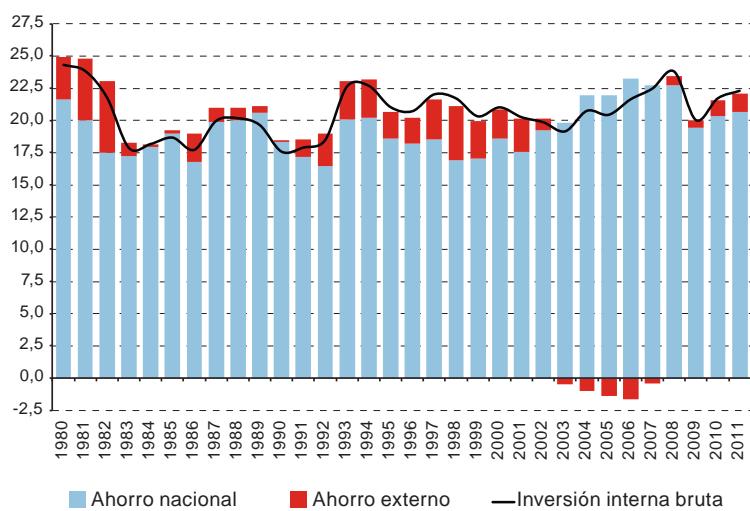
limitar los beneficios de la IED para los países receptores. Por lo tanto, la adopción de un conjunto de políticas en las que se combine la atracción de inversión extranjera directa con medidas de cambio estructural no solo fomentaría el establecimiento de las empresas transnacionales de mayor calidad en sectores con mayores posibilidades de derrame y desarrollo y fortalecimiento de capacidades; también facilitaría la integración de esas empresas en las economías locales y potenciaría diferentes dimensiones del desarrollo (CEPAL, 2012).

F. El financiamiento de la inversión

1. Las fuentes de financiamiento: Ahorro interno y ahorro externo

A largo plazo, el financiamiento externo, condicionado por el acceso a los mercados internacionales de capital, ha contribuido a la expansión de la inversión en la región. Los episodios de restricción de ese tipo de financiamiento atribuibles a cambios en el entorno financiero global o a crisis internas que acentúan el riesgo representado por un país, se han traducido en disminuciones de las tasas de inversión, al menos desde el inicio de la crisis de la deuda externa en 1982 y hasta 2003 (véase el gráfico III.21).

Gráfico III.21
AMÉRICA LATINA: FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN, 1980-2011
(En porcentajes del PIB sobre la base de dólares corrientes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

En varias economías se produjo un cambio significativo de este escenario en el período 2003-2008, durante el cual se registró un sostenido aumento de la tasa de inversión, paralelamente a un considerable incremento del ahorro nacional, esencialmente como consecuencia de la acentuada alza del ingreso.

mayor vulnerabilidad externa, la mayor concentración en industrias no competitivas, la degradación del medio ambiente y el incumplimiento de las normas laborales.

En el ámbito regional se observan diferencias entre los países. En los cuadros III.13, III.14 y III.15 se presenta información sobre el ahorro total, nacional y externo, en dólares corrientes y como porcentaje del PIB. Tanto a nivel regional como en la mayoría de los países de América Latina y el Caribe, el ahorro total aumentó en el período 2004-2010 con relación a las cifras registradas en los períodos anteriores. Sin embargo, en muchos países las tasas de ahorro de ese período, consideradas en términos de promedio anual, se sitúan en un nivel similar o inferior al de los años 1980 y 1981.

Cuadro III.13
AMÉRICA LATINA: AHORRO TOTAL, PROMEDIOS SIMPLES, 1980-2010
(En porcentajes del PIB sobre la base de dólares corrientes)

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

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

Cuadro III.14
AMÉRICA LATINA: AHORRO NACIONAL, PROMEDIOS SIMPLES, 1980-2010
(En porcentajes del PIB sobre la base de dólares corrientes)

	1980-1981	1982-1990	1991-1994	1995-1998	1999-2003	2004-2010
Argentina	22,0	16,5	15,4	16,6	16,2	24,8
Bolivia (Estado Plurinacional de)	15,5	14,8	7,9	11,8	10,8	23,3
Brasil	19,3	20,2	19,9	14,1	14,3	17,7
Chile	10,8	13,3	21,5	22,9	20,6	23,3
Colombia	18,2	19,1	22,4	18,2	16,1	20,1
Costa Rica	12,8	17,1	14,1	13,8	13,8	16,9
Cuba						10,9
Ecuador	10,8	(0,2)	15,9	18,0	21,7	22,3
El Salvador			15,7	15,4	13,9	11,5
Guatemala	12,1	9,0	12,3	10,7	13,5	14,5
Honduras	5,1	5,4	15,9	21,7	16,7	20,8
México	21,8	21,6	16,3	21,5	19,9	24,3
Nicaragua	(1,8)	5,7	(7,7)	6,8	10,2	13,6
Panamá	25,7	24,4	25,6	24,1	18,3	22,6
Paraguay	23,4	18,8	21,3	22,3	19,5	18,6
Perú	24,2	20,5	13,1	16,9	17,2	22,2
República Dominicana	13,7	16,6	14,8	16,1	20,2	13,7
Uruguay	10,8	11,8	14,5	14,1	11,5	16,0
Venezuela (República Bolivariana de)	30,8	21,3	18,3	27,2	30,5	35,0
América Latina	16,2	15,0	15,4	17,3	16,9	19,6

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

Cuadro III.15
AMÉRICA LATINA: AHORRO EXTERNO, PROMEDIOS SIMPLES, 1980-2010
(En porcentajes del PIB sobre la base de dólares corrientes)

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

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

El análisis de la estructura del ahorro permite observar que el ahorro nacional ha aumentado en forma paulatina, en tanto que el ahorro externo ha ido disminuyendo. En los años 2004-2010 se registraron los niveles más elevados de ahorro nacional del período 1980-2010, pero las tasas varían mucho de un país a otro. En México y América del Sur, con la excepción de Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, el Ecuador, el Paraguay y el Uruguay, las tasas de ahorro nacional superan el 20%, mientras que Centroamérica, con la excepción de Honduras, presenta tasas del 10% al 17%¹⁵.

La evolución del ahorro externo ha tenido un comportamiento diametralmente opuesto en los últimos años (2004-2010), período en el que se registran los menores niveles de este agregado, debido al mejor desempeño de las cuentas externas de todos los países de la región, aunque en este ámbito también se observa una acentuada heterogeneidad. Varios países de América del Sur presentan tasas de ahorro externo negativas, de un 2,5% del PIB e incluso inferiores. La contracción del ahorro externo refleja el mejor desempeño de las cuentas externas atribuible al considerable aumento de los precios de los metales y los hidrocarburos, que condujeron a un alza significativa de las exportaciones de bienes y un fuerte crecimiento del ingreso nacional; en este grupo destacan Bolivia (Estado Plurinacional de) y Venezuela (República Bolivariana de).

En los países de Centroamérica el panorama general suele ser distinto, puesto que siguen manteniendo valores elevados y positivos de ahorro externo que, en conjunto con los bajos niveles de ahorro nacional, explican su dependencia del primero para sostener los niveles de inversión¹⁶.

2. El sistema financiero y el financiamiento del sector productivo

a) Caracterización del sistema financiero

El desarrollo de los sistemas financieros, específicamente de la capacidad de las entidades financieras para canalizar ahorro al financiamiento de actividades productivas, sigue siendo una tarea pendiente en América Latina y el Caribe.

Un sistema financiero desarrollado se caracterizaría por tomar en consideración la heterogeneidad estructural de la región, como también por la capacidad de ofrecer instrumentos o prestar servicios que respondieran a la diversidad del entramado productivo y a la necesidad de fortalecer sus encadenamientos. Los mercados financieros de la región presentan problemas de segmentación y de dificultad de acceso al crédito de gran parte de las empresas, especialmente de las empresas pequeñas y las microempresas, lo que tiene consecuencias negativas en términos de generación de empleo. Las asimetrías del acceso al financiamiento refuerzan las desigualdades preexistentes en materia de capacidad e inserción en los mercados externos, y dan origen a un círculo vicioso que acentúa la vulnerabilidad de las empresas más pequeñas y dificulta su proceso de expansión (CEPAL, 2010a). Estas asimetrías imponen obstáculos a la innovación o la integración de innovaciones intensivas en capital físico y mano de obra más calificada.

El sistema bancario, el componente más importante de la estructura financiera de los países de la región, suele otorgar préstamos a corto plazo que no siempre responden a las necesidades de financiamiento de proyectos de inversión. Los mercados de crédito bancario están segmentados y

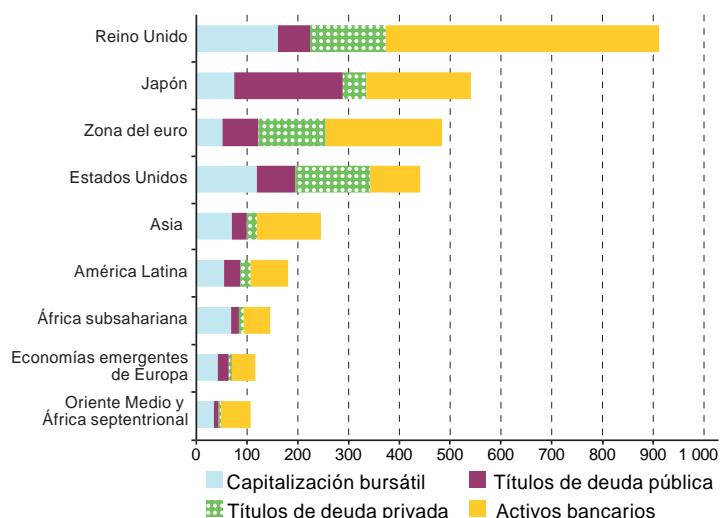
¹⁵ Como se indica en el cuadro III.14, Venezuela (República Bolivariana de) es el país de la región que registra la tasa más alta de ahorro nacional (35%), que además es muy superior a la de los demás países. Si se excluye del cálculo a este país, el promedio regional de la tasa de ahorro nacional se situaría en un 19,1%.

¹⁶ En el anexo II.2 se presenta información detallada sobre la dinámica del ahorro público y privado.

las empresas de mayor tamaño son las que tienen más facilidades de acceso al crédito. Por no contar con garantías suficientes y debido a su reducido tamaño, la gran mayoría de las empresas pequeñas y las microempresas no son sujetos de crédito. El financiamiento mediante créditos bancarios externos se ha ampliado en los últimos años, pero también suele estar dirigido a las empresas de mayor tamaño. Si bien hay otras entidades, fuera del sistema bancario, que ofrecen financiamiento al sector productivo, también son excluyentes y su acceso a ellas es segmentado.

El acervo de activos financieros (incluidos los activos bancarios, la capitalización bursátil y el acervo de títulos de deuda pública y privada), que es el principal indicador de la profundidad del sistema financiero de la región, ascendía en 2010 a alrededor de 8.400 millones de dólares, cifra equivalente al 180% del PIB regional y muy inferior a los activos financieros de los Estados Unidos y la zona del euro, que ascienden a más de 64.000 millones de dólares (442% del PIB) y casi 59.000 millones (484% del PIB), respectivamente, e incluso mucho menor que los de Asia (véase el gráfico III.22).

Gráfico III.22
PROFUNDIDAD FINANCIERA EN REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
(Acervo de activos financieros como porcentaje del PIB)

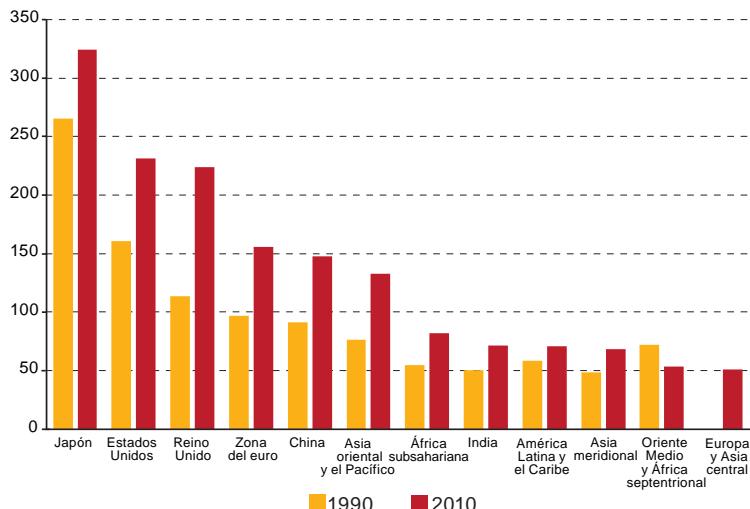


Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras del Global Financial Stability Report (FMI) varios números.

La profundidad del sector bancario del sistema financiero de la región es inferior a la de varios países desarrollados y otras regiones en desarrollo (véase el gráfico III.23). En 2010, el crédito interno del sector bancario equivalió, en promedio, al 71% del PIB, porcentaje inferior en cerca de 62 puntos porcentuales a la relación que presentan los países de Asia oriental y el Pacífico. Además, la transformación de depósitos en créditos es baja, lo que refleja la preferencia de los bancos por mantener parte de sus activos en bonos públicos, que limita el monto de préstamos que pueden ofrecer a las empresas privadas.

Los bancos privados han tenido en general un comportamiento procíclico, que restringe la expansión del crédito en períodos de menor actividad económica, a diferencia de la banca pública, que ha tendido a desempeñar un papel contracíclico, como ocurrió en el bienio 2008-2009 a raíz de la crisis financiera mundial (véase el gráfico III.24).

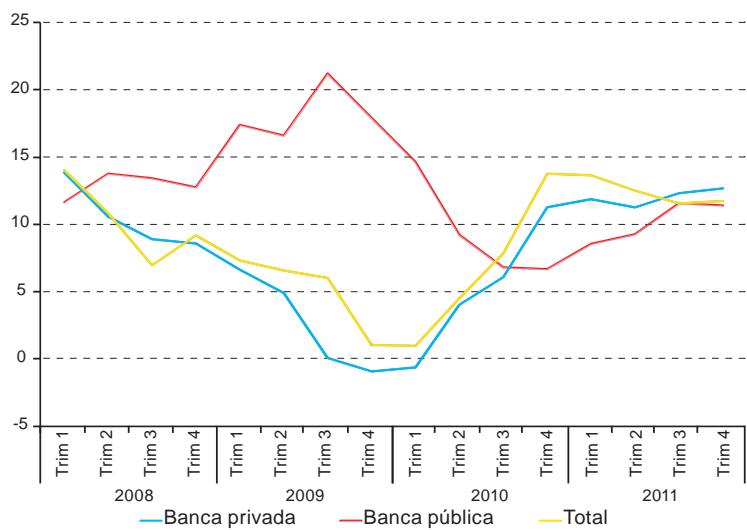
Gráfico III.23
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y OTRAS REGIONES SELECCIONADAS: CRÉDITO INTERNO
DEL SISTEMA BANCARIO, 1990 Y 2010^a
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, World Development Indicators (WDI).

^a En todas las regiones, con la excepción de la zona del euro, solo se incluyen los países considerados en desarrollo.

Gráfico III.24
AMÉRICA LATINA: TASA MEDIA DE VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO^a



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

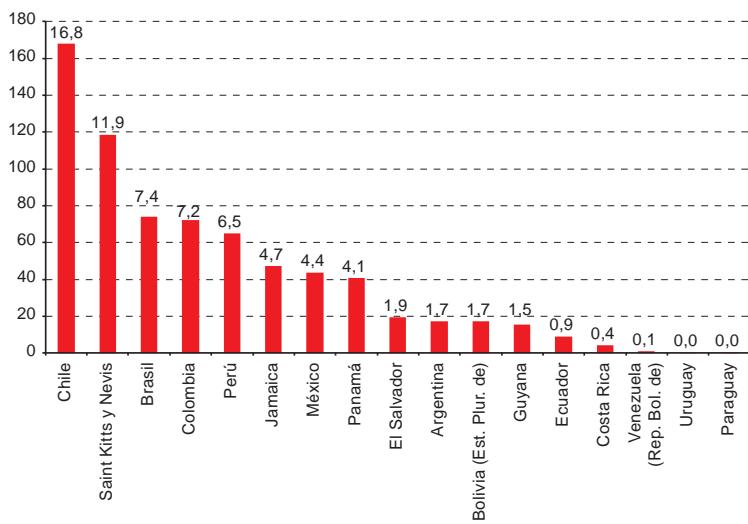
^a Los países incluidos en el cálculo son la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, Guatemala, el Paraguay, el Perú y Uruguay.

En la cartera de préstamos bancarios a las empresas se observa un predominio de los créditos de corto plazo y de los créditos para capital de trabajo o de giro. El cambio de orientación de la última década, en virtud del cual los créditos de consumo han adquirido más importancia, tiende a

acentuar aun más el sesgo cortoplacista de la cartera bancaria. Los créditos hipotecarios, a más largo plazo, han tenido un escaso desarrollo, con la excepción de Chile, país en el que este tipo de financiamiento aumentó del 19,4% del total en 2000 al 25,5% en 2009 (Jiménez y Manuelito, 2011).

Los mercados accionarios, que ofrecen capital a largo plazo más adecuado para los proyectos de inversión, también están poco desarrollados en la mayoría de los países de la región. La profundidad del mercado accionario, calculada sobre la base de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB, ha aumentado en las últimas décadas, pero sigue siendo reducida en comparación con la de los países desarrollados y de otras regiones en desarrollo¹⁷. Chile es el país de la región que presenta una mayor capitalización bursátil, equivalente a cerca del 170% del PIB en 2010 (véase el gráfico III.25). La insuficiencia de los mercados accionarios como mecanismo de financiamiento de la inversión se refleja también en el reducido valor de las nuevas emisiones de acciones como porcentaje de la formación bruta de capital.

Gráfico III.25
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, 2010
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, World Development Indicators (WDI).

La liquidez en los mercados accionarios de la región también es baja en comparación con la de los países desarrollados y otras regiones en desarrollo. Esta variable se mide con el coeficiente de rotación, es decir, al monto total transado en un determinado período como porcentaje de la capitalización bursátil promedio. En este ámbito, el Brasil sobresale como el mercado con mayor índice de liquidez, seguido de México.

¹⁷ En el año 2010 la capitalización bursátil fue inferior al 60% del PIB, lo que se compara con el 117% en los Estados Unidos, el 93% en la India y más del 80% en China. El grado de capitalización bursátil de la región también resulta bajo en comparación con regiones en desarrollo cuyos niveles de ingreso per cápita son menores que los de América Latina y el Caribe. En Asia meridional y Asia oriental y el Pacífico, el coeficiente de capitalización es superior al 80%, mientras que el PIB per cápita de esas regiones es un 70% y un 40% inferior al de América Latina y el Caribe, respectivamente. La zona del euro presenta niveles inferiores a los de la región, debido a que a partir de 2007 el coeficiente ha disminuido casi 50 puntos porcentuales, del 85% al 38%, como consecuencia de la crisis.

En cuanto a la composición sectorial de la capitalización bursátil, en los países de la región los sectores más relevantes son los el bancario, de finanzas y seguros y el industrial (véase el cuadro III.16)¹⁸. En este ámbito existen diferencias marcadas entre los países; en algunos, como El Salvador y Panamá, el sector financiero es el más relevante, mientras que en otros, como Colombia y el Perú, las empresas mineras ocupan el primer lugar.

Cuadro III.16
ESTRUCTURA DE LA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL DE LAS EMPRESAS NACIONALES
POR SECTOR ECONÓMICO, 2010^a
(En porcentajes)

	Industrial	Minero	Bancario, financiero y de seguros	Agropecuario	Ventas al detalle	Comunicaciones y tecnología	Servicios públicos	Otros	Total
Argentina	54,6	-	20,7	-	-	-	13,7	11,0	100
Bolivia (Estado Plurinacional de)	20,0	-	15,0	-	-	-	3,0	62,0	100
Brasil	21,4	11,3	26,5	0,1	2,4	5,4	8,4	24,5	100
Chile	6,1	-	12,2	-	16,8	2,2	-	62,7	100
Colombia	11,5	42,0	30,0	0,1	1,9	-	13,2	1,4	100
Costa Rica	66,0	-	28,0	-		4,0	-	2,0	100
Ecuador	44,2	-	28,2	0,4	24,2	-	-	2,9	100
El Salvador	-	-	82,0	-	-	18,0	-	-	100
México	9,9	-	8,9	-	-	31,3	-	49,9	100
Panamá	-	0,0	75,0	1,0	4,3	-	-	19,6	100
Perú	11,0	46,1	21,0	1,3	0,6	3,8	5,8	10,3	100
Uruguay	73,0	-	-	-	-	-	27,0	-	100
Promedio	31,8	24,9	31,6	0,6	8,4	10,8	11,8	24,6	100,0

Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAP), Informe anual 2011.

^a En la categoría “Otros” se incluyen los siguientes sectores: Bolivia (Estado Plurinacional de): empresas petroleras; Brasil: petróleo, gas y biocombustible (17,87%) y varios (6,58%); Chile: productos básicos (15,54%), construcción e inmobiliarias (1,15%), consumo (2,92%), servicios públicos (14,25%) y varios (28,79%); México: materiales (15,90%), servicios y bienes de consumo (32,94%) y servicios de salud (1,05%).

Los mercados accionarios se complementan con los sistemas bancarios (Beck y Levine, 2004). Esta complementación es importante en el caso de empresas que no disponen de suficientes garantías para acceder al financiamiento bancario o que tienen acceso a éste, pero necesitan ampliar su capital para evitar un excesivo apalancamiento (Morales, 2009). De todos modos, en América Latina el acceso a los mercados accionarios sigue concentrado en unas pocas empresas grandes, lo que se hace evidente cuando se compara la situación regional con la de los países desarrollados y de países en desarrollo como la India y China. El número de empresas que cotizan en la bolsa incluso ha venido disminuyendo en varios países.

En la mayor parte de la región, el mercado accionario no ha desempeñado un papel relevante en el financiamiento de la inversión. En algunos países su importancia ha sido prácticamente nula (Bolivia (Estado Plurinacional de), Costa Rica, El Salvador y Uruguay) o escasa

¹⁸ Los datos corresponden exclusivamente a las empresas nacionales que cotizan en las respectivas bolsas.

(Ecuador y Venezuela (República Bolivariana de). En cambio, en el Brasil, Colombia, Chile, el Perú y México, las emisiones de acciones desempeñan un papel importante, aunque en todos los casos los porcentajes son inferiores a la inversión financiada por emisiones de acciones en España y Portugal en 2007, antes del comienzo de la crisis.

Otros mecanismos que permiten a las empresas acceder a financiamiento del capital es la participación en bolsas extranjeras como las de Londres, Nueva York (NYSE y NASDAQ) y Tokio, mediante la colocación de títulos de depósito en el mercado estadounidense (ADR) o directamente su inclusión en la lista de entidades cuyas acciones se cotizan en esas bolsas. Los países de todas las regiones emergentes han aumentado las emisiones de acciones en los mercados internacionales y en América Latina y el Caribe el país más activo en este campo ha sido el Brasil. El hecho de que las grandes empresas de algunos países latinoamericanos recurran cada vez más a emisiones en mercados accionarios externos podría estar incidiendo en el lento desarrollo de estos mercados en los países de la región.

Los mercados de bonos también son poco profundos en comparación con otros países y regiones. En relación con el PIB, en 2000-2009 el acervo promedio de bonos ascendió al 33% en siete países de la región, lo que contrasta con un porcentaje superior al 100% en los países del Grupo de los Siete, del 64% en otras economías desarrolladas y del 56% en los países asiáticos¹⁹. Además, en los mercados de la región se observa un predominio de títulos soberanos emitidos por el sector público y una muy baja emisión por parte de las empresas privadas. La existencia de bonos públicos se considera necesaria para el desarrollo de los mercados de deuda y, por ende, para mejorar el acceso a ellos de las empresas privadas; esto obedece a que son activos seguros o libres de riesgo que proporcionan el valor de referencia del costo de los fondos (*benchmark*) y, además, pueden utilizarse como garantías en operaciones financieras, gracias a lo cual que contribuyen a ampliar el alcance del mercado y posibilitan el desarrollo de nuevos segmentos (Jiménez y Manuelito, 2011). Sin embargo, cuando el rendimiento de los títulos públicos es muy elevado, los bancos tienen un incentivo para destinar recursos a su adquisición, en lugar de otorgar créditos con fines de inversión productiva. De todos modos, las empresas de la región aun recurren muy poco al mercado de bonos para su financiamiento. Tal como sucede en el mercado accionario, en este mercado la liquidez es muy baja en términos internacionales.

b) Otros mercados y actores relevantes

Los mercados de derivados están poco desarrollados en la mayoría de los países de la región, salvo escasas excepciones. Estos mercados son eficaces para la cobertura de riesgos, pero no pueden utilizarse directamente para financiar inversiones, aunque pueden favorecerla de manera indirecta. El desarrollo del mercado de derivados en los mercados emergentes se relaciona positivamente con el comercio, la actividad financiera y, en última instancia, el ingreso per cápita (Mihaljek y Packer, 2010).

¹⁹ Los países asiáticos considerados son Indonesia, Malasia, Filipinas, la República de Corea y Tailandia. En la categoría “Otras economías avanzadas” se incluye a Australia, España, Finlandia, Israel, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia. Los países de América Latina incluidos son la Argentina, el Brasil, Chile Colombia, México, el Perú y el Uruguay.

El Brasil es el país con el mercado de derivados más desarrollado de América Latina; de hecho, en 2010 el volumen de transacciones diarias (*turnover*) ascendió a alrededor de 184.000 millones de dólares, equivalentes al 9% del PIB²⁰. Este monto se compara con unos 13,8 billones de dólares (36% del PIB) en las economías avanzadas, en tanto que el total correspondiente a todos los mercados emergentes fue de 1,2 billones de dólares, equivalente a alrededor del 6% del PIB (Mihaljek y Packer, 2010)²¹. En México, cuyo mercado de derivados tiene una relativa relevancia, el volumen de transacciones diarias equivale al 1% del PIB.

La importancia que adquieran estos mercados en el futuro en los países latinoamericanos puede incidir en el desarrollo de otros mercados financieros, como los de bonos y los mercados accionarios. Tal como ocurre con la complementación del sistema bancario y el mercado accionario, el desarrollo en paralelo de los distintos mercados y subsistemas financieros podría traer aparejada una retroalimentación que facilite la canalización del ahorro al financiamiento de largo plazo.

La complejidad de los sistemas financieros de la región ha aumentado en las últimas décadas, período en el que se han incorporado a ellos nuevos actores. En muchos países están adquiriendo una importancia creciente los inversionistas institucionales, entre otros los fondos de pensiones, los fondos mutuos y las empresas de seguros (Banco Mundial, 2011). Estos inversionistas requieren activos a largo plazo, por lo que podrían contribuir a desarrollar los mercados accionarios y de deuda corporativa a mediano y largo plazo. Sin embargo, en varios países el financiamiento de la formación de capital por parte de estos agentes se ha visto limitado por su tendencia a invertir en depósitos bancarios o títulos públicos, ya sea en respuesta a disposiciones regulatorias o por las elevadas tasas de interés que estos ofrecen.

Los fondos de pensiones tienen su origen en las reformas de los sistemas de pensiones que reemplazaron a los antiguos sistemas de reparto por regímenes de capitalización individual o los combinaron con esos regímenes. Estos fondos han ido expandiéndose progresivamente y en 2010 manejaban 456.000 millones de dólares, equivalentes al 30% del PIB de los países incluidos en el cuadro III.17. Chile fue el primer país de la región que implementó este tipo de reformas a comienzos de la década de 1980; actualmente los países cuyos fondos de pensiones revisten una mayor relevancia son Chile (68,7% del PIB) y Panamá (319,7%)²².

En cuanto a los otros inversionistas institucionales, los activos de los fondos mutuos representan el 10% del PIB en siete países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay), mientras que los de las empresas de seguros representan el 6%. Los países de la región han avanzado más en el desarrollo de los fondos de pensiones que en el de los demás inversionistas institucionales²³.

²⁰ El volumen de transacciones diarias se define como el valor total de las transacciones realizadas por día, expresado en dólares y como promedio diario.

²¹ Los datos sobre el volumen de transacciones diarias corresponden a abril de 2010. En promedio, el volumen diario de transacciones se cuadruplicó en la última década.

²² En comparación, en los países del Grupo de los Siete los recursos administrados por los fondos de pensiones equivalen en promedio a solo un 34% del PIB.

²³ En este ámbito existen diferencias entre los países de la región; por ejemplo, en el Brasil los fondos mutuos son muy importantes y administran un total de activos equivalente al 42% del PIB (Banco Mundial, 2011).

Cuadro III.17
AMÉRICA LATINA: RECURSOS ADMINISTRADOS POR LOS FONDOS DE PENSIONES
(En porcentajes del PIB)

País	Junio de 2004	Junio de 2005	Junio de 2006	Junio de 2007	Junio de 2008	Junio de 2009	Junio de 2010
Argentina	11,3	12,3	12,3	13,2	11,8		
Bolivia (Estado Plurinacional de)	19,5	20,1	21,0	22,0	25,2	22,6	28,9
Chile	62,6	63,9	63,2	68,5	65,1	59,9	68,7
Colombia	9,7	11,7	12,9	13,4	15,0	14,1	16,7
Costa Rica	2,1	3,0	3,9	4,9	5,0	5,9	6,8
El Salvador	12,7	16,4	19,5	19,6	22,8	25,5	24,1
México	5,8	6,3	7,1	8,4	7,1	8,5	10,3
Panamá							319,7
Perú	11,2	12,3	14,2	20,5	17,5	15,3	17,7
República Dominicana	0,4	1,7	1,7	2,2	2,9	3,7	4,7
Uruguay	14,4	14,8	13,1	14,5	14,2	12,0	14,3
Total	11,4	12,5	13,7	15,9	14,0	15,6	30,1

Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, *Boletín estadístico AIOS*, N° 23, junio de 2010.

Tradicionalmente, los inversionistas institucionales de la región han colocado un elevado porcentaje de sus carteras en títulos o activos de renta fija (títulos de deuda pública o depósitos bancarios), lo que reduce los fondos disponibles para invertir en instrumentos de deuda de empresas y en participaciones de capital. En el año 2005, los fondos de pensiones tenían en promedio más de la mitad de su cartera invertida en deuda pública y apenas un 10,7% en acciones. Si bien en 2010 la proporción de la cartera invertida en títulos públicos había bajado a 26%, seguía siendo elevada en comparación con la situación de los países desarrollados. En el Grupo de los Siete, por ejemplo, los fondos de pensiones tenían en promedio solo un 16% de la cartera invertida en títulos públicos (Banco Mundial, 2011). Por otra parte, en la región el aumento de la participación en el capital de empresas fue pequeño: del 10,7% en 2005 al 13,5% en 2010. Los fondos mutuos presentan patrones similares, puesto que invierten un porcentaje alto de su cartera en bonos gubernamentales e instrumentos del mercado monetario, aunque también muestran una tendencia a la reducción del acervo de deuda pública²⁴.

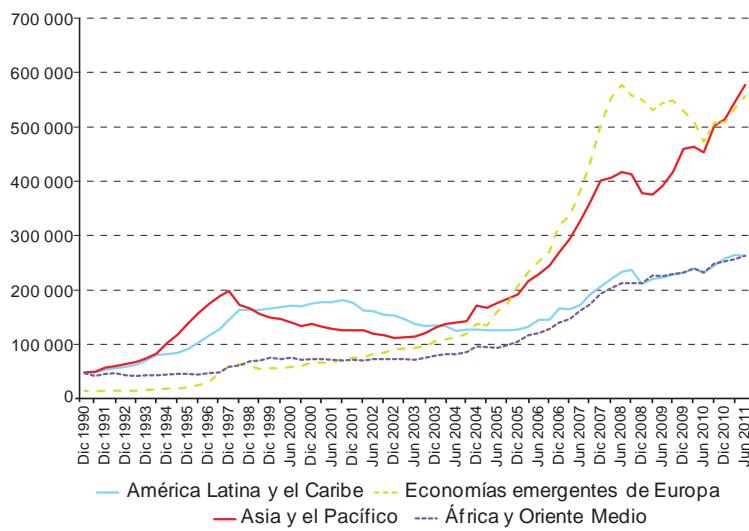
En la región operan otros dos tipos de inversionistas institucionales: i) los fondos de capital privado (*private equity funds*), que suelen invertir en acciones de empresas no transadas en las bolsas de valores, por lo que cuentan con un grado de liquidez muy bajo, y tienen un horizonte temporal de largo plazo y ii) los fondos de capital de riesgo (*venture capital*), que adquieren participación en el capital de empresas de sectores dinámicos de la economía y de las

²⁴ Por ejemplo, en el Brasil el porcentaje de bonos públicos que integran la cartera de los fondos mutuos disminuyó de un 73% en 2003-2004 a un 48% en 2005-2009 (Banco Mundial, 2011). En Chile, este descendió del 14% al 6% y los depósitos bancarios siguen siendo el principal componente de la cartera de inversiones (63%), mientras que las acciones nacionales representan apenas un 9% del total.

que se esperan altos rendimientos en el futuro cercano. Ambos tipos de fondos podrían ser importantes para el financiamiento de las empresas de menor tamaño, pero aunque su presencia en la región ha ido en aumento en la última década todavía no están muy desarrollados (Banco Mundial, 2011).

Las empresas de América Latina y el Caribe recurren cada vez más a créditos bancarios externos para su financiamiento, pero la expansión de este mecanismo es reducida si se la compara con el porcentaje del PIB que representa en otras regiones en desarrollo. Los préstamos bancarios externos otorgados a las empresas de la región aumentaron del 4% del PIB en 1990 al 5% del PIB en 2011. Mientras en 1990 el nivel de préstamos de la banca externa al sector privado no financiero era comparable e incluso superior al de otras regiones en desarrollo, en 2011 era mucho menor (véase el gráfico III.26). En general, los agentes económicos que reciben este tipo de préstamos son las empresas más grandes, en tanto que las pymes difícilmente pueden acceder a los mercados externos; por lo tanto, sus posibilidades de crecimiento se ven limitadas por las carencias del sistema nacional de financiamiento.

Gráfico III.26
PRÉSTAMOS BANCARIOS EXTERNOS AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
(En millones de dólares)



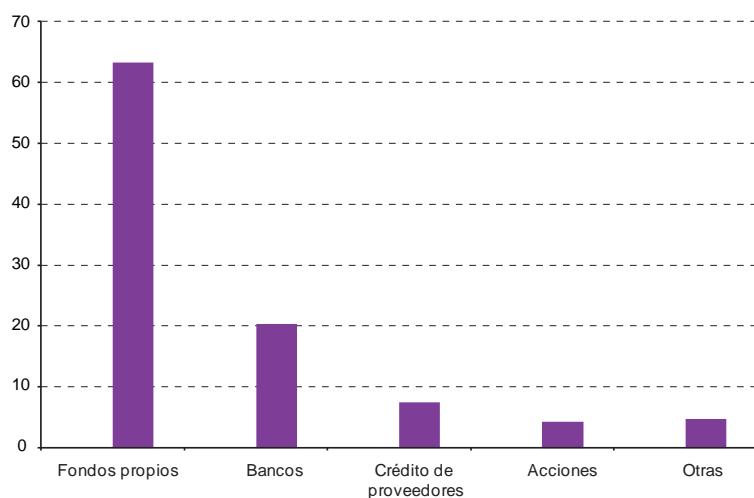
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Banco de Pagos Internacionales (BPI).

c) El financiamiento de las empresas

Las formas que adoptan las necesidades de financiamiento del sector productivo varían en virtud de la etapa de desarrollo en que se encuentran las empresas. En una primera etapa, estas requieren de capital semilla y fondos para nuevos emprendimientos; posteriormente, necesitan financiamiento para capital de trabajo e inversiones y, por último, necesitan recursos para financiar el incremento de capital con fines de crecimiento y expansión.

Dado el escaso desarrollo de los distintos componentes del sistema financiero, los fondos disponibles en América Latina para que el sector productivo cubra esas necesidades son en general escasos. Esto explica la tendencia de las empresas de la región a financiar sus inversiones en un alto porcentaje mediante fondos propios, en lugar de recurrir a los mercados financieros (véase el gráfico III.27). La segunda vía más común de financiamiento de las inversiones de las empresas son los créditos bancarios, mientras que la tercera son los créditos de proveedores. La emisión de acciones representa un porcentaje relativamente bajo.

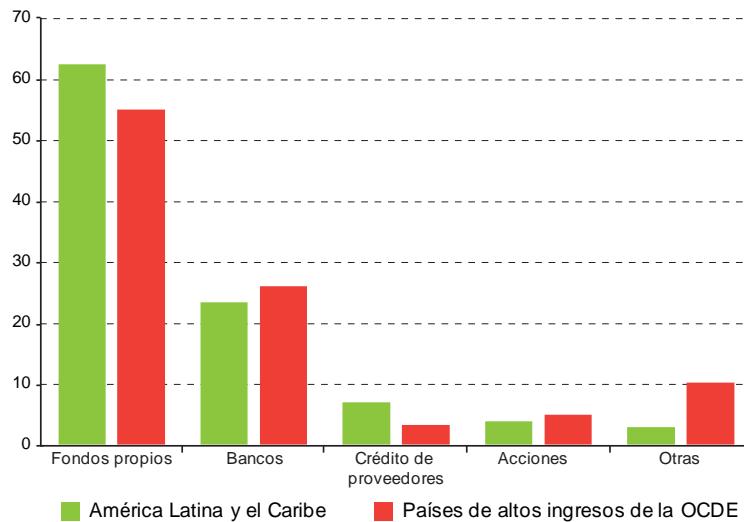
Gráfico III.27
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (31 PAÍSES): ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO
DE LA INVERSIÓN EMPRESARIAL, 2010
(En porcentajes promedio)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de encuestas de empresas del Banco Mundial para 2010, excepto para Brasil, cuya encuesta es para 2009.

En el gráfico anterior se observa tanto el peso del sistema bancario en la estructura financiera como el escaso desarrollo de los mercados bursátiles y de bonos de deuda empresarial. La tendencia al financiamiento con recursos propios es generalizada e independiente del tamaño de las empresas. Incluso las empresas grandes, con 100 o más trabajadores, suelen financiar un mayor porcentaje de sus inversiones con fondos propios que las empresas similares de los países de ingresos altos de la OCDE (véase el gráfico III.28). Si bien el menor desarrollo de los sistemas financieros afecta el financiamiento disponible para todos los tipos de empresas, en la práctica perjudica sobre todo a las de menor tamaño y a las empresas nuevas, lo que refuerza las desigualdades en materia de capacidad productiva e inserción externa. Además, en los casos en que las empresas pequeñas consiguen financiamiento bancario, su costo es significativamente más elevado que para las empresas más grandes.

Gráfico III.28
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y PAÍSES DE ALTOS INGRESOS DE LA OCDE: PROPORCIÓN DE LAS INVERSIONES DE EMPRESAS GRANDES POR FUENTE DE FINANCIAMIENTO, 2010^a
(En porcentajes promedio)



Fuente: Elaborado con base en encuestas de empresas del Banco Mundial para 2010, excepto para Brasil cuya encuesta es para 2009.

^a La información sobre América Latina y el Caribe corresponde a 31 países de la región.

d) La banca de desarrollo

Como se ha señalado, los sistemas financieros de la región son poco profundos y presentan un grado de desarrollo que no facilita el cambio estructural, por el hecho de ofrecer un conjunto muy limitado de instrumentos a largo plazo para financiar inversiones. En cambio, la banca de desarrollo, cuya evolución se analiza a continuación, está en condiciones de desempeñar esta función.

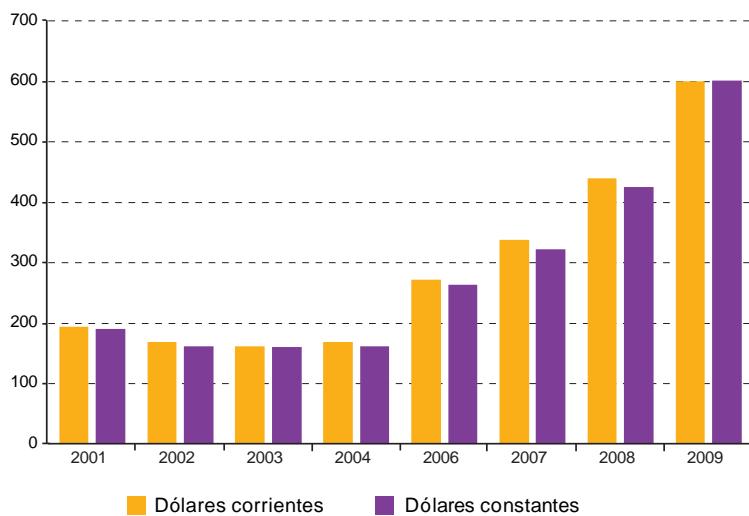
Las instituciones financieras de desarrollo existentes en la región son preponderantemente entidades de propiedad pública (70% del total en diciembre de 2009). Estas instituciones han jugado un papel importante en la provisión de financiamiento a mediano y largo plazo, por lo que han facilitado la inversión productiva y el desarrollo financiero de los países, mediante la creación de instrumentos y mercados en segmentos en los que el sector privado ha mostrado escaso o nulo dinamismo (ALIDE, 2010).

El apoyo directo a la inversión prestado por la banca de desarrollo ha consistido en la identificación, el fomento y el financiamiento de actividades comerciales y la promoción de proyectos acordes a las estrategias de desarrollo nacionales, incluido el desarrollo tecnológico. Como parte de su función de fomento del desarrollo financiero, ha impulsado la creación de nuevos instrumentos, gracias a lo cual ha ampliado el abanico de instrumentos disponibles para el sector productivo; entre ellos figuran el factoraje, el arrendamiento financiero, la titularización de activos, la administración de fideicomisos y la provisión de garantías.

La banca nacional de desarrollo cumple funciones de banca de primer piso y de segundo piso (concesión de préstamos a otras instituciones para financiar proyectos de desarrollo), por lo que complementa las funciones de la banca comercial, fundamentalmente mediante la extensión del acceso, la innovación financiera y el manejo de riesgos.

Durante la década de 1980, la banca de desarrollo de la región perdió importancia relativa en el ámbito del financiamiento productivo, situación que se mantuvo invariable en los años noventa, período en el que se dio prioridad a su función de banca de segundo piso, en el marco de las reformas económicas. A partir de la década de 2000, adquiere un renovado impulso, atribuible al reconocimiento del papel que desempeña en el financiamiento destinado a atender demandas sociales y económicas. Entre los años 2000 y 2009, su cartera de crédito crece a un 15% anual en promedio y se triplica hasta ascender a cerca de 600.000 millones de dólares en 2009 (véase el gráfico III.29).

Gráfico III.29
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CARTERA DE CRÉDITOS DE LA BANCA
DE DESARROLLO, 2001-2009
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de la Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo (ALIDE).

Este dinamismo se refleja en la relevancia que ha adquirido la banca de desarrollo en los sistemas financieros de varios países de la región. En 2009 la participación de la banca de desarrollo de los países de América Latina en el total de créditos otorgados al sector privado fue de casi un 30%; la mayor participación se registra en Costa Rica y el Uruguay, con casi el 50% de los préstamos, y en la Argentina, el Brasil y la República Dominicana, con más de una tercera parte del total (véase el cuadro III.18). Los depósitos del sistema financiero nacional muestran una situación similar, puesto que en promedio el 24% de estos se canalizan a la banca de desarrollo. En este caso, también destacan Costa Rica, país en el que capta cerca del 70% del total de depósitos; la Argentina y el Uruguay, en los que absorbe cerca del 45%, y el Brasil y la República Dominicana, en los que representa cerca de una tercera parte.

En la región, la banca de desarrollo ha apoyado el financiamiento de viviendas e infraestructura. La Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú muestran avances significativos en la titularización de créditos hipotecarios²⁵. La modalidad de financiamiento de proyectos conjuntos con entidades públicas y privadas ha adquirido importancia en algunos países en el financiamiento de obras de infraestructura, en tanto que la constitución de fondos de garantía en varios países es un ejemplo de desarrollo de instrumentos que estimulan sinergias entre el financiamiento público y el privado destinado de las pymes²⁶. Por su parte, la banca multilateral de desarrollo ha cumplido un papel complementario que se detalla en el recuadro III.1.

Cuadro III.18
PARTICIPACIÓN DE LA BANCA DE DESARROLLO EN LA CARTERA DE CRÉDITOS
AL SECTOR PRIVADO, 2009
(En porcentajes)

País	Participación
Argentina	37,7
Bolivia (Estado Plurinacional de)	0,3
Brasil	37,0
Chile	20,8
Colombia	15,6
Costa Rica	49,0
Ecuador	18,6
El Salvador	8,0
Guatemala	22,0
Honduras	11,6
México	14,3
Panamá	10,4
Paraguay	7,6
Perú	3,5
República Dominicana	36,3
Uruguay	47,8
América Latina	29,9

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de la Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo (ALIDE) y de Latin American and Caribbean Macro Watch del Banco Interamericano de Desarrollo.

²⁵ La titularización de créditos (*securitization*) es una operación consistente en la compra a los bancos de primer piso de carteras de derechos de créditos por parte de la banca de desarrollo, que las transforma en paquetes de créditos y las coloca en el mercado de valores. Esto permite a los bancos transferir sus riesgos de crédito a dicho mercado y captar recursos para la concesión de nuevos créditos.

²⁶ El programa de desarrollo de proveedores mediante la implementación del factoraje electrónico de la Nacional Financiera (NAFIN) en México ha permitido un financiamiento oportuno y a menor costo de las pymes.

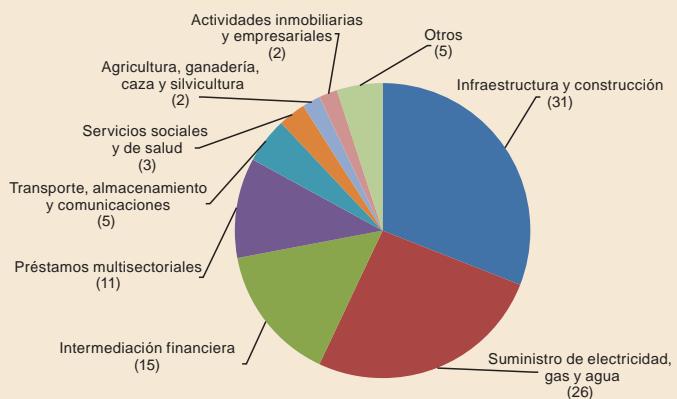
Recuadro III.1
LA BANCA MULTILATERAL DE DESARROLLO

La banca multilateral de desarrollo capta recursos en los mercados financieros internacionales en condiciones generalmente ventajosas, dado que tiene una mejor calificación de riesgo que la de sus países miembros, y los canaliza a estos. Entre otros, en la región operan el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (Banco Mundial), de alcance mundial; el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), institución de carácter regional, y el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), el Banco de Desarrollo del Caribe (BDC), el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF). Originalmente, los bancos multilaterales de desarrollo se dedicaban a la movilización de recursos a mediano y largo plazo para el financiamiento de inversiones productivas en áreas que favorecieran la complementación económica. Paulatinamente, la banca de desarrollo regional y subregional han asumido funciones más amplias, concretamente la intermediación financiera indirecta mediante préstamos a instituciones financieras locales o inversiones en estas, con el propósito de que otorguen préstamos a empresas, y la prestación de apoyo a fondos (de capital de riesgo y de capital privado) para que aporten capital a las empresas.

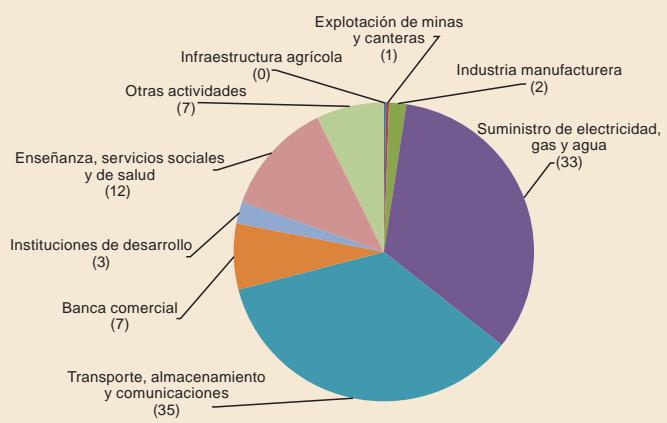
Al igual que la banca de desarrollo nacional, la banca subregional perdió importancia relativa durante los años ochenta y comenzó a recuperarla en los noventa. En la década de 2000, la banca subregional incrementó significativamente el monto de recursos canalizados y su participación relativa en el total de créditos otorgados por los bancos multilaterales de desarrollo a América Latina y el Caribe. En efecto, en 2011 la banca subregional concedió préstamos a la región por un total cercano a los 12.000 millones de dólares, cifra que representa el 36% del total de créditos otorgados por los bancos multilaterales de desarrollo a la región. Por su parte, el Banco Interamericano de Desarrollo otorgó el 34% de los créditos y el Banco Mundial el 30%. Pese a su importancia, estas cifras son mucho menores que la cartera de crédito del mayor banco de fomento de la región (BNDES) y que los créditos que ha concedido China a América Latina y el Caribe en los últimos años (73.000 millones de dólares, que supera por más del 50% lo concedido por el Banco Mundial) (Kevin Gallagher, *China and the Latin American economies*, trabajo presentado en la CEPAL el 17 de julio de 2012).

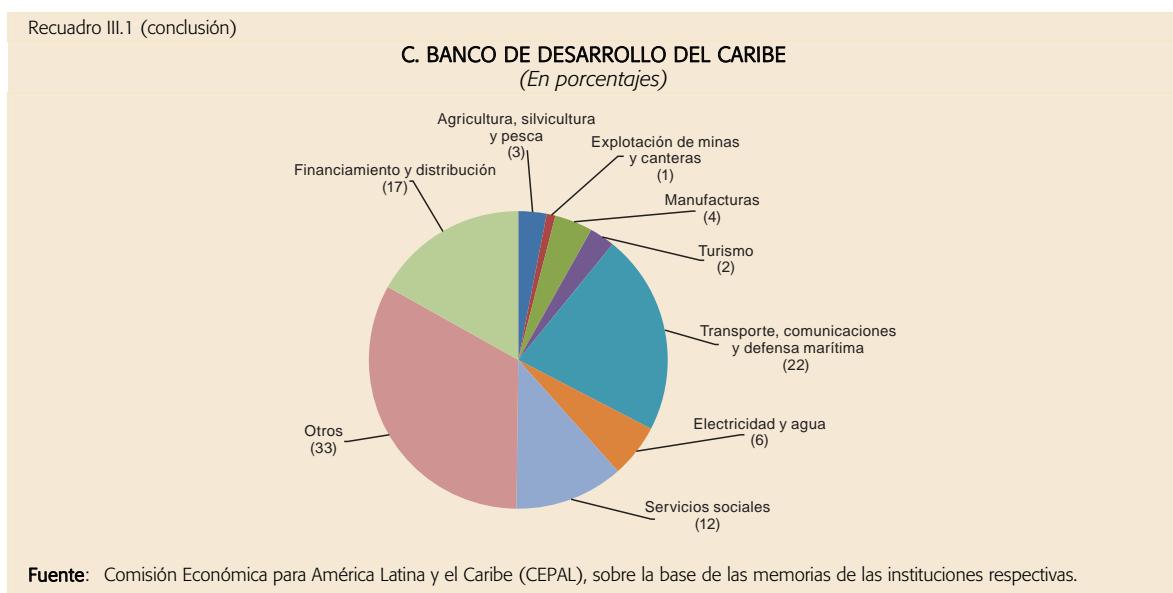
En los gráficos siguientes se muestra la estructura sectorial de las carteras del Banco Centroamericano de Integración Económica, el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y el Banco de Desarrollo del Caribe.

A. BANCO CENTROAMERICANO DE INTEGRACIÓN ECONÓMICA
(En porcentajes)



B. BANCO DE DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA (CAF)
(En porcentajes)





G. La rentabilidad de la inversión y la inercia de la estructura productiva

1. La dimensión microeconómica

Un patrón de especialización requiere, para su transformación, que las decisiones de inversión de los agentes económicos se dirijan a nuevos sectores, en lugar de reforzar los existentes. Para que esto ocurra, la estructura de incentivos (rentabilidades relativas) en la que los agentes basan sus decisiones debe favorecer a esos nuevos sectores²⁷. Hay muchos factores iniciales que dificultan la diversificación, especialmente en América Latina y el Caribe, región en la que la competitividad depende de ventajas comparativas estáticas y no de las capacidades tecnológicas. Hay fuertes asimetrías, que hacen que la eficiencia y la rentabilidad de los sectores intensivos en tecnología sean relativamente más bajas en la región, a lo que se añade el efecto del alza de los precios de los productos básicos. Este fenómeno ha fortalecido la rentabilidad relativa de los sectores intensivos en recursos naturales y, por ende, reforzado la inversión en estos por parte de los principales agentes productivos.

Las decisiones de inversión dependen, en último término, de las rentabilidades relativas que caracterizan a una determinada estructura productiva. Interesan, en particular, las decisiones de inversión de las grandes empresas, por su papel de liderazgo tecnológico y productivo en muchos sectores dinámicos de la economía²⁸.

²⁷ La estructura de incentivos depende de variables estáticas, como la dotación de factores productivos en un momento dado y la existencia o inexistencia de políticas destinadas a redefinir las ventajas comparativas estáticas para transformarlas en ventajas comparativas dinámicas, también conocidas como "ventajas competitivas".

²⁸ La participación de las grandes empresas de América Latina en los sectores intensivos en conocimiento ha sido limitada. Esto obedece a diversas razones, entre las que destacan el contexto macroeconómico, las políticas públicas implementadas en respuesta a ese contexto, las deficiencias institucionales, las limitaciones de la ejecución de las políticas de industrialización, las modalidades de atracción de inversiones extranjeras, y factores relacionados con los patrones de gestión y el control familiar.

La rentabilidad relativa de los sectores no depende solo del retraso tecnológico en un momento dado. También depende de la inercia de la evolución tecnológica y los procesos de aprendizaje, que dificultan el inicio de una nueva trayectoria. Esta influencia del pasado se conoce como “dependencia de la trayectoria previa” (*path dependence*), concepto según el cual hay situaciones o eventos históricos que pueden tener importantes consecuencias para el desarrollo futuro de un sistema, cuyos efectos no son necesariamente óptimos. El concepto de dependencia de la trayectoria supone la existencia de retornos crecientes o de una retroalimentación positiva, en virtud de las cuales las ventajas de una trayectoria tecnológica (o de un determinado tipo de instituciones o decisiones) se amplían a medida que son adoptadas por más agentes. Por lo tanto, se hace cada vez más costoso abandonar tal trayectoria, porque se produce el bloqueo de otras posibles alternativas (David, 1985; Arrow, 2000).

En caso de bloqueo, las decisiones de los agentes pueden obstaculizar la revisión y corrección de resultados subóptimos. Estas decisiones reflejan la estructura vigente de precios y las barreras a la difusión tecnológica. En situaciones como esta, el papel de las políticas es clave para poner fin al bloqueo y crear instituciones que favorezcan al aprendizaje y la innovación. El Estado debe intervenir para cambiar la estructura productiva o transformar la relación subyacente de los agentes (David, 2000). En ausencia de tal intervención, el patrón vigente tiende a perpetuarse, como se explica a continuación.

Más aún, en algunas ocasiones, la política pública, en lugar de promover un sendero de desarrollo sostenible, aumenta el bloqueo de la estructura productiva, por ejemplo, al subsidiar al consumo de combustibles fósiles y electricidad para aumentar la rentabilidad de actividades maduras y contaminantes, por razones de captura regulatoria (véase el cuadro III.19 para el caso de los combustibles fósiles). En algunos países, el monto de estos subsidios supera, por ejemplo, a los gastos públicos en salud (Naciones Unidas, 2012). Este sesgo en la política, unido a la alta correlación entre consumo de energía e ingreso y una muy baja elasticidad precio de la demanda, dificulta los esfuerzos para avanzar hacia un patrón productivo sostenible (Galindo y Samaniego, 2010).

Cuadro III.19
AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): SUBSIDIOS A LOS COMBUSTIBLES FÓSILES, 2008-2010
(En miles de millones de dólares y porcentajes del PIB)

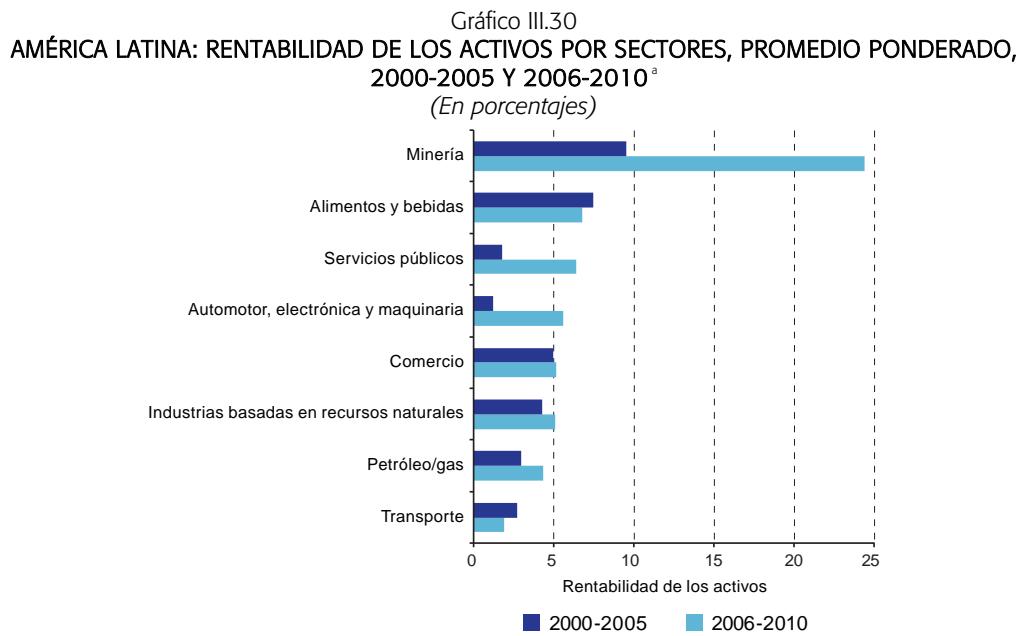
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Argentina	18,1	5,9	6,5	5,5	1,9	1,8
Colombia	1,0	0,3	0,5	0,4	0,1	0,2
Ecuador	4,6	1,6	3,7	8,4	3,1	6,7
El Salvador	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	5,6
México	22,5	3,4	9,5	2,1	0,4	0,9
Perú	0,6	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0
Venezuela (República Bolivariana de)	24,2	14,1	20,0	7,8	4,3	5,1

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales de los países y de Agencia Internacional de Energía (AIE), *World Energy Outlook 2011*, noviembre de 2011.

2. Incentivos microeconómicos e inercia estructural

La dinámica de la especialización productiva depende de los incentivos económicos y la conducta de los agentes productivos. Este es un aspecto importante para entender no solo el patrón de especialización, sino también las fuerzas que llevan a su autoreforzamiento, así como el efecto de los choques externos en el funcionamiento del modelo de desarrollo. Las diferencias de rentabilidad de los sectores definen la orientación de la inversión. En la medida que las mayores rentabilidades están asociadas a sectores con menor intensidad de conocimientos, la estructura productiva se mantendrá bloqueada en una trayectoria tecnológicamente menos dinámica. Más aun, por no tener en cuenta las externalidades negativas ambientales, las señales de costos y rentabilidad sesgan el modelo de crecimiento en una dirección no sostenible. Ello impide el desarrollo de nuevas tecnologías que ofrezcan, por ejemplo, opciones energéticas en materia de transporte, desarrollo urbano y producción con un menor nivel de emisiones de carbono.

En el gráfico III.30 se presentan los coeficientes promedio de rentabilidad de los activos (*return on assets*) ponderados por el tamaño de las empresas de distintos sectores en los períodos 2000-2005 y 2006-2010, lo que permite comparar la rentabilidad relativa de los sectores. En ambos períodos, los sectores intensivos en conocimientos no aparecen como los más rentables. Las industrias electrónica y de informática, de maquinarias y automotor presentan tasas de rentabilidad de los activos del orden del 25% de la rentabilidad de la minería en 2006-2010²⁹. Más aun, las actividades intensivas en conocimiento no superan la rentabilidad de los sectores de consumo masivo (alimentos y bebidas) y servicios públicos.



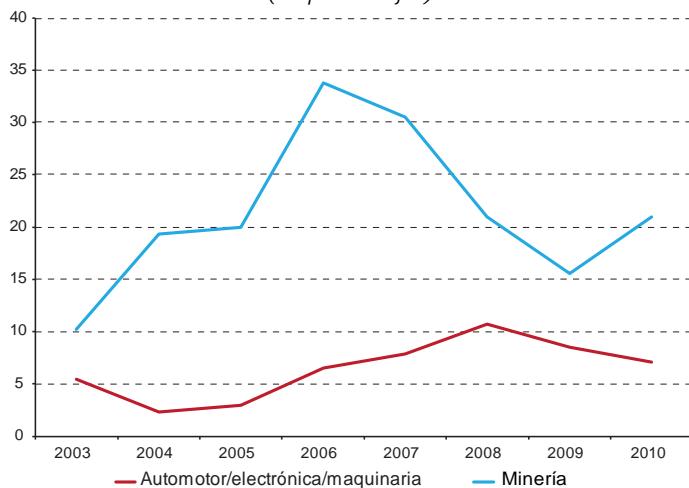
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos proporcionados por el Departamento de estudios y proyectos especiales de la revista *América economía*.

^a Ponderación sobre la base de la participación de cada empresa en las ventas del sector. Las industrias basadas en recursos naturales son las productoras de cemento y aluminio, siderúrgicas, químicas, petroquímicas, productoras de papel y celulosa, y agroindustriales.

²⁹ La consideración de las 500 mayores empresas del mundo permite concluir que los sectores de recursos naturales también muestran una rentabilidad relativamente alta, aunque menor en valores absolutos que la registrada en América Latina y el Caribe. Otra diferencia clave en este ámbito es la menor concentración en estos sectores, tanto a nivel mundial como en determinadas regiones.

En el gráfico III.31 se ilustra la rentabilidad de los activos de las empresas de sectores intensivos en conocimientos en comparación con las empresas mineras en el período de crecimiento comprendido entre los años 2003 y 2010. A partir de 2004, el incremento de la rentabilidad de estos sectores se debió fundamentalmente al desarrollo del mercado interno, fenómeno de particular importancia para la industria automotriz, y a las sostenidas medidas de política favorables a este sector, especialmente en el mayor mercado de la región, Brasil, donde se implementaron medidas anticíclicas, tanto fiscales como crediticias, durante la crisis de 2008-2009. Esta situación contrasta con la elevada rentabilidad del sector minero desde comienzos del decenio, tendencia derivada de la bonanza de los precios internacionales. En la muestra de empresas considerada se observan grandes diferencias de rentabilidad que explican por qué la inversión se canaliza hacia los sectores basados en recursos naturales.

Gráfico III.31
AMÉRICA LATINA: RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS EN SECTORES INTENSIVOS EN CONOCIMIENTO
Y EN LA MINERÍA, 2003-2010
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos proporcionados por el Departamento de estudios y proyectos especiales de la revista *América economía*.

En suma, las diferencias tecnológicas entre América Latina y el Caribe, por una parte, y los países desarrollados, por otra, son más marcadas en los sectores intensivos en conocimientos. Estas diferencias se manifiestan en la brecha de productividad y reducen la competitividad, debido a lo cual la rentabilidad de estos sectores es inferior a los especializados en productos de exportación basados en la dotación de recursos naturales. Sin políticas activas que modifiquen las rentabilidades relativas, se perpetuará la relación negativa entre intensidad en conocimientos y rentabilidad, lo que contribuirá a reproducir el patrón de especialización vigente.

En un contexto de alta demanda de productos primarios y precios al alza, el modelo de apertura consolidó un vector de incentivos que ha redundado en el autoreforzamiento de la especialización productiva de la región en productos que ya constituían su base competitiva inicial. Las decisiones sobre inversión refuerzan la trayectoria vigente, en tanto que los macroprecios no favorecen las inversiones que pueden diversificar la estructura productiva y fortalecer los encadenamientos hacia delante o hacia atrás. Para superar este problema es necesario redefinir la estructura sectorial de incentivos a la inversión, desafío que los encargados de la formulación de políticas públicas no podrán ignorar en los próximos años si se aspira a avanzar en un proceso de cambio estructural con creación de empleos de calidad.