



2018

Estudio Económico de América Latina y el Caribe

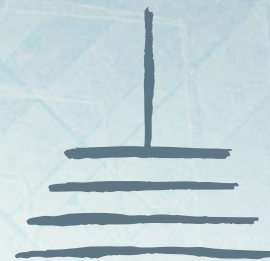
Evolución de la inversión en América Latina
y el Caribe: hechos estilizados, determinantes
y desafíos de política



NACIONES UNIDAS



POR UN DESARROLLO
SOSTENIBLE CON IGUALDAD



2018

Estudio Económico de América Latina y el Caribe

Evolución de la inversión en América Latina
y el Caribe: hechos estilizados, determinantes
y desafíos de política



NACIONES UNIDAS



Alicia Bárcena
Secretaria Ejecutiva

Mario Cimoli
Secretario Ejecutivo Adjunto

Raúl García-Buchaca
Secretario Ejecutivo Adjunto
para Administración y Análisis de Programas

Daniel Titelman
Director de la División de Desarrollo Económico

Ricardo Pérez
Director de la División de Publicaciones y Servicios Web

El *Estudio Económico de América Latina y el Caribe* es un documento anual de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). La elaboración de la edición de 2018 estuvo encabezada por Daniel Titelman, Director de la División, y la coordinación estuvo a cargo de Jürgen Weller.

En esta edición, la División de Desarrollo Económico contó con la colaboración de la División de Estadísticas, la División de Comercio Internacional e Integración, las sedes subregionales de la CEPAL en Ciudad de México y Puerto España, y las oficinas nacionales de la Comisión en Bogotá, Brasilia, Buenos Aires, Montevideo y Washington D.C.

Las secciones de la primera parte, "Situación económica y perspectivas para 2018", se basan en insumos preparados por los siguientes expertos: Alejandra Acevedo, Claudio Aravena, Claudia de Camino, Pablo Carvallo, Ivonne González, Michael Hanni, Juan Pablo Jiménez, Esteban Pérez Caldentey, Ramón Pineda, José Antonio Sánchez, Cecilia Vera y Jürgen Weller.

La segunda parte, "Evolución de la inversión en América Latina y el Caribe: hechos estilizados, determinantes y desafíos de política", fue coordinada por Esteban Pérez Caldentey y Daniel Titelman. En su elaboración participaron Cristóbal Budnevich, Luis Díaz y Luis Méndez. Se incorporaron insumos preparados por los consultores Hildegart Ahumada, Daniel Aromí, Carolina Durana, Juan Carlos Moreno Brid, Camila Pérez y Leonardo Villar. Salvador Figueroa, Goon Jang, Isabel Salat y Joaquín Sánchez colaboraron como asistentes de investigación.

Las notas sobre los países fueron elaboradas por los siguientes expertos: Olga Lucía Acosta, Maharouf Adedayo, Dillon Alleyne, Anahí Amar, Martín Brun, Claudia de Camino, Martín Cherkasky, Marcos Chiliatto, Tomás Concha, Cameron Daneshvar, Randolph Gilbert, Sonia Gontero, Enrique González, Michael Hendrickson, Álvaro Lalanne, Jesús López, Sheldon McLean, Rodolfo Minzer, Carlos Mussi, Ramón Padilla, Machel Pantin, Esteban Pérez Caldentey, Juan Carlos Ramírez, Juan Carlos Rivas, Indira Romero, Jesús Santamaría, Nyasha Skerrette, Hidenobu Tokuda, Juan Guillermo Valderrama y Francisco Villarreal. Michael Hanni y Albert Klein revisaron las notas de los países del Caribe. Georgina Cipoletta colaboró en la revisión de las notas de los países de América Latina. Sonia Albornoz estuvo a cargo del anexo estadístico.

Notas explicativas

- Los tres puntos (...) indican que los datos faltan, no constan por separado o no están disponibles.
- La raya (-) indica que la cantidad es nula o despreciable.
- La coma (,) se usa para separar los decimales.
- La palabra "dólares" se refiere a dólares de los Estados Unidos, salvo cuando se indique lo contrario.
- La barra (/) puesta entre cifras que expresen años (por ejemplo, 2013/2014) indica que la información corresponde a un período de 12 meses que no necesariamente coincide con el año calendario.
- Debido a que a veces se redondean las cifras, los datos parciales y los porcentajes presentados en los cuadros no siempre suman el total correspondiente.

Presentación.....	13
Resumen ejecutivo	15
Parte I	
Situación económica y perspectivas para 2018.....	23
Capítulo I	
Panorama regional	25
A. El contexto internacional	27
1. La economía mundial mantiene su dinamismo en 2018, impulsado por los Estados Unidos y el grupo de economías emergentes	27
2. El volumen del comercio mundial cobró dinamismo en 2017, pero ha comenzado a mostrar signos de moderación y está sujeto a riesgos a la baja	29
3. El precio de los productos básicos aumentará de nuevo en 2018	33
4. Los mercados financieros iniciaron el año con un aumento de la volatilidad, una caída de los flujos dirigidos a los mercados emergentes, una depreciación cambiaria respecto del dólar y una reducción importante de los precios en los mercados accionarios	34
5. La Reserva Federal aumentaría la tasa de interés de política dos veces más en la segunda mitad del año y tres veces más en 2019	37
6. Síntesis.....	38
B. La evolución de la liquidez a nivel global.....	39
1. En 2017 se aceleró el ritmo de expansión de la liquidez global, debido al dinamismo del mercado internacional de bonos y a la recuperación de los préstamos transfronterizos	39
2. Se registró una de las tasas de crecimiento de la liquidez otorgada a las economías emergentes más elevadas desde principios de la década de 2000.....	40
3. El comportamiento de la liquidez global ha contribuido a un mayor endeudamiento total en todos los sectores institucionales	42
4. El mayor dinamismo de la liquidez global en 2017 responde a expectativas de mayor rentabilidad.....	43
5. Para 2018 se espera una disminución de la liquidez a nivel mundial y, sobre todo, de la otorgada a las economías emergentes.....	45
C. El sector externo	46
1. Se espera que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se amplíe en 2018 como resultado de un mayor déficit de la cuenta de servicios, una mayor remisión de utilidades de inversión extranjera y mayores pagos de intereses de deuda externa.....	46
2. En 2018 se mantendría el superávit de la balanza de bienes, aunque sería menor que el del año anterior, debido a un crecimiento de las importaciones mayor que el de las exportaciones	47
3. El déficit de la balanza de renta se ampliaría en 2018	53
4. En 2018 el déficit en la cuenta de servicios aumentaría, al mismo tiempo que se ampliaría el superávit en la balanza de transferencias corrientes, gracias al flujo sostenido de remesas hacia la región.....	54
5. En línea con lo que se observó a nivel del total de los mercados emergentes, los flujos financieros hacia la región disminuyeron en los primeros cuatro meses de 2018 y se recuperaron a partir de ese momento	55
6. A partir de febrero de 2018 se revirtió la tendencia a la baja del riesgo soberano de la región que se presentaba desde 2016	58
7. Las emisiones de deuda de los países de la región en los mercados internacionales mostraron una caída (-7%) en el primer semestre del año con relación a igual período de 2017	59
D. El desempeño interno	60
1. El crecimiento económico de América Latina y el Caribe se mantiene a un ritmo bajo en 2018.....	60
2. La demanda interna crece impulsada por la recuperación de la inversión, y el consumo privado persiste como principal fuente del crecimiento	61

3.	El consumo privado se incrementa de forma generalizada en América Latina	63
4.	En el primer trimestre de 2018 la formación bruta de capital fijo sigue aumentando en América Latina	63
5.	Los servicios y, en menor medida, la industria manufacturera son los sectores de actividad económica que impulsan el crecimiento	64
6.	La mejora de los términos de intercambio ha favorecido la dinamización tanto del consumo como de la inversión.....	65
7.	La inflación regional se desaceleró en 2017, manteniendo la dinámica que mostraba desde la segunda mitad de 2016, y en el primer semestre de 2018 ha repuntado, en especial en América del Sur	66
8.	En 2017, la reducción de la inflación de bienes, en especial de alimentos, fue mayor que la observada en la inflación general.....	68
9.	En 2018, las fuerzas que impulsaron el descenso de la inflación se mantuvieron en los primeros cuatro meses, pero la mayor volatilidad cambiaria e incrementos en los precios de la energía y de algunos servicios han ocasionado un alza de la inflación entre mayo y junio.....	70
10.	Para el primer trimestre de 2018 se constata una tendencia hacia una moderada mejora del desempeño del mercado laboral regional	71
11.	En 2017 el desempleo regional volvió a subir, aunque en menor magnitud que el año anterior, y se observaron signos de cambio de tendencia.....	71
12.	En el primer trimestre de 2018 se registran leves mejoras en las tasas de ocupación y desempleo	72
13.	El deterioro de la calidad media del empleo sigue representando un gran desafío	74
14.	Los salarios reales continúan creciendo, pero con diferentes tendencias a nivel subregional	77
15.	Para 2018 se espera una leve caída de la tasa de desempleo	79
E.	Las políticas macroeconómicas	80
1.	En 2018 continúa la consolidación fiscal en la región, lo que se ha reflejado en una mejora del resultado primario.....	80
2.	La deuda pública se mantiene estable gracias a la mejora de la posición fiscal y el repunte de la actividad económica	82
3.	El impulso del gasto público al crecimiento económico continuará restringido en 2018.....	85
4.	El contexto macroeconómico sigue favoreciendo el repunte de los ingresos públicos en América del Sur.....	88
5.	Los gestores de políticas han empleado el espacio que otorga la dinámica de la inflación para estimular la demanda agregada interna, pero el fortalecimiento del dólar ha reducido este espacio en algunas economías.....	91
6.	Las tasas de interés activas muestran una reducción y el crédito destinado al sector privado crece a un menor ritmo	94
7.	Tras la reducción observada en 2017, en 2018 aumenta la volatilidad cambiaria, al tiempo que el dólar se fortalece.....	96
8.	Las reservas internacionales continúan creciendo, aunque descienden con respecto al PIB.....	97
F.	Riesgos del escenario internacional de 2018 y proyecciones de actividad para América Latina y el Caribe.....	99
1.	Las proyecciones de actividad para América Latina y el Caribe se dan en un contexto internacional que muestra un cambio respecto de lo observado durante 2017	99
2.	La proyección de crecimiento para América Latina y el Caribe se ha revisado a la baja y se prevé que este llegará al 1,5%, tanto por las actuales condiciones financieras externas menos favorables como por factores propios de ciertas economías	100
	Bibliografía	103

Parte II

Evolución de la inversión en América Latina y el Caribe: hechos estilizados, determinantes y desafíos de política.....	105
Introducción.....	107

Capítulo II

Hechos estilizados de la evolución de la formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe de 1995 a 2017.....	109
Introducción.....	111
A. La evolución de la inversión en su conjunto muestra un aumento tendencial de esta en el período 1995-2017.....	112
B. El aumento tendencial de la inversión se explica por el desempeño de la maquinaria y equipo, que es su componente más dinámico.....	116
C. El avance de la maquinaria y equipo no ha logrado contrarrestar la importancia de la construcción como principal componente de la inversión, ni a nivel agregado ni a escala sectorial.....	118
D. Los sectores con mayor peso en la inversión suelen tener un encadenamiento bajo con el resto de la economía.....	121
E. En el análisis de la inversión por país a nivel de empresas se obtiene el mismo patrón que a nivel agregado y sectorial, y se observa que la generación de inversión está muy concentrada.....	122
F. Conclusiones.....	127
Bibliografía.....	127
Anexo II.A1.....	128

Capítulo III

Un análisis empírico de los determinantes de la inversión.....	129
Introducción.....	131
A. El ciclo de la inversión y sus características.....	132
B. Análisis macroeconómico de los determinantes de la inversión en América Latina.....	135
1. El nivel de actividad.....	135
2. La tasa de interés interna.....	138
3. La tasa de interés externa y el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI).....	139
4. Los precios de los productos básicos.....	141
5. El tipo de cambio real.....	142
C. Resultados de la estimación de la ecuación de inversión.....	144
D. Un análisis de la importancia relativa de los determinantes de la inversión.....	145
E. Los determinantes de la inversión: un análisis micro a nivel de empresas.....	148
F. Conclusiones.....	152
Bibliografía.....	154
Anexo III.A1.....	159

Capítulo IV

Hechos estilizados y principales determinantes de la inversión: un análisis de países seleccionados de América Latina y el Caribe.....	163
Introducción.....	165
A. El caso de la Argentina.....	166
1. Hechos estilizados del comportamiento de la inversión en la Argentina.....	166
2. Un análisis de largo plazo entre la formación bruta de capital fijo y el PIB.....	168
3. Análisis de los determinantes del coeficiente de inversión.....	170
B. El caso de Chile.....	171
1. Hechos estilizados del comportamiento de la inversión en Chile.....	171
2. Análisis empírico de la relación de la inversión con la actividad económica a través de la contabilidad del crecimiento.....	174

C.	El caso de Colombia.....	176
1.	Hechos estilizados del comportamiento de la inversión en Colombia.....	176
2.	Un análisis de la evolución de los componentes de la inversión.....	177
3.	Un análisis de la inversión en el período más reciente (2000-2016): variables asociadas con el auge.....	179
D.	El caso de México.....	184
1.	Hechos estilizados del comportamiento de la inversión en México.....	184
2.	Un análisis empírico de los determinantes de la inversión en México a nivel agregado por el lado de la oferta y la demanda.....	185
E.	Conclusiones.....	197
	Bibliografía.....	198
	Anexo IV.A1.....	202
	Anexo Estadístico.....	203
	Cuadros	
Cuadro I.1	Tasas de variación de los precios internacionales de los productos básicos, 2016-2018.....	33
Cuadro I.2	Tasa de variación de la liquidez global y sus distintos componentes, 2014-2017.....	41
Cuadro I.3	Acervo de deuda respecto del PIB por sector institucional, 2015-2017.....	42
Cuadro I.4	América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, diciembre de 2015 a junio de 2018.....	66
Cuadro I.5	América Latina y el Caribe (países seleccionados): variaciones trimestrales del tipo de cambio nominal respecto del dólar, primer trimestre de 2016 a junio de 2018.....	96
Cuadro II.1	América Latina y Estados Unidos: componentes de la formación bruta de capital fijo, 1995-2016.....	116
Cuadro II.2	Brasil, Chile, Colombia y México: descomposición de la formación bruta de capital por sector de actividad económica y por activo, 1995 y 2014.....	119
Cuadro II.3	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: inversión de largo plazo por sector, 2008-2016.....	123
Cuadro II.4	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: concentración promedio de la inversión de largo plazo a nivel de las empresas, 2008-2016.....	124
Cuadro II.5	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: concentración promedio de la inversión de largo plazo a nivel de las empresas, clasificación por percentil, 2008-2016.....	125
Cuadro III.1	América Latina y el Caribe: cociente entre la amplitud (cambio porcentual) y efecto acumulativo de la contracción y la expansión en los componentes de la demanda agregada y los registrados en el PIB, primer trimestre de 1990 a cuarto trimestre de 2016.....	133
Cuadro III.2	América del Sur: cociente entre la amplitud (cambio porcentual) y efecto acumulativo de la contracción y la expansión en los componentes de la demanda agregada y los registrados en el PIB, primer trimestre de 1990 a cuarto trimestre de 2016.....	133
Cuadro III.3	Centroamérica: cociente entre la amplitud (cambio porcentual) y efecto acumulativo de la contracción y la expansión en los componentes de la demanda agregada y los registrados en el PIB, primer trimestre de 1990 a cuarto trimestre de 2016.....	134
Cuadro III.4	América Latina (países seleccionados): coeficiente de correlación, datos trimestrales, 2005-2017.....	139
Cuadro III.5	América Latina (países seleccionados): correlación entre las tasas de variación de los precios de los productos básicos y de la formación bruta de capital fijo, por ciclos, 1990-2016.....	142
Cuadro III.6	Chile, Colombia, México y Perú: intervenciones en el mercado cambiario y proporción de las intervenciones cambiarias realizadas en períodos de apreciación y de depreciación cambiaria, 1996-2011.....	143
Cuadro III.7	América Latina (países seleccionados): variables utilizadas en la estimación de la ecuación de inversión, 1995-2017.....	144
Cuadro III.8	América Latina (países seleccionados): resultados de la estimación econométrica de la ecuación de inversión, 1995-2017.....	145

Cuadro III.9	América Latina (países seleccionados): resultados de la estimación de la importancia relativa de los determinantes de la inversión, con y sin índice de actividad, 1995-2017	147
Cuadro III.10	América Latina (países seleccionados): indicadores financieros seleccionados de empresas que reportan hojas de balances y estado de resultados, 2010-2016.....	150
Cuadro III.11	América Latina (países seleccionados): resultados de la estimación econométrica de la ecuación de inversión, 2006-2016	152
Cuadro IV.1	Argentina: coeficientes de inversión y su descomposición en construcción, transporte y maquinaria y equipo, a precios corrientes y constantes, 1950-2015	167
Cuadro IV.2	Resultados de la estimación de la regresión de inversión, 1953-2015	170
Cuadro IV.3	Chile: inversión por sector de actividad económica, 1995-2016.....	173
Cuadro IV.4	Chile: contribución del trabajo, el capital y la productividad total de los factores (PTF) al crecimiento del PIB, 1990-2015.....	174
Cuadro IV.5	Chile: valor agregado, acervo de capital y total de horas trabajadas, por sector de actividad económica	175
Cuadro IV.6	México: efectos multiplicadores de la inversión y de las exportaciones sobre el PIB	188
Cuadro IV.7	México: formación bruta de capital fijo, total por destino para cada sector de actividad económica, 2003, 2008 y 2015	191
Cuadro IV.8	México: sectores de actividad económica y sus efectos internos de arrastre y empuje, 2013.....	192
Cuadro IV.9	México: formación bruta de capital fijo, importada para cada sector de actividad económica, 2003, 2008 y 2015	193
Cuadro IV.10	México: subsectores manufactureros de México en 2013 con importantes encadenamientos internos de arrastre o de empuje.....	194
Cuadro IV.11	México: formación bruta de capital fijo, total por subsector de actividad manufacturera, 2003, 2008 y 2015.....	195
Cuadro IV.12	México: formación bruta de capital fijo de origen importada, por subsector de actividad manufacturera, 2003, 2008 y 2015.....	196
Gráficos		
Gráfico I.1	Tasas de crecimiento del PIB y proyecciones, 2016-2019	28
Gráfico I.2	Contribución al crecimiento del volumen del comercio mundial por región, 2014-2017.....	29
Gráfico I.3	Tasa de variación interanual del índice desestacionalizado del volumen del comercio mundial, enero de 2003 a mayo de 2018.....	30
Gráfico I.4	Índices de volatilidad en los mercados financieros, enero de 2016 a julio de 2018	35
Gráfico I.5	Índices de precios en los mercados accionarios, enero de 2017 a julio de 2018.....	35
Gráfico I.6	Flujos de capitales de cartera hacia los mercados emergentes, acumulados en los últimos 12 meses, enero de 2008 a abril de 2018.....	36
Gráfico I.7	Tipo de cambio nominal del dólar respecto de las principales monedas del mundo, febrero de 2013 a junio de 2018.....	37
Gráfico I.8	Tasa de variación de la liquidez global, marzo de 2015 a diciembre de 2017.....	39
Gráfico I.9	Rentabilidad promedio de los 200 principales bancos del mundo, 2009-2017	40
Gráfico I.10	Participación en el crédito total por regiones del mundo en desarrollo, 2017	41
Gráfico I.11	Economías emergentes seleccionadas: participación en el crédito y crecimiento, 2017.....	42
Gráfico I.12	Economías emergentes, Asia y América Latina: evolución del índice de arbitraje de tasas de interés entre divisas (<i>carry trade</i>).....	43
Gráfico I.13	Evolución del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) a nivel mundial, 3 de enero de 2017 a 27 de julio de 2018	44
Gráfico I.14	Evolución del índice Morgan Stanley Capital International (MSCI) de mercados emergentes y del índice MSCI de mercados emergentes para América Latina, 3 de enero de 2017 a 27 de julio de 2018	44
Gráfico I.15	América Latina (19 países): cuenta corriente de la balanza de pagos según componentes, 2009-2018	46

Gráfico I.16	América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación de los términos de intercambio, 2015-2018.....	49
Gráfico I.17	América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las exportaciones de bienes, según volumen y precios, 2018.....	51
Gráfico I.18	América Latina (13 países): tasa de variación interanual de las exportaciones de bienes, promedio móvil trimestral, enero de 2014 a mayo de 2018.....	51
Gráfico I.19	América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las importaciones de bienes, según volumen y precios, 2018.....	52
Gráfico I.20	América Latina (13 países): tasa de variación interanual de las importaciones de bienes, promedio móvil trimestral, enero de 2014 a mayo de 2018.....	53
Gráfico I.21	América Latina y el Caribe (países seleccionados): variación interanual de los ingresos por remesas de emigrados, 2016-2018.....	55
Gráfico I.22	América Latina (14 países): indicador indirecto (<i>proxy</i>) de los flujos de capitales hacia la región, 12 meses móviles, enero de 2016 a mayo de 2018.....	57
Gráfico I.23	América Latina (13 países): riesgo soberano según el índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG), enero de 2012 a junio de 2018.....	58
Gráfico I.24	América Latina (16 países): emisiones de deuda en los mercados internacionales, acumuladas de enero a junio de 2017 y de enero a junio de 2018.....	59
Gráfico I.25	América Latina: tasa de variación del PIB trimestral con relación al mismo trimestre del año anterior, primer trimestre de 2014 a segundo trimestre de 2018.....	60
Gráfico I.26	América Latina: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes del gasto al crecimiento, primer trimestre de 2014 a primer trimestre de 2018.....	62
Gráfico I.27	América Latina: tasa de variación del consumo privado con relación al mismo trimestre del año anterior, primer trimestre de 2014 a primer trimestre de 2018.....	63
Gráfico I.28	América Latina: tasa de variación de la formación bruta de capital fijo con relación al mismo trimestre del año anterior, primer trimestre de 2014 a primer trimestre de 2018.....	64
Gráfico I.29	América Latina: tasa de variación del valor agregado y contribución por sector de actividad económica, primer trimestre de 2014 a primer trimestre de 2018.....	65
Gráfico I.30	América Latina: tasa de variación del ingreso nacional bruto disponible y del PIB, 2012-2017.....	66
Gráfico I.31	América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, promedio ponderado, enero de 2013 a junio de 2018.....	68
Gráfico I.32	América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, general, subyacente, de alimentos, de bienes y de servicios, promedio ponderado, enero de 2013 a junio de 2018.....	69
Gráfico I.33	América Latina y el Caribe (11 países): tasas de ocupación, participación y desempleo y su variación interanual, primer trimestre de 2015 a primer trimestre de 2018.....	72
Gráfico I.34	América Latina y el Caribe (10 países): variación interanual de las tasas de participación, ocupación y desempleo a nivel nacional, por sexo, promedio ponderado, primer trimestre de 2018.....	73
Gráfico I.35	América Latina (9 países): variación interanual del empleo por rama de actividad, 2016 a primer trimestre de 2018.....	74
Gráfico I.36	América Latina (países seleccionados): tasa de variación interanual del empleo registrado, 2016 a primer trimestre de 2018.....	77
Gráfico I.37	América Latina (países seleccionados): variación interanual del salario promedio real del empleo registrado, primer trimestre de 2017 a primer trimestre de 2018.....	78
Gráfico I.38	América Latina (17 países): indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2011-2018.....	80
Gráfico I.39	América Latina: indicadores fiscales de los gobiernos centrales, por subregión, 2015-2018.....	81
Gráfico I.40	El Caribe (12 países): indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2011-2018.....	82
Gráfico I.41	América Latina (18 países): deuda pública bruta del gobierno central, 2017-2018.....	83
Gráfico I.42	El Caribe (13 países): deuda pública bruta del gobierno central, 2017-2018.....	84
Gráfico I.43	América Latina y el Caribe: pago de intereses de la deuda pública bruta del gobierno central, 2017-2018.....	84

Gráfico I.44	América Latina (15 países): variación interanual real del gasto público primario, 2011-2018	86
Gráfico I.45	América Latina: variación interanual del gasto público primario entre 2017 y 2018	86
Gráfico I.46	América Latina y el Caribe: composición de los gastos totales de los gobiernos centrales, 2016-2018	87
Gráfico I.47	América Latina y el Caribe: variación interanual de la recaudación real del impuesto sobre el valor agregado (IVA) y el impuesto sobre la renta, primer trimestre de 2015 a primer trimestre de 2018	89
Gráfico I.48	América Latina y el Caribe: composición de los ingresos totales de los gobiernos centrales, 2016-2018	90
Gráfico I.49	América Latina (países seleccionados): tasa de política monetaria en los países que la emplean como principal instrumento, enero de 2013 a junio de 2018	92
Gráfico I.50	América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): evolución de la base monetaria en los países que emplean agregados como principal instrumento de política monetaria, primer trimestre de 2010 a segundo trimestre de 2018	93
Gráfico I.51	América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): promedio de las tasas de interés activas, enero de 2010 a mayo de 2018	94
Gráfico I.52	América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): crédito interno en términos reales otorgado al sector privado, promedios de las tasas anualizadas, primer trimestre de 2013 a segundo trimestre de 2018	95
Gráfico I.53	América Latina y el Caribe: evolución de las reservas internacionales, 2000-2018	98
Gráfico I.54	América Latina y el Caribe: tasa proyectada de crecimiento del PIB, 2018	101
Gráfico I.55	América del Sur: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes del gasto al crecimiento, 2008 a 2018	102
Gráfico I.56	Centroamérica y México: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento, 2008 a 2018	103
Gráfico II.1	América Latina y el Caribe: evolución de la tendencia y el ciclo de la formación bruta de capital fijo, 1995-2017	112
Gráfico II.2	América Latina y otras regiones del mundo en desarrollo: formación bruta de capital fijo, 1995-2016	113
Gráfico II.3	Brechas de la formación bruta de capital fijo de América Latina y el Caribe con respecto a otras regiones del mundo, 1990-2016	113
Gráfico II.4	Inversión pública del gobierno general, 1980-2017	114
Gráfico II.5	América Latina (17 países): inversión del sector público por país, 2000, 2009 y 2017	115
Gráfico II.6	Brasil, Chile y México: coeficientes de encadenamiento derivados de la matriz de Leontief	121
Gráfico II.7	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: inversión de largo plazo, clasificación de empresas por percentil, 2008-2016	125
Gráfico III.1	América Latina y el Caribe, América del Sur y Centroamérica: duración mediana de los ciclos del PIB y de la inversión, primer trimestre de 1990 a cuarto trimestre de 2016	132
Gráfico III.2	América Latina: tasas de variación de la inversión en maquinaria y equipo y en construcción, 1995-2016	134
Gráfico III.3	América Latina (países seleccionados): evolución de las tasas de variación de la actividad económica y de la formación bruta de capital fijo, datos anuales, 1995-2017	135
Gráfico III.4	América Latina (países seleccionados): dispersión entre la formación bruta de capital fijo y la inversión, 1994-2017	136
Gráfico III.5	América Latina (países seleccionados): dispersión entre la tasa de formación bruta de capital fijo y el índice de actividad económica, 1994-2017	137
Gráfico III.6	América Latina (países seleccionados): evolución de la tasa de variación de la formación bruta de capital fijo y de la tasa de política monetaria, promedios trimestrales, 2002-2017	139
Gráfico III.7	América Latina (países seleccionados): participación de inversionistas extranjeros y nacionales en la emisión de deuda soberana, 2013	141

Gráfico III.8	América Latina (países seleccionados): evolución de la formación bruta de capital fijo y del índice de precios de los productos básicos, 1980-2016.....	142
Gráfico III.9	América Latina (países seleccionados): tasa de variación del tipo de cambio real y de la formación bruta de capital fijo, 1995-2017	143
Gráfico IV.1	Argentina: coeficiente de inversión a precios corrientes, 1950-2015	166
Gráfico IV.2	Argentina: participación de la inversión en maquinaria y equipo y en construcción en el PIB, a precios constantes, 1950-2015	167
Gráfico IV.3	Argentina: participación de la inversión pública y privada en el PIB, a precios corrientes, 1961-2015.....	168
Gráfico IV.4	Chile: relación entre la formación bruta de capital fijo y el PIB, 1990-2016	172
Gráfico IV.5	Chile: formación bruta de capital fijo por tipo de activo, 1990-2016.....	172
Gráfico IV.6	Chile: tasa de variación anual de la formación bruta de capital fijo y el PIB, 1991-2017	174
Gráfico IV.7	Colombia: formación bruta de capital fijo, 1975-2017	176
Gráfico IV.8	Colombia: evolución de la inversión privada y pública, 1994-2016	177
Gráfico IV.9	Colombia: acervo de capital por sectores, 1994-2016	178
Gráfico IV.10	Colombia: participación de la formación bruta de capital fijo por sectores, 1994-2017	179
Gráfico IV.11	Colombia: evolución de la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB en comparación con el crecimiento del PIB, 1975-2017	180
Gráfico IV.12	Colombia: contribución del trabajo, el capital y la productividad total de los factores al crecimiento del PIB, 2000-2016.....	181
Gráfico IV.13	Colombia: evolución de la tasa de interés real en comparación con la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB, 1980-2016.....	181
Gráfico IV.14	Colombia: evolución del crédito interno al sector privado y en comparación con la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB, 1990-2016	182
Gráfico IV.15	Colombia: evolución del tipo de cambio real en comparación con la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB, 1986-2017.....	183
Gráfico IV.16	Colombia: indicador de flujos externos de balanza de pagos y coeficiente de inversión, 1975-2017.....	183
Gráfico IV.17	México: crecimiento del PIB y cocientes de inversión total, pública y privada, 1961-2015	185
Gráfico IV.18	México: contabilidad del crecimiento económico, 1991-2015	186
Recuadros		
Recuadro I.1	Tensiones comerciales.....	31
Recuadro I.2	América Latina y el Caribe: estructura del comercio exterior, precios de productos básicos y términos de intercambio.....	47
Recuadro I.3	Construcción de un indicador indirecto (<i>proxy</i>) para los flujos de capitales.....	56
Recuadro I.4	El deterioro de la calidad de empleo en fases de bajo crecimiento económico: la recomposición del empleo asalariado.....	75
Recuadro II.1	Descripción de la muestra de empresas y la base de datos.....	122
Recuadro III.1	Metodología para el análisis de la importancia relativa de los determinantes de la inversión.....	146



Presentación y resumen ejecutivo

Presentación

En su edición número 70, que corresponde a 2018, el *Estudio Económico de América Latina y el Caribe* consta de tres partes. En la primera se resume el desempeño de la economía regional durante 2017 y se analiza la evolución durante los primeros meses de 2018, así como las perspectivas para el año en su conjunto. Se examinan los factores externos e internos que han incidido en el desempeño económico de la región, se analizan las características del crecimiento económico, la evolución de los precios y del mercado laboral, y se destacan las características y algunos de los desafíos para las políticas macroeconómicas en un contexto externo caracterizado por una creciente incertidumbre, que es resultado, sobre todo, de factores políticos.

La segunda parte de este *Estudio Económico*, que incluye tres capítulos, está dirigida al análisis de la dinámica de la inversión y sus determinantes con el fin de identificar las distintas variables sobre las cuales la política pública puede actuar para influir en la trayectoria del proceso de inversión. Para ello, en el capítulo II se analiza la evolución de la formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe en el período 1995-2017, y se observa una trayectoria tendencial positiva en la cual la inversión aumentó del 18,5% al 20,2% como proporción del PIB, si bien con una marcada desaceleración hacia finales del período. Se muestra que, si bien la construcción es el componente prevaleciente de la inversión, aumentó la participación del componente maquinaria y equipo, lo cual ha permitido una mayor incorporación de contenido tecnológico en la inversión, lo que es positivo para dinamizar la productividad y el crecimiento. En el capítulo III se analiza, además, la dinámica cíclica de la inversión y sus determinantes a nivel macroeconómico y microeconómico, tomando en cuenta factores como la actividad económica, la tasa de política monetaria interna, la tasa de interés externa, los precios de las materias primas, el tipo de cambio real y un indicador de riesgo. Finalmente, en el capítulo IV se presenta el estudio de la dinámica de inversión en cuatro países de la región: Argentina, Chile, Colombia y México. Se concluye que para economías con un alto nivel de apertura como las de América Latina y el Caribe, el desempeño de la inversión y el crecimiento se vuelve muy dependiente de las condiciones externas. Esto se da particularmente en aquellas economías cuya estructura productiva y la composición de la inversión están altamente concentradas en sectores expuestos a los vaivenes de la economía internacional.

La tercera parte, que está disponible en la página web de la CEPAL (www.cepal.org), contiene las notas sobre el desempeño económico de los países de América Latina y el Caribe en 2017 y el primer semestre de 2018, así como los respectivos anexos estadísticos. La información que se presenta ha sido actualizada al 30 de junio de 2018.

Resumen ejecutivo

A. Situación económica y perspectivas para 2018

El crecimiento económico global proyectado para 2018 se mantiene en torno a una tasa del 3,3%. Sin embargo, al haber aumentado la incertidumbre sobre la dinámica de crecimiento futuro, se esperan menores tasas de crecimiento para 2019 y 2020. Durante 2017 la economía global mostró una alta sincronía en el crecimiento; la aceleración económica se dio tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes. La aceleración del crecimiento en un contexto de baja inflación y alta liquidez se tradujo en una baja volatilidad de los mercados financieros globales durante el año.

Este panorama ha comenzado a cambiar en 2018. La expansión que se está produciendo este año refleja fundamentalmente el crecimiento de los Estados Unidos (2,8%), apoyado por el impulso fiscal que debería mostrar signos de agotamiento en 2019, y de China (6,6%), donde también se proyectan tasas de crecimiento menores en 2019. La zona del euro ha ido revisando a la baja los pronósticos de crecimiento hasta una tasa del 2,2%, frente al 2,4% de 2017. En el Reino Unido, al proceso de negociación de la salida de la Unión Europea (*brexit*) se suma el aumento de la tasa de interés de política, lo que llevaría la tasa de crecimiento al 1,5% en 2018 (en comparación con el 1,8% de 2017). En el Japón, la capacidad productiva está mostrando ciertas restricciones que explicarían el menor ritmo de expansión en 2018: la tasa de crecimiento se situaría en torno al 1,1%, seis décimas por debajo de la del año anterior.

A esta menor sincronía en la dinámica de aceleración se añaden los riesgos de los conflictos comerciales. Durante 2018 el gobierno del presidente Trump en los Estados Unidos ha anunciado y adoptado varias alzas arancelarias. Algunas de ellas tienen como destinatario específico a China, en tanto que otras son de alcance más general. Esta escalada proteccionista se da en un contexto en que se proyecta que en 2018 el comercio mundial crezca alrededor de un 3,1%, cifra menor a la observada en 2017 (4,6%). Si bien las estimaciones actuales predicen que el mayor proteccionismo tendrá un bajo impacto negativo sobre la dinámica de crecimiento, aún es difícil anticipar sus efectos a mediano plazo.

Las diferencias entre las dinámicas de crecimiento e inflación de los Estados Unidos y los países de Europa y el Japón se han traducido en trayectorias distintas a la hora de dismantelar las políticas monetarias “no convencionales”. La Reserva Federal de los Estados Unidos ha continuado con su política de retiro gradual de los estímulos monetarios y aumentos de las tasas de interés, aunque aún permanecen por debajo de los estándares históricos. Por su parte, el Banco Central Europeo anunció en su reunión de junio de 2017 que proseguiría su política de compras de activos (expansión cuantitativa) hasta diciembre de 2018, aunque a partir de septiembre de 2018 reduciría a la mitad el monto de las compras mensuales de activos (hasta los 15.000 millones de euros). En lo relativo a las tasas de interés, el Banco Central Europeo anunció que las mantendría sin cambios hasta mediados de 2019. Se espera que la política monetaria del banco central del Japón continúe en una senda expansiva al menos a corto plazo.

Durante 2018 se espera que los precios de los productos básicos aumenten. El precio medio del petróleo se incrementará un 30% respecto del precio medio vigente en 2017, pasando de 53 a 70 dólares por barril¹. En el caso de los metales y minerales,

¹ Promedio simple de Brent, West Texas Intermediate y Dubai.

se espera que aumenten un promedio del 6% con respecto a los precios de 2017. En cuanto al cobre, se espera un incremento de alrededor del 10% respecto del año anterior; por el contrario, se prevé que el hierro sufrirá una caída del 1%. En el caso de los productos agropecuarios, si bien se esperan comportamientos diversos según el producto, se proyecta un alza del 4% para el promedio de los precios durante 2018.

En lo que se refiere a los mercados financieros mundiales, estos iniciaron el año con un aumento de la volatilidad, una caída de los flujos dirigidos a los mercados emergentes, un fortalecimiento del dólar y una reducción considerable de los precios en los mercados accionarios. Las mayores expectativas inflacionarias, las menores perspectivas de crecimiento y las políticas monetarias más restrictivas han conducido a una menor disposición a asumir riesgos y a una mayor incertidumbre financiera. En este contexto, la combinación de un dólar fuerte, tasas de interés al alza en algunos países desarrollados y menor liquidez internacional a nivel global, sumados a los riesgos comerciales y geopolíticos, han generado cada vez más incertidumbre, no solo desde el punto de vista financiero, sino también con respecto a la dinámica de la economía real y el crecimiento de mediano plazo.

Desde la óptica de las economías emergentes, las perspectivas y expectativas favorables de rentabilidad y riesgo observadas en 2017 se han revertido en 2018. Desde mediados de abril de este año el dólar se ha fortalecido cerca de un 5%, mientras que las tasas estadounidenses a diez años han sobrepasado el 3% por primera vez en cuatro años debido a la reducción del balance de la Reserva Federal. Esto se ha traducido en una mayor presión para la salida de flujos financieros desde las economías emergentes hacia los países más avanzados, sobre todo hacia los Estados Unidos. Según el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), se prevé que en 2018 los flujos financieros que reciben las economías en desarrollo se situarán en 1,2 billones de dólares, solo 7.000 millones por encima de la cifra registrada en 2017.

Como se plantea en el *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2017*, el mercado de bonos será al que más afecte este cambio de las perspectivas económicas². Se espera que para 2018 los flujos de inversión extranjera directa globales se expandan 17.000 millones de dólares (de 506.000 millones en 2017 a 523.000 millones en 2018) y que los flujos de cartera experimenten una caída de 50.000 millones de dólares (con un valor de 351.000 millones de dólares en 2018, respecto a los 401.000 millones de 2017).

Por otra parte, se prevé que el flujo de liquidez canalizado a través del mercado de bonos se reduzca de 315.000 a 255.000 millones de dólares en el mismo período. Parte de la reducción de la liquidez del mercado de bonos internacionales será compensada por aumentos de los préstamos transfronterizos (338.000 y 297.000 millones de dólares). Así, el impacto que tendrá la salida de flujos financieros de las economías emergentes dependerá en parte de la composición de los flujos totales y también de los flujos de cartera.

Frente a este contexto global, en 2018 se espera que el déficit de la cuenta corriente del conjunto de los países de América Latina y el Caribe se amplíe hasta un 1,6% del producto interno bruto (PIB) regional. La balanza de bienes y la de transferencias corrientes mantendrían sendos superávits, pero esto se vería contrarrestado por un déficit mayor en la cuenta de renta y de servicios. En 2018 se espera un crecimiento del valor de las exportaciones de América Latina del 9%, producto del incremento de los precios de los bienes exportables. No obstante, el aumento del volumen exportado sería moderado (en torno al 2%). Por su parte, la ligera recuperación de la demanda interna y el alza del precio del petróleo contribuirían a mantener el crecimiento del valor

² Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2017* (LC/PUB.2017/28-P), Santiago, febrero.

de las importaciones en algo más del 9,5%, tasa que se descompone en un aumento del volumen del 5,2% y un aumento de los precios del 4,1%.

Los flujos financieros netos recibidos cayeron entre enero y abril de 2018, al igual que en el resto de los mercados emergentes. El leve repunte a partir de mayo de los flujos observados responde al desembolso recibido por la Argentina dentro del acuerdo alcanzado con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Sin embargo, dada la dinámica de los mercados financieros mundiales, se espera que en 2018 los flujos financieros hacia la región sean menores que en 2017.

En la misma línea, las emisiones brutas de bonos de América Latina y el Caribe en los mercados internacionales alcanzaron un monto de 68.719 millones de dólares en los primeros seis meses de 2018, un 7% menos que en el mismo período de 2017. Con la excepción de México, donde las emisiones aumentaron de forma considerable, en la mayoría de los países las emisiones han sido menores que en el primer semestre del año pasado, entre las que destaca el caso de la Argentina, con una caída del 37%.

En consonancia con la mayor tensión observada en los mercados financieros mundiales, a partir de febrero de 2018 el riesgo soberano ha venido aumentando en la región de forma generalizada. A finales de junio, el promedio regional del índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG) era 98 puntos superior al de finales de enero.

Al igual que en 2017, en 2018 se espera un crecimiento positivo de la actividad económica, impulsada por la demanda interna, en particular el consumo y la inversión. Como ya es característico en la región, se observa una gran heterogeneidad al evaluar el desempeño específico de los países y subregiones. Los datos del primer trimestre de 2018 permiten corroborar que a nivel subregional se mantiene un desempeño diferenciado y una contraposición de tendencias entre las regiones de América del Sur y de Centroamérica y México. Mientras que América del Sur muestra una recuperación, Centroamérica y México han mantenido una trayectoria decreciente en los últimos años, aunque los países centroamericanos siguen presentando tasas de expansión algo más elevadas que México.

En términos de la contribución del gasto al crecimiento del PIB tanto en 2017 como a inicios de 2018, en América del Sur responde principalmente a la recuperación de la inversión y el consumo privado. En cambio, en Centroamérica y México solo el consumo privado sostiene el crecimiento del PIB, compensando la pérdida de dinamismo de la inversión.

En el ámbito del mercado laboral, tras haber aumentado 2,4 puntos porcentuales entre 2014 y 2017, la tasa de desocupación urbana regional se estabilizó a inicios de 2018; para el año en su conjunto se proyecta una tasa del 9,2% (9,3% en 2017). Esta modesta mejora se debe a un ligero repunte del empleo asalariado, que se expandió un 1,4% durante el primer trimestre gracias a la aceleración del crecimiento económico a inicios de año y al correspondiente incremento de la demanda laboral. Sin embargo, la generación de empleo asalariado siguió siendo insuficiente para absorber el incremento de la fuerza laboral, y, al igual que en años previos, volvió a expandirse con una tasa más elevada (2,5%) el trabajo por cuenta propia, generalmente de peor calidad que el empleo asalariado. La evolución del empleo formal es mixta, pero en el agregado regional se registran variaciones positivas en comparación con años anteriores, debido a las moderadas mejoras en la Argentina y el Brasil y la continuidad del aumento de empleo registrado en México.

La expansión de las diferentes categorías de ocupación llevó al primer aumento interanual de la tasa de ocupación en cinco años, luego de contracciones entre 2014 y 2016 y un estancamiento en 2017. En el conjunto de los países con información disponible, esta tasa se incrementó un promedio de 0,2 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2018 respecto al mismo período del año anterior. Este aumento

del empleo se concentró entre las mujeres, mientras que la tasa de ocupación de los hombres se mantuvo estancada. Sin embargo, también la entrada al mercado laboral fue más elevada en el caso de las mujeres, de manera que la brecha de la tasa de desocupación entre hombres y mujeres no varió.

Con pocas excepciones, los salarios reales del sector formal continuaron creciendo a tasas moderadas; en la mediana de los países para los cuales se dispone de información aumentaron un 1,6% a inicios de año. No obstante, se registraron tasas de crecimiento más bajas que el año anterior en los países de América del Sur. El aumento del nivel de empleo y los leves incrementos de los salarios reales han seguido contribuyendo a un incremento moderado del consumo de los hogares.

En el ámbito fiscal, las medidas dirigidas a la consolidación fiscal en América Latina han dado lugar a una reducción esperada del déficit primario, que ha pasado de un déficit medio del 0,8% del PIB en 2017 a uno del 0,5% del PIB en 2018. Este ajuste de las cuentas públicas de América Latina se da principalmente por la reducción del gasto primario, que se espera disminuya del 18,7% al 18,3% del PIB entre 2017 y 2018. En particular, se prevé un recorte de los gastos de capital en América del Sur, que se reducirían del 3,4% del PIB en 2017 al 3,3% del PIB en 2018. No obstante, se dará también una reducción generalizada del gasto corriente primario en la región. Los ingresos públicos se mantendrán relativamente estables en torno al 17,8% del PIB; en los países de América del Sur se observa una mejora de los ingresos tributarios, pero esta sería contrarrestada por la caída de los ingresos públicos en Centroamérica.

En el Caribe, la política fiscal sigue estando centrada en la generación de superávits primarios para atender al elevado peso de la deuda pública. Dado este entorno, se espera que el superávit primario aumente de un promedio del 1,1% del PIB en 2017 a uno del 1,9% del PIB en 2018, con una reducción de similar magnitud a la del déficit global. Destacan los ajustes significativos que están implementando varios países de esta subregión, en particular el de Trinidad y Tabago, donde el déficit primario pasará del -5,4% del PIB en 2017 al 0,0% del PIB en 2018.

La deuda pública bruta de los gobiernos centrales de América Latina cerró 2017 en un 38,8% del PIB, cifra 1,4 puntos porcentuales por encima de la de 2016. En el segundo trimestre de 2018 esta cifra se redujo a un 37,9% del PIB, lo que supone una caída de 0,9 puntos porcentuales del PIB con respecto al final de 2017. Esto se debe principalmente a menores déficits fiscales y a una diferencial de tasas (los intereses reales menos el crecimiento real) negativa, aunque aún es prematuro hablar de una mejora sustancial de los niveles de deuda de la región. En el Caribe, la deuda pública de los gobiernos centrales se mantenía estable en un 68,6% del PIB al primer trimestre de 2018, cifra similar al cierre de 2017.

En los primeros cuatro meses de 2018 la dinámica inflacionaria de la región mostró una tendencia a la baja, al igual que en 2017. Si se excluye la República Bolivariana de Venezuela, la inflación anualizada en abril de 2018 era, en promedio, del 4,9%, lo que implica una reducción del 1,3% respecto al 6,2% registrado en abril de 2017. Según mediciones de abril de 2018, en todas las subregiones se habían producido caídas de la inflación general: 1,5 puntos porcentuales en América del Sur, 0,8 puntos porcentuales en el grupo conformado por Centroamérica y México y 2,5 puntos porcentuales en el Caribe de habla no hispana. Al igual que en 2017, la dinámica de la inflación en la región estuvo relacionada con la evolución del tipo de cambio y el precio de la energía. Sin embargo, en los meses de mayo y junio de 2018 se observó un repunte de la inflación, y la inflación interanual del primer semestre fue del 5,9%, un aumento del promedio regional de 0,6 puntos porcentuales respecto al mismo período de 2017.

En el ámbito de la política monetaria, debido al descenso de la inflación los gestores de las políticas monetaria y cambiaria de la región aún cuentan con espacio

para adoptar políticas de estímulo a la demanda agregada. Sin embargo, en algunas economías esta situación se ha visto limitada recientemente por un aumento de la volatilidad cambiaria, que restringe de manera directa la actuación de los gestores al comprometer la estabilidad macrofinanciera, así como por los efectos que esta volatilidad podría tener sobre la inflación.

Pese al aumento de la inflación en el primer semestre de 2018, en general esta variable ha permanecido dentro del rango objetivo establecido por las autoridades, por lo que los bancos centrales de la región han mantenido un corte de la política monetaria similar al observado en 2017. Así, en los primeros seis meses de 2018, los bancos centrales del Brasil, Colombia y el Perú redujeron las tasas, mientras que las tasas de los bancos centrales de Chile y el Paraguay siguieron inalteradas. En el caso argentino, la persistencia de la inflación y las correcciones observadas desde mayo motivaron fuertes alzas en la tasa de política monetaria. En Costa Rica y México, las tasas de política monetaria se incrementaron, y en los casos de Guatemala, Honduras y la República Dominicana, las tasas de política monetaria no experimentaron cambios en el primer semestre de 2018.

En las economías de América Latina que emplean los agregados monetarios como principal instrumento de política monetaria se ha observado durante 2018 una desaceleración general del ritmo de crecimiento de la base monetaria. Mientras que en 2017 las tasas trimestrales superaban el 8%, en los primeros dos trimestres de 2018 se han registrado cifras de crecimiento inferiores al 6%. En el caso de las economías del Caribe de habla no hispana, en el primer trimestre de 2018 se registraron tasas de crecimiento de la base monetaria mayores que las observadas en 2017.

En cuanto al crédito interno, durante el primer semestre del 2018 se observan patrones muy similares a los observados en 2017: crece en los países con objetivos de inflación y en los que usan agregados, excluida la República Bolivariana de Venezuela. En las economías del Caribe de habla no hispana, el crecimiento del crédito interno aumentó un 0,9% en el primer trimestre de 2018. En la República Bolivariana de Venezuela, el crédito se contrajo más de un 70% en términos reales.

En materia cambiaria, el año 2017 se caracterizó por una reducción de la volatilidad, entendida como una caída de la magnitud de las fluctuaciones observadas en las cotizaciones de las monedas de la región, pues las variaciones del tipo de cambio fueron menores que las registradas en 2016. En 2017, solo tres economías registraron modificaciones del tipo de cambio superiores al 5% en términos absolutos, mientras que en 2016 fueron nueve.

En el primer semestre de 2018, la volatilidad cambiaria se ha incrementado, y se ha acentuado la depreciación de las monedas de la región, especialmente a partir del segundo trimestre del año. Entre diciembre de 2017 y junio de 2018, solo dos monedas de la región se han apreciado (el peso colombiano y el colón costarricense). En este mismo período, son 16 las economías que han registrado una depreciación de su moneda y, en cinco casos —los del peso argentino, el real brasileño, el peso mexicano, el peso uruguayo y el bolívar—, la depreciación ha superado el 5%. Durante este lapso, el peso argentino experimentó una depreciación del 45,0%, y el bolívar, una depreciación del 2.320%, si se usa como referencia el Sistema de Divisas de Tipo de Cambio Complementario Flotante de Mercado (DICOM).

Las reservas de la región han seguido aumentando en 2018, aunque a una tasa menor que la observada el año anterior (un 1,2%, frente al 3,4% de 2017). La principal razón del menor crecimiento de las reservas han sido las intervenciones en el mercado cambiario que han efectuado diversas economías de la región para atenuar la mayor volatilidad cambiaria observada en este período. En total, las reservas se incrementaron en 18 economías y se redujeron en 9.

En 2018, el crecimiento del PIB de América Latina y el Caribe llegará al 1,5%, lo que representa un ajuste a la baja de siete décimas con respecto a las proyecciones publicadas en abril. Esto es producto, tanto de las actuales condiciones financieras externas menos favorables, como de factores propios de cada país. Al igual que en años anteriores, se proyecta una dinámica de crecimiento cuya intensidad es distinta entre países y subregiones, y que responde, no solo a los impactos diferenciados del contexto internacional en cada economía, sino también a la dinámica de los componentes del gasto —principalmente el consumo y la inversión—, que ha mostrado patrones distintos en las economías del norte y en las del sur de la región. La actividad económica en América del Sur como subregión pasará de un crecimiento del 0,8% en 2017 a uno del 1,2% en 2018. Por su parte, Centroamérica³ como subregión mantendrá el mismo ritmo de crecimiento que las economías exhibieron en 2017 (3,4%) mientras que el Caribe mostrará una expansión del 1,7% en 2018 tras su estancamiento el año anterior (0,0%).

B. Evolución de la inversión en América Latina y el Caribe entre 1995 y 2017: hechos estilizados y principales determinantes

La dinámica y el comportamiento de la inversión es un factor clave para entender no solo el comportamiento del ciclo económico, sino también la dinámica de crecimiento de mediano y largo plazo. En este sentido, la inversión es uno de los puentes entre el crecimiento actual (ciclo) y el crecimiento tendencial. Por ello, la segunda parte de este *Estudio Económico* está dirigida al análisis de la dinámica de la inversión y sus determinantes con el fin de dilucidar las distintas variables sobre las cuales la política pública puede actuar para influir en la trayectoria del proceso de inversión.

En el capítulo II se analiza la evolución de la formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe entre 1995 y 2017: se observa una trayectoria tendencial positiva en que la inversión aumentó del 18,5% al 20,2% como proporción del PIB. Sin embargo, a lo largo del período de estudio se distinguen tres ciclos en la dinámica de la inversión: el primero entre 1995 y 2002, el segundo entre 2003 y 2008 y el tercero entre 2009 y 2016. El mayor impulso inversor corresponde al segundo ciclo (2003-2008), que coincide con el auge del precio de las materias primas. Entre 2003 y 2008, la inversión se expandió un promedio del 10% por año en términos reales. El peor desempeño se observa en el último ciclo (2009-2016), en el cual la formación bruta de capital fijo se expandió solo un 0,94% en promedio.

El impulso inversor que ha experimentado América Latina y el Caribe en las dos últimas décadas le ha permitido cerrar las brechas de inversión con respecto a otras regiones del mundo en desarrollo y a los países desarrollados, a excepción de las economías más dinámicas en materia de crecimiento de la última década, como China y la India.

En América Latina y el Caribe, la inversión es mayoritariamente privada. Este tipo de inversión representa, en promedio, del 75% al 80% de la inversión total, y la inversión pública solo entre el 20% y el 25%. El análisis de la evolución de la inversión pública entre 1980 y 2017 muestra que, a diferencia de la inversión privada, esta ha tendido a disminuir entre 1980 y mediados de la década de 2000, y a partir de entonces ha venido mostrando una recuperación. Para aumentar la inversión y mejorar su composición en términos de productividad e innovación es necesario ampliar la capacidad productiva y proporcionar incentivos a la inversión del sector privado. Por otra parte, la caída de la inversión pública no es una tendencia que deba mantenerse en el tiempo, ya que

³ La subregión incluye: Costa Rica, Cuba, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

esto debilitaría la capacidad de provisión de bienes públicos por parte de los Gobiernos de la región, lo que a su vez tendría un efecto adverso en el crecimiento. El análisis presentado demuestra que la inversión pública puede generar un efecto de atracción (*crowding-in*) de la inversión privada y que, por consiguiente, las políticas económicas que persigan aumentar la inversión deben potenciar la interrelación entre ambas.

Al descomponer la inversión por tipo de activo se observa que esta se mantiene sesgada hacia la construcción, el componente que más pesa en el total de la formación bruta de capital fijo y el que menor impacto tiene en la productividad. Este último hecho estilizado se observa tanto a nivel agregado como a nivel sectorial y de las empresas. Sin embargo, un elemento positivo es que el componente más dinámico del aumento tendencial de la inversión es el de maquinaria y equipo, que pasó de representar el 22% del total de la inversión en 1995 al 40% en 2016. Esto ha permitido incorporar más contenido tecnológico en la inversión, lo que tiene un efecto positivo a la hora de dinamizar la productividad y el crecimiento.

Otro hecho estilizado interesante es que el patrón de comportamiento de la inversión a nivel macroeconómico y sectorial se reproduce en el plano microeconómico. Mediante un análisis con una muestra de 2.228 empresas de la región que comercian en los mercados accionarios en el período 2008-2016 se observa que, a nivel de las empresas, el componente de construcción predomina sobre el de maquinaria y equipo, y la inversión se concentra en actividades cuyo encadenamiento con el resto de la economía es bajo.

También se observa a nivel microeconómico una alta concentración de la inversión. Los resultados indican que el 1%, el 5% y el 10% de la muestra de 2.228 empresas considerada concentran en promedio el 25%, el 55% y el 69% del gasto en inversión de largo plazo de las empresas que comercian en los mercados accionarios.

A partir de la dinámica de los hechos estilizados presentada en el capítulo II se procede a examinar en el capítulo III la dinámica cíclica de la inversión, para luego analizar los determinantes de la inversión a nivel macroeconómico y microeconómico.

El análisis del ciclo de la inversión en América Latina y el Caribe muestra que este tiende a ser más volátil que el ciclo del producto. Los datos disponibles para el período comprendido entre 1990 y 2016 muestran que la duración mediana del ciclo del PIB (definida como la suma de la duración de los ciclos contractivos y la de los expansivos) tiende a duplicar la del ciclo de la inversión, tanto a nivel regional como subregional, y el hecho de que la inversión tenga un ciclo más corto implica una mayor volatilidad de la inversión. En segundo lugar, la inversión tiende a experimentar contracciones más intensas que el PIB y que el resto de los componentes de la demanda agregada en general, incluidos el consumo y las exportaciones. Finalmente, los datos indican que las fases recesivas del ciclo de la inversión se reflejan con mayor duración e intensidad en la construcción que en la maquinaria y el equipo.

Tras el análisis del ciclo de la inversión, el capítulo examina sus determinantes desde el punto de vista econométrico. Entre las variables explicativas se incluyen el índice de actividad, la tasa de política monetaria doméstica, la tasa de interés externa, los precios de las materias primas, el tipo de cambio real y un indicador de riesgo, el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI). La significancia de los determinantes se establece a través de un análisis econométrico y un análisis de descomposición de la desviación de la tasa de crecimiento de la inversión con respecto a su media (R^2) que permite identificar la importancia relativa de estas variables.

El estudio econométrico se concentró en un grupo de países (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), y los resultados mostraron que, a nivel macro, las variables más relevantes incluían el nivel de actividad, los precios de las materias primas y el

índice de riesgo. Al examinar estos resultados a nivel nacional y evaluar la importancia relativa de las variables, se observa que varían dependiendo del tamaño y la estructura productiva de los países. Por ejemplo, la significancia de la actividad económica como determinante de la inversión es más elevada en las economías de mayor tamaño, que también presentan una mayor diversificación sectorial. Por el contrario, en las economías más especializadas en recursos naturales los precios de las materias primas explican una proporción significativa de la inversión.

Finalmente, se examinan en el capítulo los determinantes de la inversión a nivel de las empresas. Para ello, se analizan los indicadores de las hojas de balance y de los estados de situación financiera de una muestra de 2.228 empresas de la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú que cotizan en el mercado de valores de sus respectivos países y que comprenden 34 sectores de actividad económica. Se evalúa cómo impactan los estados de situación financiera en la inversión empresarial analizando la relación entre los flujos de caja, el apalancamiento y la inversión.

La aplicación de un modelo de umbral no lineal a un subconjunto de las empresas consideradas muestra una relación negativa entre el flujo de efectivo y la inversión más allá de un umbral del coeficiente apalancamiento de 0,77, así como una relación negativa entre los tipos de interés reales internacionales y la inversión. Este aspecto financiero de la inversión no ha sido debidamente analizado en el caso de América Latina y el Caribe; estos resultados pueden explicar en parte por qué en los países incluidos en esta muestra la tasa de crecimiento de la inversión disminuyó entre 2012 y 2015.

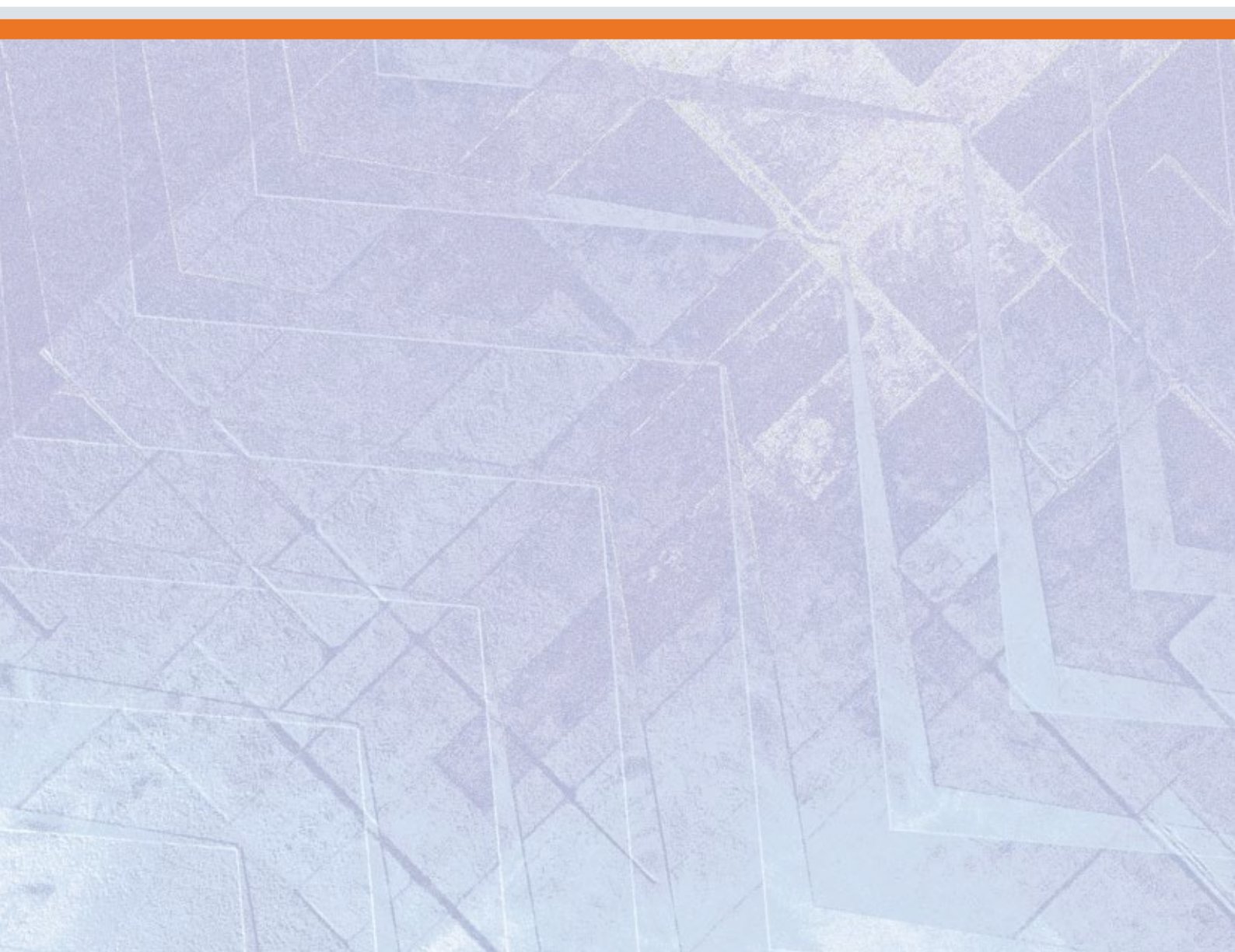
A continuación, en el capítulo IV se estudia la dinámica de la inversión en cuatro países de la región: Argentina, Chile, Colombia y México, que en conjunto representan el 42% de la inversión regional y el 41% del PIB de la región.

Al igual que en el análisis regional, a nivel nacional la inversión muestra un aumento tendencial, sobre todo a partir de la década de 2000. La descomposición por activos también muestra una mayor importancia de la construcción por encima de la maquinaria y el equipo, aunque este es el componente que muestra el comportamiento más dinámico en el tiempo. Ambos hechos estilizados son positivos. Una mayor inversión implica mayores oportunidades de crecimiento, y el dinamismo más pronunciado de la maquinaria y el equipo sienta las bases para crecer por la vía de la productividad y la innovación, lo cual podría compensar las tasas bajas y a veces negativas de crecimiento de la productividad total de los factores. Dado que la maquinaria y el equipo se componen esencialmente de insumos importados, para aumentar la productividad y la innovación se debe mejorar la capacidad de financiamiento y competitividad de las economías de América Latina y el Caribe.

La estimación de los determinantes de la inversión a nivel nacional apunta a la doble causalidad entre la inversión y el PIB. La inversión no solo determina el crecimiento económico en virtud del aumento de la demanda agregada (efecto multiplicador), sino que también depende del crecimiento económico. Ante un aumento del crecimiento se observa que las empresas invierten más y crean capacidad productiva (efecto acelerador). Esta doble causalidad plantea un importante desafío de política económica: mantener el crecimiento y la inversión en el tiempo requiere articular la utilización y la creación de capacidad.

Por último, los estudios de caso muestran la importancia de las variables asociadas al sector externo, ya sean las tasas de interés internacionales, el tipo de cambio real, los flujos financieros o los términos de intercambio. En economías tan abiertas como las de América Latina y el Caribe, esto implica que el desempeño de la inversión y del crecimiento se vuelve altamente dependiente de las condiciones externas, particularmente en aquellas economías cuya estructura productiva y composición de la inversión están muy concentradas en sectores expuestos a los vaivenes de la economía internacional.

Situación económica y perspectivas para 2018



Panorama regional

- A. El contexto internacional
 - B. La evolución de la liquidez a nivel global
 - C. El sector externo
 - D. El desempeño interno
 - E. Las políticas macroeconómicas
 - F. Riesgos del escenario internacional de 2018 y proyecciones de actividad para América Latina y el Caribe
- Bibliografía

A. El contexto internacional

El comienzo de 2018 estuvo marcado por un cambio de las tendencias que se venían observando en la mayoría de las variables del contexto internacional desde finales de 2016 y durante todo el año pasado. En los últimos meses, se han materializado algunos de los riesgos a los que la CEPAL hacía referencia en publicaciones anteriores, en particular los referidos a los posibles efectos de una política monetaria más restrictiva en los Estados Unidos y al aumento de las tendencias proteccionistas y las tensiones comerciales.

En cuanto a lo primero, si bien la política monetaria de los Estados Unidos se ha venido ajustando gradualmente, esto ha suscitado reajustes de cartera que han afectado no solo los flujos financieros que se dirigen hacia los mercados emergentes, sino también, como era de esperar, las cotizaciones de las monedas y los precios en los distintos mercados de activos financieros. Por otra parte, en esta primera mitad de 2018 el aumento de las tensiones comerciales ha generado nuevas incertidumbres en torno al futuro de la economía mundial. Las recientes medidas proteccionistas implementadas por los Estados Unidos han generado represalias en una escalada que, dependiendo de la dimensión que adquiera, podría afectar no solo los flujos comerciales, sino también la dinámica productiva mundial a través de las cadenas globales de valor, los flujos financieros y de capital y los flujos tecnológicos en un mundo globalizado.

Si bien las perspectivas de crecimiento en las distintas regiones para el año en curso todavía no han sufrido revisiones generalizadas a la baja, sí existe una mayor incertidumbre respecto de lo que se avecina en 2019 y los años posteriores. Además, ya no se observa la sincronía en el crecimiento que se observaba en 2017. Este año son los Estados Unidos y las economías emergentes los que presentan mayor dinamismo, mientras que el resto de las economías desarrolladas se desacelera.

1. La economía mundial mantiene su dinamismo en 2018, impulsado por los Estados Unidos y el grupo de economías emergentes

En 2017 el dinamismo económico aumentó de forma sincronizada en casi todas las regiones (véase el gráfico I.1). En 2018 se espera que la economía mundial mantenga su dinamismo y que la actividad mundial crezca el 3,3%, crecimiento levemente superior al del 3,2% que hubo en 2017. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurrió ese año, el dinamismo de 2018 es resultado de un mayor crecimiento de los Estados Unidos y del grupo de economías emergentes, ya que el resto de las economías desarrolladas se desacelerarán este año.

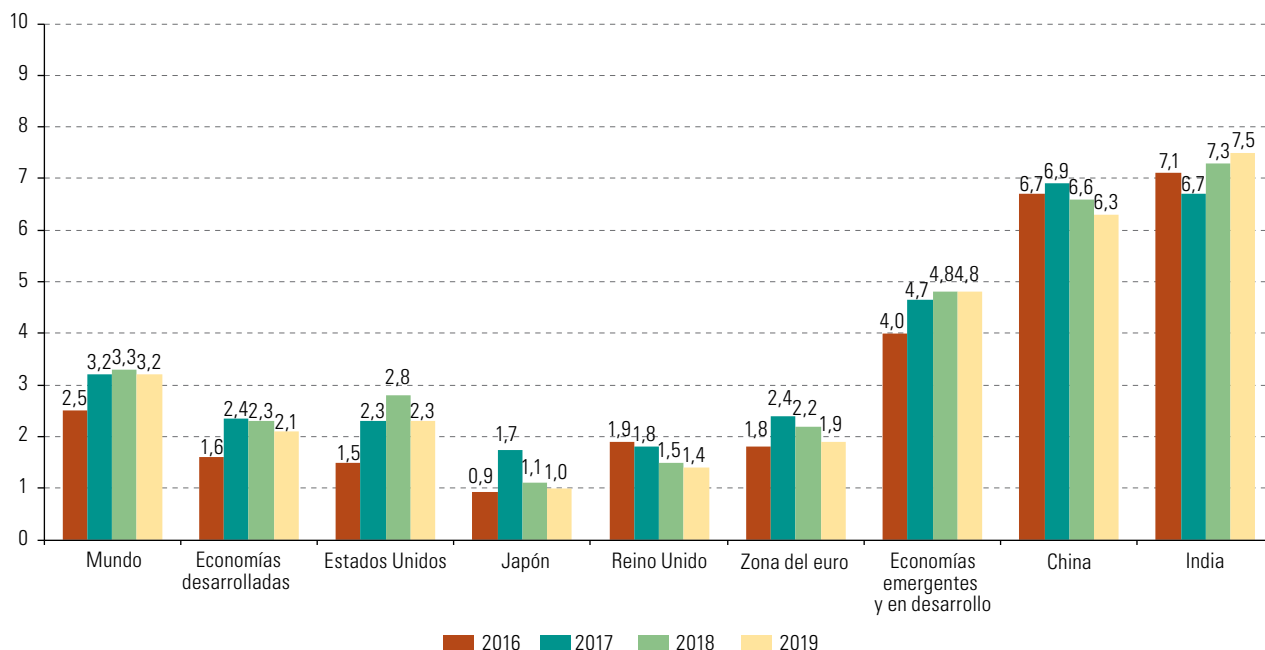
Aun descontando la desaceleración esperada de la economía china, que crecerá el 6,6% en 2018, el grupo de países emergentes crecerá el 4,8% este año, un poco más que en 2017, cuando el crecimiento fue del 4,7%. En este grupo, la India, que es la cuarta economía mundial en tamaño¹, liderará el crecimiento principalmente sobre la base del mayor dinamismo del consumo. El crecimiento de dicho país pasará del 6,7% en 2017 al 7,3% este año.

¹ La India es la cuarta economía mundial, considerando la Unión Europea como un todo.

Gráfico I.1

Tasas de crecimiento del PIB y proyecciones, 2016-2019^{a b}

(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Naciones Unidas, *World Economic Situation and Prospects, Update as of mid-2018*, Nueva York, junio de 2018, y datos del Fondo Monetario Internacional (FMI), Capital Economics, Comisión Europea y Banco Central Europeo.

^a Las cifras de 2018 y 2019 corresponden a proyecciones.

^b Las cifras de la India corresponden al año fiscal que comienza en abril de cada año y termina en marzo del año siguiente.

Entre las economías desarrolladas, los Estados Unidos resaltan como el motor de crecimiento del grupo, ya que, tras la aprobación del paquete fiscal en diciembre pasado, sus pronósticos de crecimiento para 2018 aumentaron. A pesar de que registró un débil primer trimestre, se estima que el crecimiento de este país pasará del 2,3% en 2017 al 2,8% este año. En las demás economías avanzadas, por el contrario, se espera que este año el dinamismo sea menor que en 2017, y esto ya se ha vislumbrado durante los primeros meses de 2018. En la zona del euro se han venido revisando a la baja los pronósticos desde comienzos de año. Se espera una tasa de crecimiento del 2,2%, siempre que se mantenga acotado el efecto de la incertidumbre política en algunos países, como es el caso de Italia. Esta tasa está por debajo del 2,4% de crecimiento que se observó en 2017. En el Reino Unido, al proceso de negociación de la salida de la Unión Europea (*brexit*) se agrega el aumento de la tasa de interés de política, lo que llevaría la tasa de crecimiento al 1,5% en 2018 (frente al 1,8% en 2017). En el Japón, por su parte, la capacidad productiva está mostrando ciertas restricciones que explicarían el menor ritmo de expansión en 2018: la tasa de crecimiento se situará en torno al 1,1%, seis décimas por debajo de la del año anterior.

En 2019, se espera que la tasa de crecimiento de los Estados Unidos se modere debido al menor impacto del estímulo fiscal y a los efectos del aumento esperado de las tasas de interés. En el resto de las economías desarrolladas no se ven motores claros que vayan a impulsar la actividad, sino que más bien existe bastante incertidumbre y riesgos a la baja. En conjunto, entonces, en 2019 las economías desarrolladas se desacelerarían alrededor de dos décimas. Con esto, a pesar de que en promedio las economías en desarrollo podrían crecer de forma similar a este año (4,8%), el mundo en su conjunto crecería a una tasa más baja.

2. El volumen del comercio mundial cobró dinamismo en 2017, pero ha comenzado a mostrar signos de moderación y está sujeto a riesgos a la baja

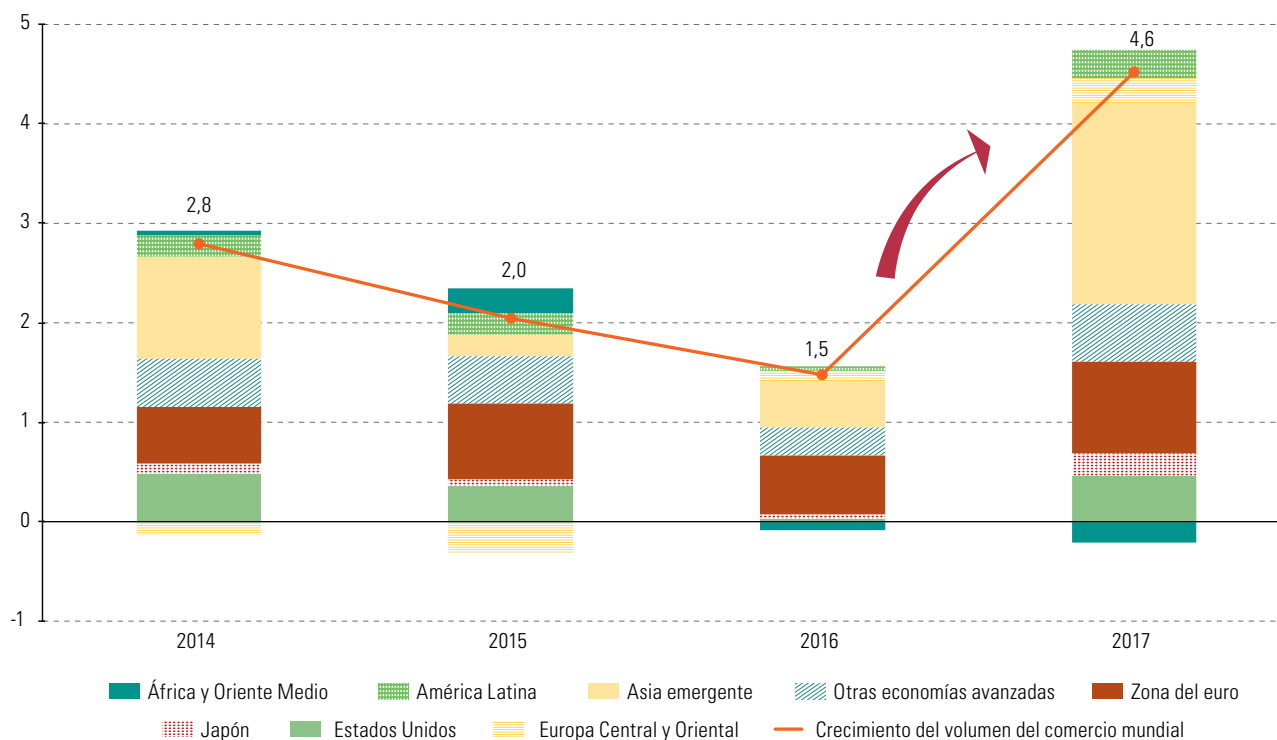
El volumen del comercio internacional se dinamizó en 2017: se expandió el 4,6% tras crecer solo el 1,5% en 2016 (véanse los gráficos I.2 y I.3).

Las economías emergentes de Asia fueron las que más contribuyeron a este repunte del comercio (2 puntos porcentuales), seguidas por la zona del euro, que contribuyó 1 punto porcentual (véase el gráfico I.2). Aunque su contribución fue algo menor, cabe destacar también el caso de los Estados Unidos, que en 2016 casi no había aportado al crecimiento del volumen del comercio, pero en 2017 aportó 0,5 puntos porcentuales. También destaca el mayor aporte de América Latina al crecimiento del comercio en el último año.

Desde la segunda mitad de 2017, el volumen del comercio mundial venía mostrando tasas de crecimiento interanuales del orden del 5%, pero en los primeros cinco meses de 2018 esas tasas se han ido moderando². En el año completo, el volumen del comercio mundial podría crecer a una tasa inferior a la de 2017. De hecho, se espera que su crecimiento se ubique en el límite inferior del intervalo de 3,1% a 5,5% proyectado por la Organización Mundial del Comercio (OMC, 2018), dada la desaceleración del ritmo en las últimas cifras de mayo, los niveles de precios del petróleo y las incertidumbres generadas por las crecientes tensiones comerciales (véase el gráfico I.3).

Gráfico I.2

Contribución al crecimiento del volumen del comercio mundial por región, 2014-2017
(En porcentajes)

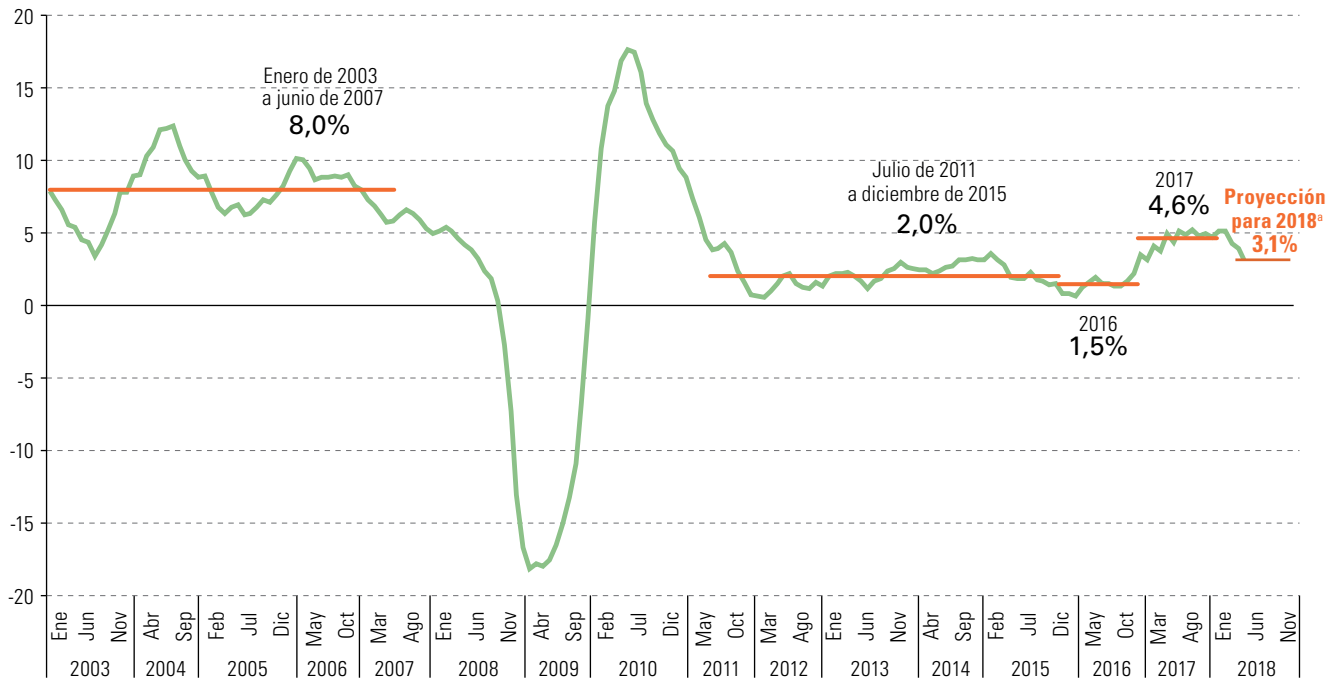


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB).

² Según cifras del World Trade Monitor del Netherlands Bureau of Economic Analysis (CPB).

Gráfico I.3

Tasa de variación interanual del índice desestacionalizado del volumen del comercio mundial, enero de 2003 a mayo de 2018
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB), World Trade Monitor, 2018 y de la Organización Mundial de Comercio (OMC), para las proyecciones de 2018.

ª Se trata del límite inferior de la proyección de la OMC de abril de 2018.

Más a mediano plazo, lo que suceda con el volumen del comercio internacional estará vinculado no solo a la evolución de la actividad económica mundial, sino también a las tensiones comerciales y a la dimensión que estas pudieran adquirir. En los últimos meses, el Gobierno de los Estados Unidos ha venido lanzando varias ofensivas arancelarias con el objetivo de reducir su déficit comercial. Estas a su vez han generado distintas reacciones y acciones en represalia por parte de los países afectados, lo que ha configurado un escenario de posible escalada cuyos impactos son complejos de pronosticar (véase el recuadro I.1).

Recuadro I.1

Tensiones comerciales

Durante el primer semestre de 2018 ha aumentado mucho la preocupación tras el aumento de los conflictos comerciales. La política "los Estados Unidos primero" (*America first*), emblema de la campaña presidencial de Trump en las elecciones de 2016, se caracteriza por una retórica abiertamente proteccionista centrada en la reciprocidad estricta, la reducción del déficit comercial con diversos socios y la relocalización de industrias y empleos. La expresión práctica de esta nueva orientación ha sido un marcado giro del multilateralismo al bilateralismo y el unilateralismo (CEPAL, 2018a). En este contexto, durante 2018 la administración de Trump ha anunciado y adoptado varias medidas que restringen el comercio. Algunas de ellas tienen como destinatario específico a China, en tanto que otras son de alcance general. Ello ha dado lugar a medidas de represalia por parte de varios socios comerciales, que, de continuar escalando en rondas sucesivas, podrían afectar negativamente el dinamismo del comercio mundial y, por ende, de la economía global.

Principales hitos del conflicto comercial

En enero de 2018, en los Estados Unidos se anunció que se aplicarían mayores aranceles sobre los paneles solares importados principalmente de China. Luego, en marzo, el presidente Trump anunció que se impondrían aranceles del 25% a las importaciones de acero y del 10% a las de aluminio provenientes de todos los orígenes. Algunos países, como la Argentina, el Brasil y la República de Corea, acordaron con los Estados Unidos limitar sus envíos de acero, aluminio o ambos productos a ese país, de modo de evitar que se les aplicaran los nuevos aranceles.

En mayo, China y los Estados Unidos entablaron negociaciones para evitar una guerra comercial. Inicialmente se anunció un principio de acuerdo en virtud del cual China se comprometía a reducir de forma sustancial su superávit comercial con los Estados Unidos, sobre todo mediante el aumento de las compras de productos agrícolas y energéticos. Sin embargo, en junio los Estados Unidos dieron a conocer un listado de 1.333 productos industriales chinos a los que se les impondría una sobretasa arancelaria del 25%. En 2017, las importaciones de esos productos habían alcanzado los 50.000 millones de dólares. A un primer grupo de al menos 800 productos, que incluía ítems como robots, vehículos, equipos electrónicos y diversas maquinarias, se les aplicaría esta sobretasa a partir del 6 de julio. China reaccionó anunciando la aplicación de sobretasas de entre el 10% y el 25% a 50.000 millones de dólares de importaciones que provenían de los Estados Unidos. A un primer grupo de productos, que incluía automóviles y productos agrícolas y agroindustriales, como carne ovina y porcina, queso, fruta fresca, whisky, vinos y etanol, se le aplicarían las sobretasas a partir del 6 de julio. A un segundo grupo de productos (entre ellos, los productos químicos y el equipamiento médico), se le aplicarían las sobretasas en una fecha posterior que se habría de determinar. También en junio el presidente Trump ordenó que se preparara un segundo listado de productos chinos, por un valor importado de 200.000 millones de dólares, a los que se les aplicaría una sobretasa arancelaria del 10% en caso de que China concretara las sobretasas anunciadas. A principios de julio, los Estados Unidos comenzaron a aplicar nuevos aranceles del 25% a productos chinos, por un valor de 34.000 millones de dólares, lo que provocó la inmediata respuesta de China por un monto equivalente.

Por otra parte, en junio de 2018 la Unión Europea autorizó que se aplicara una sobretasa del 25% a las importaciones de 200 productos que provenían de los Estados Unidos (entre ellos, maíz dulce, arándanos, arroz, jugo de naranja, cigarrillos, cosméticos, camisetas, botes, acero y motocicletas), en represalia por la imposición de aranceles del 25% a las importaciones de acero y del 10% a las de aluminio de todos los orígenes. A fines de julio ambas partes anunciaron un acuerdo para no imponer nuevos aranceles. México también gravó a partir de junio el acero y algunos productos como la carne de cerdo y el whisky de los Estados Unidos, mientras que el Canadá hizo lo propio en julio, penalizando los productos del acero, los alimentos, los electrodomésticos y los artículos para el hogar. La India anunció en junio que, a partir del 4 de agosto, subirá los cobros por la importación de acero y productos agrícolas provenientes de la economía norteamericana. El Japón también ha anunciado su intención de elevar los aranceles que se imponen a los productos estadounidenses. Cabe destacar que más del 60% de las exportaciones de los Estados Unidos se dirige hacia la Unión Europea, China, México, la India y el Canadá. A nivel corporativo, también se han hecho anuncios sobre empresas que se irían de los Estados Unidos y se relocalizarían en otros países que representan mercados importantes para ellas.

Recuadro I.1 (conclusión)

Posibles repercusiones

La escalada proteccionista repercutiría en los flujos de comercio globales y, con ello, en la actividad económica mundial. La magnitud del impacto depende de la que tomen los conflictos, de cuán generales se vuelvan en cuanto a la cantidad de países involucrados y de la duración que tengan. El Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB) ha estimado que, en un escenario donde rigieran las medidas que se anunciaron hasta mediados de junio, en 2030 el nivel del PIB mundial en términos reales sería un 0,1% inferior al de un escenario base en el que no existieran esas restricciones al comercio (CPB, 2018). En cuanto a los países que participan en el conflicto, los resultados no son homogéneos. China, por ejemplo, sería la más desfavorecida y, en 2030, su PIB sería un 1,3% inferior al del escenario base en el que no hay conflicto comercial. El PIB de los Estados Unidos, por su parte, sería solo un 0,3% inferior.

Las medidas proteccionistas no solo afectan los flujos de comercio entre quienes las imponen y quienes están sujetos a ellas, sino que también actúan a través de canales indirectos sobre terceros países que no están directamente involucrados en los conflictos. Ejemplo de esto es la relocalización de empresas en terceros países, el redireccionamiento de los flujos de comercio y los efectos transitorios sobre ciertos precios de exportación^a. Otra vía indirecta de impacto es la que afecta —a través de las cadenas mundiales de valor— a los países proveedores de los países afectados por los aranceles. Por ejemplo, se ha estimado que, si bien el comercio entre China y los Estados Unidos representa solamente un 0,6% del PIB mundial, varios países asiáticos que son importantes proveedores de insumos de producción hacia China se verían afectados por las medidas arancelarias del país del norte (Capital Economics, 2018c). Esto podría redundar en una desaceleración de los flujos comerciales cuya escala sería mayor que la reducción directa, con el consecuente efecto sobre la actividad económica mundial.

En cuanto a América Latina y el Caribe, en el caso de México se debe aguardar el desenlace de las negociaciones respecto del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). En los países de Centroamérica, las exportaciones que van hacia los Estados Unidos representan un porcentaje elevado del total (el 45% en el periodo 2014-2017), pero dichos países no están en la mira de las medidas específicas de los Estados Unidos y más bien se verían afectados por las vías indirectas. Otros países de la región también se podrían ver afectados a través de las cadenas de valor y a nivel de algunos sectores concretos que podrían ser objeto de medidas arancelarias estadounidenses. Se ha estimado que el valor agregado por parte de Chile, Colombia y el Perú dentro del total de importaciones estadounidenses representa entre el 5% y el 10% del PIB de esos países, mientras que, en el caso de la Argentina y el Brasil, este porcentaje ronda el 2% (Capital Economics, 2018a). Lo anterior refleja el hecho de que muchos productos que estos países latinoamericanos exportan se utilizan como insumo en la producción de bienes finales que terceros países exportan a los Estados Unidos. Si se considera solamente el caso concreto de las exportaciones de China a los Estados Unidos, el valor que agregan los países latinoamericanos en general es bajo. El más expuesto por esta vía sería Chile, pero aun en ese caso el porcentaje no alcanza el 1% del PIB del país.

Está todavía por verse cómo evolucionan los nuevos anuncios y negociaciones entre los países y cómo se va configurando el nuevo escenario del comercio mundial. Sin perjuicio de esto, cabe resaltar que, además del impacto sobre los flujos del comercio, la escalada proteccionista también podría tener un fuerte efecto sobre la actividad mundial a través del canal financiero. Una muestra de ello es el aumento de la incertidumbre y la volatilidad financieras que ya se ha observado en el primer semestre y que en parte ha sido motivado por las tensiones comerciales. Los niveles de riesgo soberano se han visto afectados en varios países, y en los mercados accionarios se han observado pérdidas como consecuencia de la incertidumbre que pesa sobre la inversión y los resultados esperados de las compañías, especialmente las de los sectores más expuestos a los conflictos comerciales. De producirse un deterioro importante de las condiciones financieras internacionales, el impacto sobre la actividad mundial se acrecentaría y los resultados serían complejos de pronosticar.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de CEPAL, *La convergencia entre la Alianza del Pacífico y el MERCOSUR: enfrentando juntos un escenario mundial desafiante* (LC/PUB.2018/10), Santiago, 2018; Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), "Trade wars: economic impacts of US tariff increases and retaliations. An international perspective", *CPB Background Document*, junio de 2018; Capital Economics, "How will China's tariffs affect commodity markets?", 20 de junio de 2018; "Latin American Economics Focus. Assessing Lat Am's vulnerability to US protectionism", 13 de junio de 2018 y "Global Economic Outlook. Slowdown on the horizon", 20 de abril de 2018; Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI)/Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)/ Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), "Boletín estadístico: América Latina-Asia-Pacífico", *Boletín Observatorio ALADI-CAF-CEPAL*, N° 12, 2017 [en línea] <https://drive.google.com/file/d/1WY88xwFjGRPyt9NmhD8oUyUrxRjV9xh/view>.

^a En las semanas posteriores a los anuncios, por ejemplo, el precio de la soja bajó mucho ante la expectativa de las medidas arancelarias que China podría imponer sobre los Estados Unidos (en represalia por las que impuso este último país). Esto se debe a que la soja constituyó la principal exportación agrícola de los Estados Unidos hacia el país asiático el año pasado. Así, algunos países que no están involucrados en el conflicto se ven muy afectados, como la Argentina, que es una fuerte exportadora de soja. Véase Capital Economics (2018a).

3. El precio de los productos básicos aumentará de nuevo en 2018

La recuperación de la economía mundial y el crecimiento sostenido de la economía china permitieron que el precio de los productos básicos aumentara el 15% en 2017 (véase el cuadro I.1). Esto ocurrió principalmente en el caso de los productos relacionados con la energía y los minerales, cuyo precio se incrementó el 23%. El desempeño de los productos agropecuarios fue distinto, puesto que las condiciones favorables de la oferta se tradujeron en un crecimiento promedio mínimo de los precios de estos productos en el agregado (1%).

Cuadro I.1

Tasas de variación de los precios internacionales de los productos básicos, 2016-2018
(En porcentajes)

	2016	2017	2018 ^a
Productos agropecuarios	4	1	4
Alimentos, bebidas tropicales y oleaginosas	6	-1	3
Alimentos	9	-1	-1
Bebidas tropicales	1	-2	-6
Aceites y semillas oleaginosas	3	0	10
Materias primas silvoagropecuarias	-2	5	9
Minerales y metales	-1	23	6
Productos energéticos ^b	-16	23	25
Petróleo crudo	-16	23	30
Total de productos básicos	-4	15	11
Total de productos básicos excluidos los productos energéticos	2	11	5

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial; Fondo Monetario Internacional (FMI); Economist Intelligence Unit y Bloomberg.

^a Proyecciones.

^b Los productos energéticos incluyen petróleo, gas natural y carbón.

Las tensiones geopolíticas y la reimposición de sanciones a la República Islámica del Irán por parte de los Estados Unidos elevaron las proyecciones del precio del petróleo para 2018 por sobre lo que se esperaba a fines del año pasado. Dado el mayor crecimiento de la economía mundial y la oferta todavía controlada de los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)³, se espera que el precio promedio del petróleo⁴ se incremente un 30% en 2018 respecto del precio promedio vigente en 2017. Cabe destacar que, a mediados de abril, el precio del petróleo Brent superó los 80 dólares por barril, nivel que no se había visto desde 2014 y que luego comenzó a moderarse a la baja. Se espera que en el año el precio promedio del petróleo alcance los 70 dólares el barril, frente al precio medio de 53 dólares que hubo en 2017.

En el caso de los metales y minerales, se espera un aumento promedio del 6% con respecto al precio promedio de 2017. En este rubro se prevén comportamientos opuestos: en relación con el cobre, se espera un precio promedio de 3,10 dólares

³ La OPEP mantiene un control de la oferta de petróleo, a pesar de que en su reunión del 22 de junio de 2018 tomó la decisión de aumentar en un millón de barriles diarios su cuota de producción, para compensar la baja que se daría en la República Islámica del Irán tras las sanciones y las bajas observadas en el suministro de la República Bolivariana de Venezuela. Este aumento de la producción revertirá en parte el recorte de 1,2 millones de barriles que la OPEP acordó a fines de 2016 y que ayudó a elevar el precio del petróleo.

⁴ El precio del petróleo se expresa como el promedio simple de tres precios al contado: Brent fechado, West Texas Intermediate y Dubai Fateh.

la libra en 2018, lo que representa un incremento en torno al 10% respecto del año anterior, y, en cuanto al hierro, por el contrario, se prevé una caída del 1%, luego de la gran alza (35%) que había experimentado el año pasado.

En el caso de los productos agropecuarios, el precio de las materias primas tendrá un mejor desempeño en consonancia con el mayor crecimiento mundial. En el período de enero a mayo de 2018, el precio de la pulpa de madera mostró un crecimiento del 34% respecto al mismo período del año anterior, mientras que el de la harina de soja y de pescado exhibe un incremento del 22% y el 11%, respectivamente. Sin embargo, en los demás productos agrícolas se observan comportamientos diferentes que obedecen sobre todo a distintas condiciones de la oferta. En el caso de la soja, no está tan claro lo que sucederá con la oferta mundial: la sequía en la Argentina tendrá un impacto negativo en la cosecha, que se verá compensado por una mayor producción en el Brasil. Además, la imposición de aranceles por parte de China sobre la soja norteamericana podrá implicar que esa soja se redirija hacia otros mercados. Por otra parte, las previsiones indican que el superávit en el mercado del azúcar se duplicará en la temporada 2018, con la consiguiente baja de los precios. Con todo, el índice total de los productos agropecuarios mostrará un leve crecimiento (4%) durante 2018.

El crecimiento del precio de los productos básicos, con acento en la energía, tendrá efectos diferenciados en los términos de intercambio de las distintas economías de América Latina y el Caribe, como se discute en la sección B.

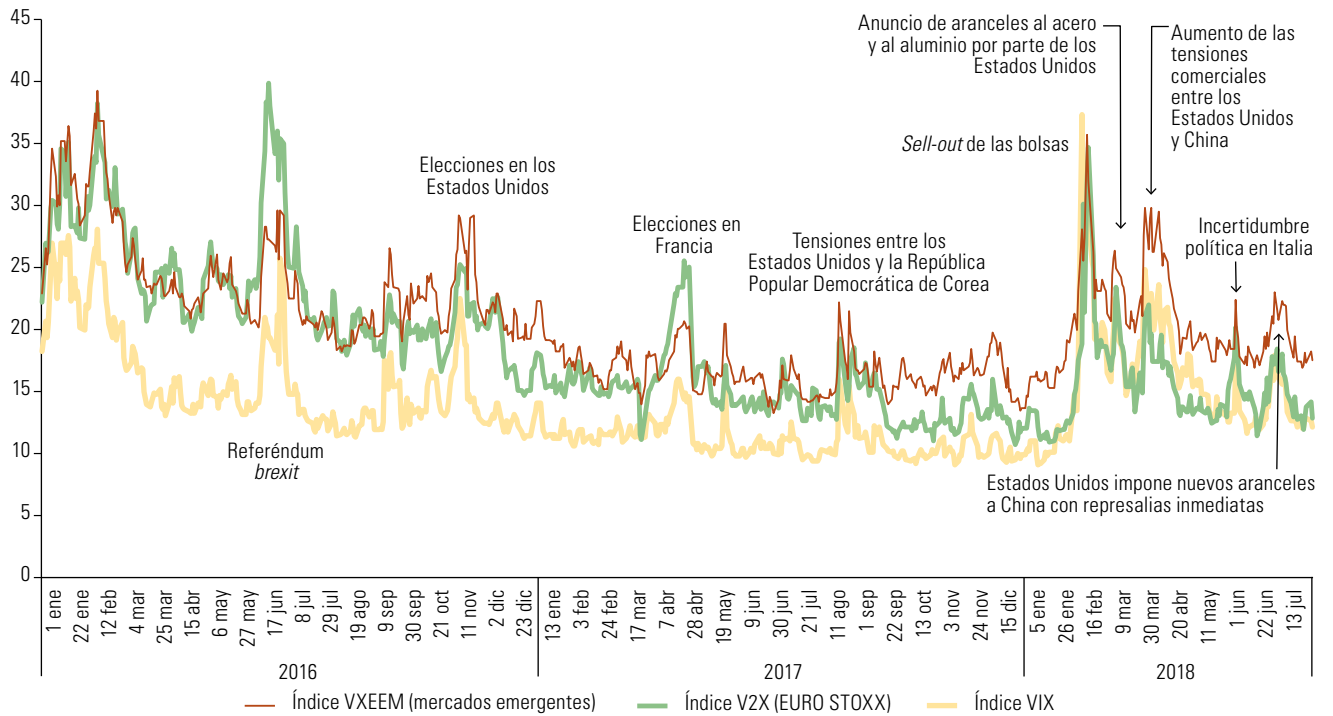
4. Los mercados financieros iniciaron el año con un aumento de la volatilidad, una caída de los flujos dirigidos a los mercados emergentes, una depreciación cambiaria respecto del dólar y una reducción importante de los precios en los mercados accionarios

Luego de que 2017 terminara con niveles históricamente bajos de volatilidad financiera —que no se registraban desde 2007, antes de la crisis financiera mundial—, este año comenzó con un marcado aumento del llamado “índice del miedo” (véase el gráfico I.4). En particular, a comienzos de febrero, cuando algunos datos económicos publicados en los Estados Unidos alimentaron la creencia de que la Reserva Federal de dicho país podría retirar los estímulos monetarios antes de lo esperado, se produjo un ola de ventas (*sell-out*) general en las bolsas (véase el gráfico I.5) y una elevación brusca de los niveles de volatilidad financiera. Más adelante, el aumento de las tensiones comerciales debido a los anuncios del Gobierno de los Estados Unidos respecto de una política más proteccionista alimentaron los temores de que surgieran posibles guerras comerciales y también tuvieron como consecuencia un fuerte aumento de la volatilidad en los mercados financieros y nuevas caídas en los mercados accionarios⁵.

⁵ La baja en los mercados accionarios ha sido liderada por los sectores ligados a las exportaciones.

Gráfico I.4

Índices de volatilidad en los mercados financieros, enero de 2016 a julio de 2018



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg.

Nota: El índice VIX, elaborado por la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE), mide la volatilidad esperada para los próximos 30 días y se obtiene a partir de los precios de las opciones de compra y venta del índice S&P 500. Con la misma lógica, la CBOE elabora también el índice VXEEM, que mide la volatilidad en los mercados emergentes, y la Deutsche Börse, en conjunto con Goldman Sachs, elabora el índice V2X, que mide la volatilidad en la zona del euro.

Gráfico I.5

Índices de precios en los mercados accionarios, enero de 2017 a julio de 2018

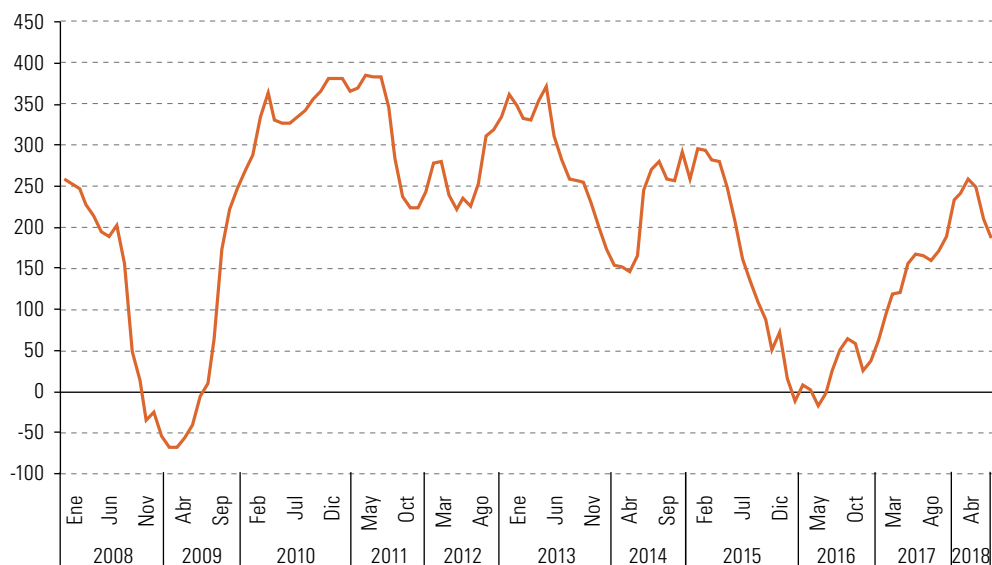
(Índice MSCI, base 1 de enero de 2017=100)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg.

En consonancia con lo anterior, y luego de haber aumentado en forma sostenida durante 2017, los flujos de capitales de cartera hacia los mercados emergentes mostraron una tendencia decreciente en los primeros cuatro meses del año (véase el gráfico I.6), tanto en lo que hace a los mercados de bonos como a los de acciones.

Gráfico I.6
Flujos de capitales de cartera hacia los mercados emergentes, acumulados en los últimos 12 meses, enero de 2008 a abril de 2018^a
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg y Banco Central de Chile, *Informe de Estabilidad Financiera de Chile, primer semestre de 2018*, Santiago [en línea] <http://www.bcentral.cl/web/guest/informe-de-estabilidad-financiera-ief->.

^a Incluye bonos y acciones.

En marzo pasado, a lo anterior se sumó el alza de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos. En abril, ante la combinación de una política fiscal expansiva y una política monetaria contractiva en ese país, las tasas de interés de los bonos del tesoro a diez años superaron el 3%, por primera vez en cuatro años. Esto se vio reflejado en una reasignación de cartera a nivel internacional y en una apreciación del dólar en relación con la mayor parte de las monedas (véase el gráfico I.7).

El yuan se depreció un 8% entre comienzos de abril y finales de julio, mientras que la libra y el euro se depreciaron un 7% y un 5%, respectivamente. Por el contrario, el yen se fortaleció en ese mismo período y se apreció un 5%, pues sirvió de refugio ante las tensiones comerciales y geopolíticas. También en el caso de varias economías emergentes se observó un aumento de los costos de financiamiento en los mercados internacionales y una depreciación, en algunos casos significativa, de las monedas respecto del dólar⁶.

⁶ Véase la sección I.E.2, "Política monetaria y cambiaria", donde se analiza la evolución de las monedas de los países de América Latina.

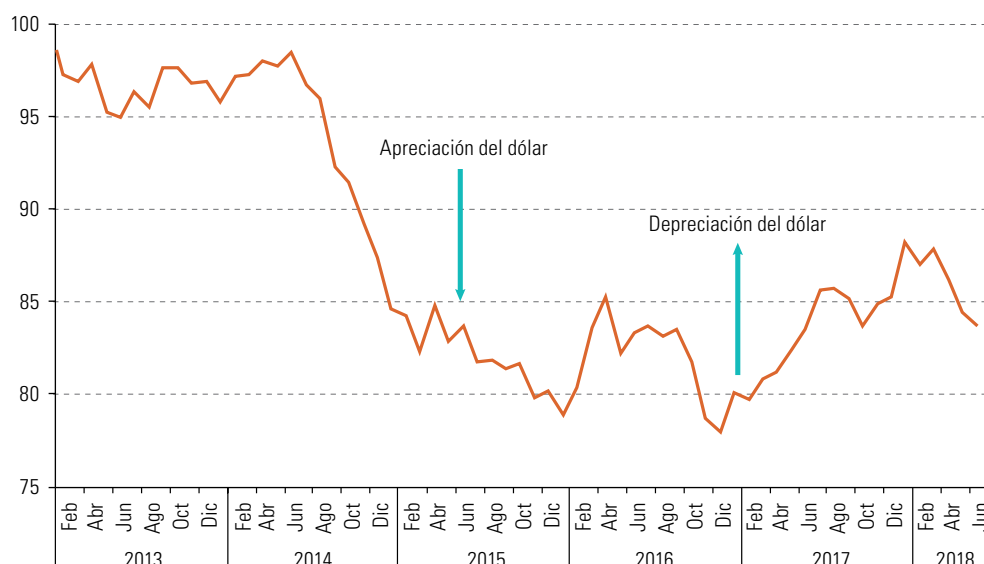


Gráfico 1.7
Tipo de cambio nominal del dólar respecto de las principales monedas del mundo, febrero de 2013 a junio de 2018
(Índice DXY, base enero de 2013=100)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg.

Nota: El índice DXY (índice dólar *spot*) de Bloomberg sigue el desempeño de una canasta de diez monedas líderes en relación con el dólar. Las monedas que forman parte de la canasta y su ponderación dentro de ella se determinan anualmente sobre la base de su proporción en el comercio internacional y su liquidez en el mercado de divisas. En el gráfico se muestra el inverso del índice publicado por Bloomberg, de forma que un alza del índice indica una depreciación del dólar y una baja del índice una apreciación del dólar frente al resto de las monedas.

5. La Reserva Federal aumentaría la tasa de interés de política dos veces más en la segunda mitad del año y tres veces más en 2019

La Reserva Federal de los Estados Unidos continuó con su política de retiro gradual de los estímulos monetarios y aumentó la tasa de interés de política en marzo y en junio pasado. En ambas oportunidades, dicha tasa aumentó 25 puntos y quedó situada en un rango de entre el 1,75% y el 2%. Según las estimaciones que la Comisión Federal de Mercado Abierto hace de la tasa de la Reserva Federal de los Estados Unidos, en la segunda mitad del año habría dos incrementos más y, en 2019, otros tres. Con esto, la mediana de las estimaciones de la tasa se ubica en el 3,1% hacia fines del próximo año.

Por otra parte, se espera que la política monetaria del banco central del Japón continúe en una senda expansiva. Esto se debe a que no se prevén presiones inflacionarias que obliguen a la autoridad monetaria a revisar su política, al menos en el corto plazo. Por su parte, el Banco Central Europeo anunció en su reunión de junio pasado que continuará hasta el próximo mes de diciembre con su política de compras de activos (políticas de expansión cuantitativa), aunque a partir del mes de septiembre reducirá a la mitad el monto de las compras mensuales de activos (hasta 15.000 millones de euros). En lo relativo a las tasas de interés, el Banco Central Europeo anunció que las mantendría sin cambios hasta mediados de 2019.

Tal como se mencionó, el aumento de la tasa de política de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el aumento en paralelo de la tasa de rendimiento de los bonos del tesoro estadounidense generaron cambios en las estructuras de las carteras que implicaron salidas de flujos desde los mercados emergentes, en particular de los mercados de bonos. A futuro continúa previéndose un ciclo gradual de alzas de las tasas de política de los Estados Unidos, que de todas formas conllevará un encarecimiento de los flujos financieros disponibles para las economías emergentes. Si esto se acompañara de un aumento de la aversión al riesgo, podrían observarse limitaciones al financiamiento disponible para los mercados emergentes, entre ellos los de América Latina, a raíz de la potencial fuga hacia inversiones de alta calidad.

6. Síntesis

En síntesis, se prevé que en 2018 la economía mundial crecerá a una tasa de alrededor del 3,3%. Sin embargo, se han incrementado las incertidumbres sobre la dinámica del crecimiento futuro, a raíz de lo cual se prevén menores tasas de crecimiento para 2019 y 2020. En comparación con 2017, en 2018 ha habido una mayor heterogeneidad en el ritmo de crecimiento de las distintas economías. La expansión de 2018 refleja fundamentalmente el crecimiento de los Estados Unidos, apuntalado por un impulso fiscal que debería mostrar señales de agotamiento en 2019, y de China, donde también se proyectan tasas de crecimiento menores en 2019. Los países de la eurozona y el Japón han venido revisando a la baja sus pronósticos de crecimiento para 2018 y 2019.

El comercio mundial ha ido perdiendo dinamismo y crecerá un punto y medio porcentual menos que en 2017. Aparte de esa desaceleración, el comercio afronta grandes riesgos como consecuencia del aumento de las tensiones comerciales.

Durante 2018 se espera que los precios de los productos básicos aumenten de manera más moderada que en el año anterior. Sin embargo, los productos energéticos —principalmente el petróleo— experimentarán un alza importante en 2018 a raíz de las restricciones en la oferta en algunos países productores y de factores geopolíticos.

En lo que se refiere a los mercados financieros globales, estos iniciaron 2018 con un aumento de la volatilidad, una caída de los flujos dirigidos a los mercados emergentes, un fortalecimiento del dólar y una reducción importante de los precios en los mercados bursátiles. Las mayores expectativas inflacionarias, las menores perspectivas de crecimiento y las políticas monetarias más restrictivas han generado una actitud más prudente respecto de los riesgos, así como una mayor incertidumbre financiera. En este contexto, la combinación de un dólar fuerte, tasas de interés al alza en algunos países desarrollados y menor liquidez internacional a nivel global, sumados a los riesgos comerciales y geopolíticos, generan crecientes incertidumbres no solo financieras sino también sobre la dinámica de la economía real y el crecimiento de mediano plazo. Por otra parte, las diferencias en las dinámicas de crecimiento e inflación entre los Estados Unidos y los países europeos y el Japón han dado lugar a trayectorias distintas en el desmantelamiento de las políticas monetarias “no convencionales”. Por un lado, la Reserva Federal de los Estados Unidos continuará con su política de retiro gradual de los estímulos monetarios y aumentos de las tasas de interés. Por su parte, el Banco Central Europeo, si bien mantendrá su política de expansión cuantitativa hasta fines de 2018, ha anunciado una reducción en sus compras de activos a partir del último trimestre del año, mientras que el banco central del Japón continuaría en una senda expansiva al menos en el corto plazo.

B. La evolución de la liquidez a nivel global

1. En 2017 se aceleró el ritmo de expansión de la liquidez global, debido al dinamismo del mercado internacional de bonos y a la recuperación de los préstamos transfronterizos

En 2017, la tasa de crecimiento de la liquidez global mantuvo la tendencia al alza iniciada en 2015 y alcanzó un promedio del 8%, cifra superior a la registrada en 2016 (5%) y muy por encima del promedio de la última década (véase el gráfico I.8).

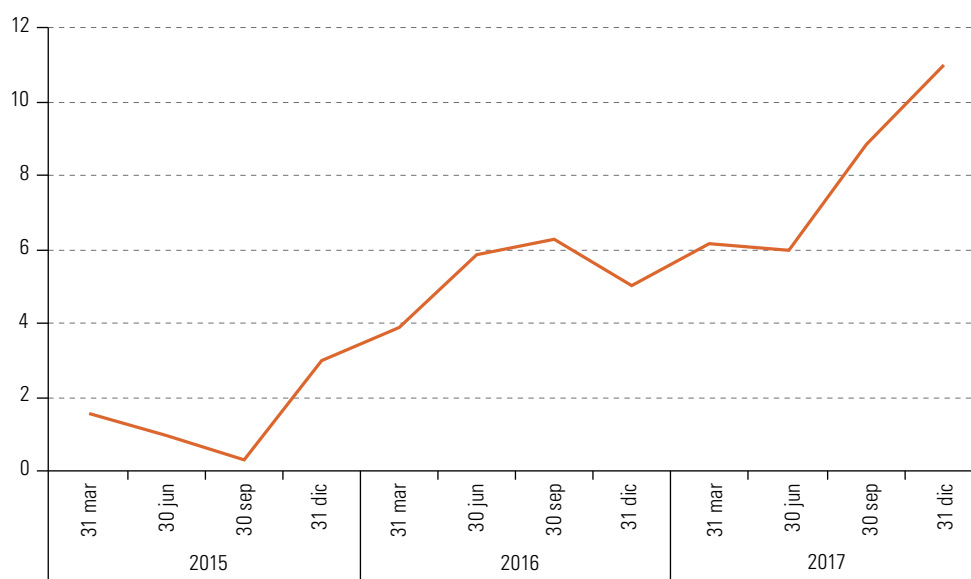


Gráfico I.8
Tasa de variación de la liquidez global, marzo de 2015 a diciembre de 2017^a
(En porcentajes)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), "BIS global liquidity indicators at end-December 2017", 2018 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli1804.htm>.

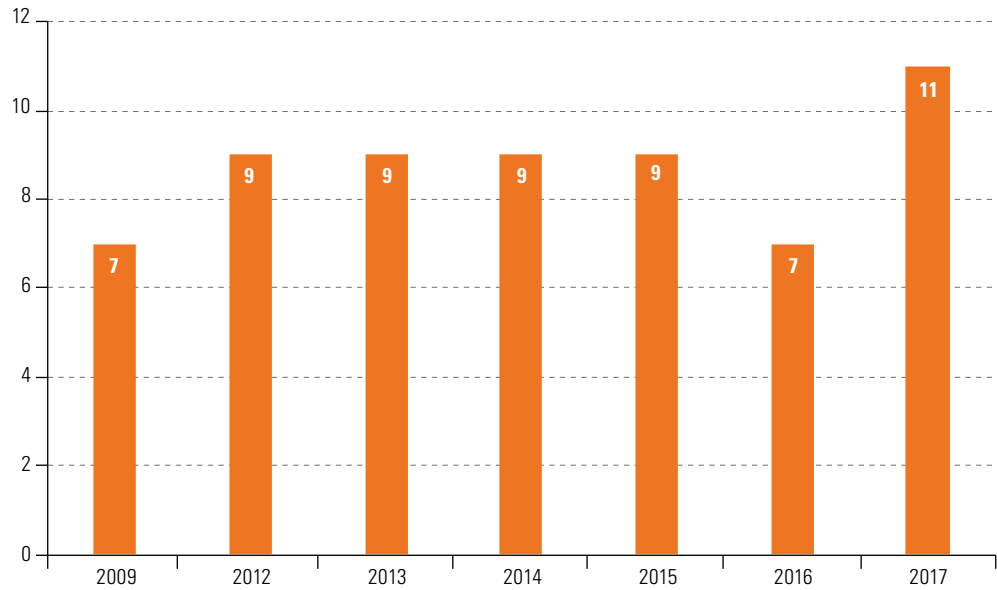
Nota: La liquidez comprende el crédito transfronterizo total otorgado por la banca de los Estados Unidos, Europa y el Japón y las emisiones de deuda en los mercados internacionales de los mismos países.

^a Datos trimestrales.

La liquidez global fue impulsada por el dinamismo registrado en el crédito otorgado a través del mercado internacional de bonos y, en menor medida, por los préstamos internacionales. En 2017, la tasa de variación de la deuda se situó en un 11%, cifra que superó la registrada en el caso de los préstamos transfronterizos (7,2%). No obstante, existe una clara tendencia a la recuperación en la evolución de los préstamos transfronterizos. De hecho, en 2017, estos préstamos registraron el mayor crecimiento desde el inicio de la crisis financiera mundial, lo que apunta a que la banca global muestra signos de mayor fortaleza y se ha recuperado, al menos en parte, de los efectos de la crisis financiera mundial en términos de su recapitalización y rentabilidad (CEPAL, 2018c). Entre 2007 y 2017, los bancos globales aumentaron su capital común de nivel 1 un 200%. También se incrementó la rentabilidad, medida por la tasa de rendimiento del capital (*return on equity* (ROE)), que se situó en un 7% en 2009, un 9% entre 2012 y 2015 y un 11% en 2017 (véase el gráfico I.9).

Gráfico I.9

Rentabilidad promedio de los 200 principales bancos del mundo, 2009-2017
(En porcentajes)



Fuente: Ernst & Young (EY), *Global Banking Outlook 2018: Pivoting toward an innovation-led strategy* [en línea] [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-banking-outlook-2018/\\$File/ey-global-banking-outlook-2018.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-banking-outlook-2018/$File/ey-global-banking-outlook-2018.pdf).

Nota: Variable utilizada: rendimiento del capital promedio (*return on average equity* (ROAE)).

Se suele suponer que un aumento de las tasas de interés del banco central podría resolver el problema del débil crecimiento de ingresos en la industria bancaria, aumentando el ingreso por intereses, pero se trataría solo de una medida paliativa. Ciertas estimaciones sugieren que, después de los tres incrementos de la tasa de la Reserva Federal de los Estados Unidos en 2017 y los tres aumentos adicionales que se esperan para 2018, el ingreso neto por intereses de los bancos estadounidenses más grandes podría elevarse un 5% en 2018 y 2019. Asimismo, en la última prueba de resistencia del Banco Central Europeo, se encontró que un aumento de 200 puntos base de las tasas de interés generaría un crecimiento del 10,5% del ingreso neto de interés en 2019. Si las demás condiciones se mantuvieran inalteradas, se estima que esto redundaría en un incremento del rendimiento del capital de los bancos de los Estados Unidos y de Europa de 6,4 puntos porcentuales y 3,1 puntos porcentuales, respectivamente.

2. Se registró una de las tasas de crecimiento de la liquidez otorgada a las economías emergentes más elevadas desde principios de la década de 2000

La liquidez otorgada a las economías emergentes (incluidos los préstamos transfronterizos y los bonos) registró, en promedio, una tasa de crecimiento de un 11,4%, muy por encima de la cifra observada en 2009 (3,3%) y en el período 2010-2015 (5,7%), y algo mayor que la de 2016 (11,0%). En concreto, la tasa de crecimiento del crédito otorgado a través del mercado por parte de los Estados Unidos llegó a representar un 20,6% y fue la más elevada de los últimos diez años (véase el cuadro I.2).

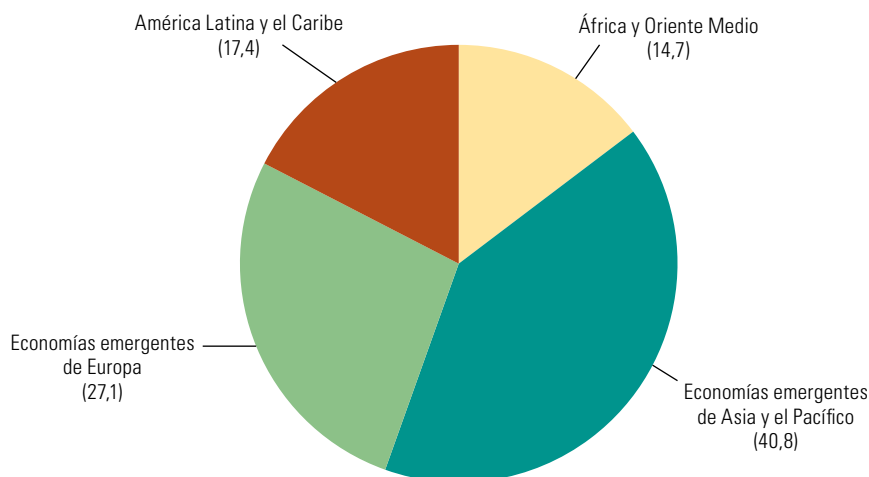
	2014	2015	2016	2017
Liquidez global	6,0	7,1	4,4	8,2
Préstamos	4,5	4,9	0,9	7,2
Préstamos a las economías emergentes	5,8	1,6	1,1	6,8
Deuda	9,9	10,3	9,8	11,1
Crédito otorgado a las economías emergentes	11,8	10,2	11,9	14,8
Crédito otorgado por los Estados Unidos a las economías emergentes	10,4	8,2	10,1	20,6

Cuadro I.2

Tasa de variación de la liquidez global y sus distintos componentes, 2014-2017
(En porcentajes)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), "BIS global liquidity indicators at end-December 2017", 2018 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli1804.htm>.

La descomposición por regiones muestra que, en 2017, las economías avanzadas y las economías emergentes representan el 81,2% y el 18,8% del crédito a nivel mundial, respectivamente. A su vez, la descomposición por subregiones muestra que las economías emergentes de Asia y el Pacífico son las principales receptoras del crédito mundial, seguidas por las economías emergentes de Europa y América Latina y el Caribe (40,8%, 27,1% y 17,4% del crédito total otorgado a las economías emergentes a nivel mundial, respectivamente) (véase el gráfico I.10).

**Gráfico I.10**

Participación en el crédito total por regiones del mundo en desarrollo, 2017
(En porcentajes)

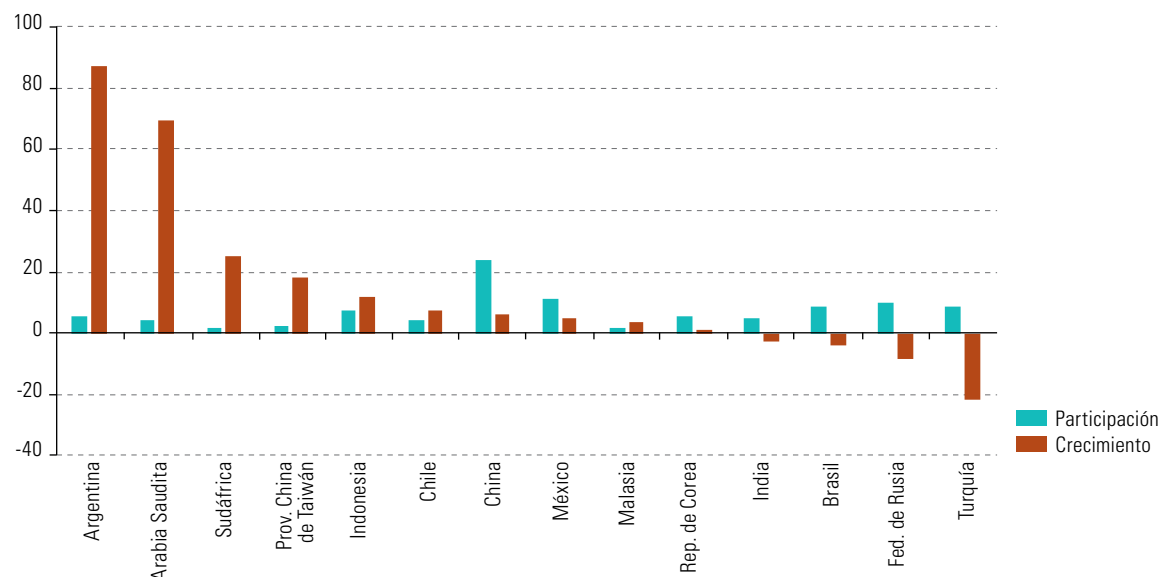
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), "BIS global liquidity indicators at end-December 2017", 2018 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli1804.htm>.

El análisis a nivel de país muestra que el grueso de la liquidez global (más del 80%) otorgada a las economías se concentra en China (24,1%), México (11,5%), la Federación de Rusia (10,0%), Turquía (8,7%), el Brasil (8,5%), Indonesia (7,1%), la Argentina (5,7%) y la República de Corea (5,3%). Entre las economías que más uso han hecho del crédito global, se incluyen la Argentina, la Arabia Saudita y Sudáfrica, cuyas tasas de crecimiento se sitúan en un 87,4%, un 69,1% y un 25,2%, respectivamente (véase el gráfico I.11).

Gráfico I.11

Economías emergentes seleccionadas: participación en el crédito y crecimiento, 2017

(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), "BIS global liquidity indicators at end-December 2017", 2018 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli1804.htm>.

3. El comportamiento de la liquidez global ha contribuido a un mayor endeudamiento total en todos los sectores institucionales

Entre 2016 y 2017, el endeudamiento global correspondiente al gobierno central, los hogares y el sector corporativo no financiero aumentó de un 78,5% a un 81,0%, de un 58,9% a un 62,1% y de un 91,6% a un 96,2% del PIB mundial, respectivamente (véase el cuadro I.3). En el caso de las economías de América Latina y el Caribe sobre las cuales se dispone de información (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México), los mayores niveles de endeudamiento, excepto en el caso de Chile, se sitúan en el sector del gobierno.

Cuadro I.3

Acervo de deuda respecto del PIB por sector institucional, 2015-2017
(En porcentajes)

País o grupo de países	Crédito al gobierno central			Crédito a los hogares			Crédito al sector privado no financiero		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Argentina	55,5	55,9	55,4	6,4	6,0	7,0	12,4	12,2	14,3
Brasil	71,7	77,6	83,1	27,6	25,7	24,7	49,2	45,8	43,9
Chile	19,7	23,3	24,9	41,0	42,4	43,7	104,6	101,5	94,8
Colombia	44,5	48,1	49,2	25,3	26,5	26,3	40,8	38,5	38,3
México	35,0	37,1	35,5	15,2	16,0	16,1	24,7	27,1	26,8
Economías emergentes	41,5	45,6	49,0	32,4	35,8	39,8	99,0	101,7	104,6
Economías avanzadas	98,3	97,8	100,9	73,4	72,5	76,1	86,7	86,3	91,6
G20	79,6	81,1	83,6	57,2	58,0	61,2	91,0	91,6	96,2
Estados Unidos	96,9	98,7	97,0	78,5	78,8	78,7	70,3	72,2	73,5
Zona del euro	90,0	89,0	86,7	58,8	58,3	58,0	105,0	104,5	101,6
Mundo	77,1	78,5	81,0	58,1	58,9	62,1	91,0	91,6	96,2

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), "BIS global liquidity indicators at end-December 2017", 2018 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli1804.htm>.

4. El mayor dinamismo de la liquidez global en 2017 responde a expectativas de mayor rentabilidad

El crédito otorgado a las economías emergentes se explica, en primer lugar, por la búsqueda de rendimiento de los inversores internacionales, debido, en parte, a las bajas tasas internacionales que prevalecieron durante el año. Tal como muestra el gráfico I.12, los índices de arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry trade*) para las economías emergentes, en particular para Asia y, en menor medida, para América Latina, se incrementaron a lo largo de 2017, reflejando la posibilidad de ganancias debido a los diferenciales de tasas de interés y también debido a la apreciación del dólar en el transcurso del año.

Gráfico I.12

Economías emergentes, Asia y América Latina: evolución del índice de arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry trade*)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg, 2018.

Nota: El índice de arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry trade*) de Asia mide el rendimiento total acumulado de una posición larga consistente en comprar y mantener con respecto a las monedas asiáticas (rupia india, rupia indonesia, peso filipino y baht tailandés), totalmente financiada con posiciones cortas en dólares de los Estados Unidos. Se supone que la inversión se realiza en valores del mercado monetario a tres meses, asignándose a cada una de las cuatro monedas asiáticas el mismo peso en la cesta de divisas. El índice de arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry trade*) de América Latina mide el rendimiento total acumulado de una posición larga consistente en comprar y mantener con respecto a seis monedas de América Latina (peso argentino, real brasileño, peso chileno, peso colombiano, peso mexicano y sol peruano), totalmente financiada con posiciones cortas en dólares de los Estados Unidos. Se supone que la inversión se realiza en valores del mercado monetario a tres meses, asignándose a cada una de las monedas el mismo peso en la cesta de divisas. El índice de arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry trade*) EM-8 mide el rendimiento total acumulado de una posición larga consistente en comprar y mantener con respecto a ocho monedas de mercados emergentes (rupia india, rupia indonesia, real brasileño, rand sudafricano, lira turca, forint húngaro y zloty polaco), totalmente financiada con posiciones cortas en dólares de los Estados Unidos. Se supone que la inversión se realiza en valores del mercado monetario a tres meses, asignándose a cada una de las monedas el mismo peso en la cesta de divisas.

También hay que destacar la reducción de la volatilidad a nivel mundial y el descenso del riesgo que supone invertir en las economías emergentes, como demuestra la disminución del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) a nivel mundial (véase el gráfico I.13).

Gráfico I.13

Evolución del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) a nivel mundial, 3 de enero de 2017 a 27 de julio de 2018

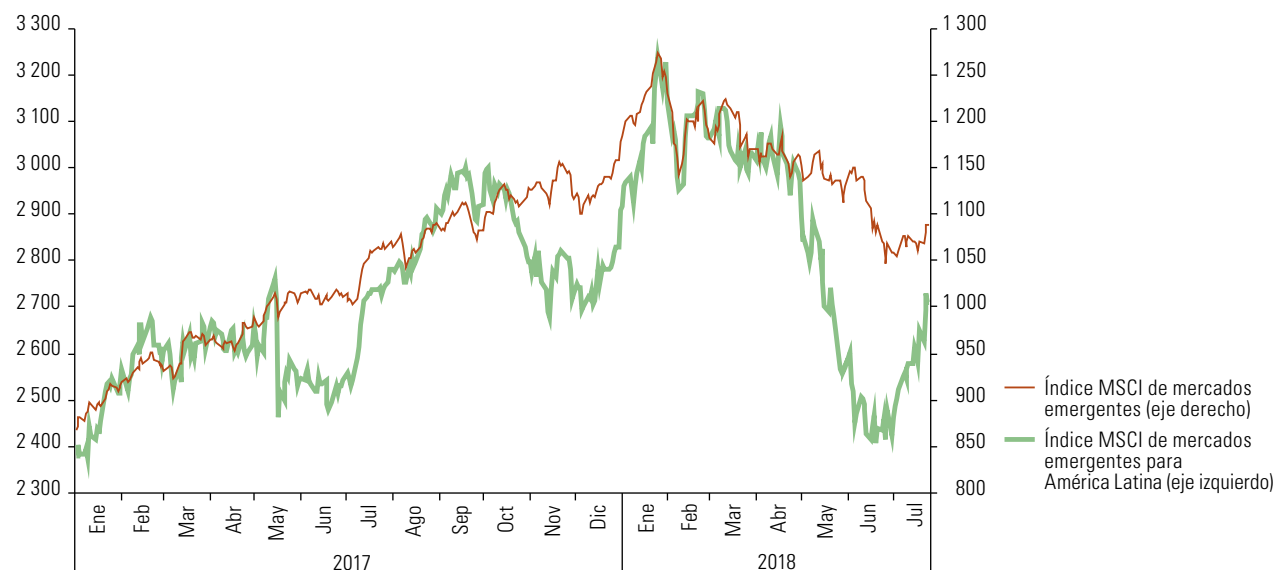


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg, 2018.

Una forma adicional de reflejar la holgura de la liquidez dirigida a las economías emergentes, incluidas las de América Latina, es el índice Morgan Stanley Capital International (MSCI) de mercados emergentes, un índice de acciones de flotación libre ponderado que ofrece una representación de la gran (y mediana) capitalización en los países de mercados emergentes. El índice, que cubre aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil de cada país, ha experimentado un alza sostenida durante 2017, lo que refleja el mayor atractivo de invertir en acciones de mercados emergentes (véase el gráfico I.14).

Gráfico I.14

Evolución del índice Morgan Stanley Capital International (MSCI) de mercados emergentes y del índice MSCI de mercados emergentes para América Latina, 3 de enero de 2017 a 27 de julio de 2018 (31 de diciembre de 1987=100)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg, 2018.

5. Para 2018 se espera una disminución de la liquidez a nivel mundial y, sobre todo, de la otorgada a las economías emergentes

Como se observa en los gráficos I.12, I.13 e I.14, las perspectivas y las expectativas favorables de rentabilidad y riesgo en relación con las economías emergentes se han revertido a partir de 2018. Desde mediados de abril de este año, el dólar se ha fortalecido cerca de un 5%, mientras que las tasas de interés estadounidenses a 10 años han sobrepasado el 3% por primera vez en cuatro años, debido a la reducción del balance de la Reserva Federal. Esto se ha traducido en una mayor presión para la salida de flujos financieros desde las economías emergentes hacia los países más avanzados y, sobre todo, hacia los Estados Unidos. Según el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), se prevé que, para 2018, los flujos financieros en las economías en desarrollo se sitúen en 1,2 billones de dólares, solo 7.000 millones de dólares por encima de la cifra registrada en 2017. Los datos más recientes muestran que, en el mes de mayo, se han registrado salidas de flujos de las economías emergentes equivalentes a 12.300 millones de dólares, lo que representa la salida de capitales más grande desde noviembre de 2016.

Como se plantea en el *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2017* (CEPAL, 2018c), el mercado de bonos es el que se verá afectado más seriamente por este cambio en las perspectivas económicas. Se espera que, para 2018, los flujos de inversión extranjera directa se expandan en 17.000 millones de dólares (523.000 millones de dólares en 2018, frente a 506.000 millones de dólares en 2017) y que los flujos de cartera experimenten una caída de 50.000 millones de dólares (351.000 millones de dólares en 2018, frente a 401.000 millones de dólares en 2017).

Por otra parte, se prevé que el flujo de liquidez canalizado a través del mercado de bonos se reduzca de 315.000 a 255.000 millones de dólares en el mismo período⁷. Parte de la reducción de la liquidez canalizada a través del mercado de bonos internacionales se verá compensada por el aumento de los préstamos transfronterizos (338.000 millones de dólares en 2018 frente a 297.000 millones de dólares en 2017). De acuerdo con un estudio reciente del Banco de Pagos Internacionales (BIP) (2017), un aumento de 25 puntos base de la tasa de los fondos federales se traduciría en una caída de 57 puntos base de la tasa de crecimiento de los préstamos transfronterizos, mientras que la caída base de la tasa de crecimiento del acervo de emisiones en el mercado internacional de bonos sería de 125 puntos. Así, el impacto que tendrá la salida de flujos financieros de las economías emergentes dependerá en parte de la composición de los flujos totales y también de los flujos de cartera.

⁷ Véanse IIF (2018) y ABM-AMRO (2018).

C. El sector externo

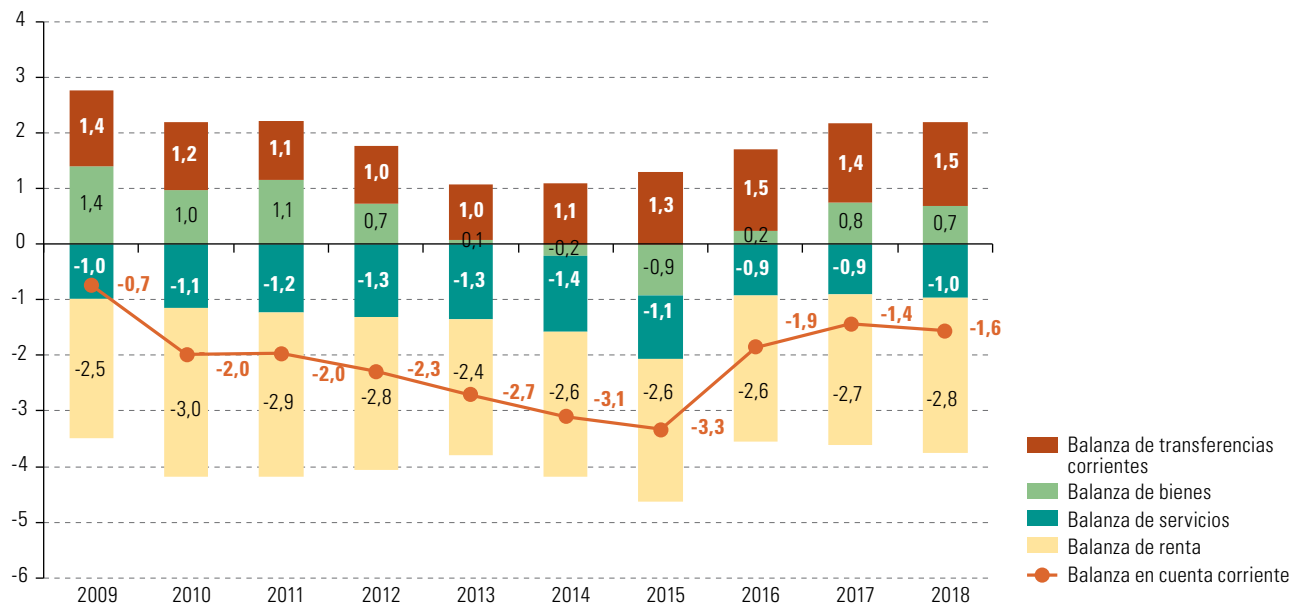
1. Se espera que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se amplíe en 2018 como resultado de un mayor déficit de la cuenta de servicios, una mayor remisión de utilidades de inversión extranjera y mayores pagos de intereses de deuda externa

En 2017 la mejora de los términos de intercambio contribuyó a ampliar el superávit de la balanza comercial, lo que, junto con mayores remesas familiares, compensó con creces los mayores pagos de renta al exterior. De esta manera, el déficit de la cuenta corriente, en términos del PIB, se redujo, llegando a un 1,4%, desde el 1,9% registrado en 2016. Sin embargo, cabe destacar que parte importante de esta disminución del déficit de la cuenta corriente regional se explicó por la evolución del déficit del Brasil, que pasó de un 1,3% a solo un 0,5% del PIB entre 2016 y 2017.

Para 2018 se espera que el déficit de la cuenta corriente se amplíe, alcanzando un 1,6% del PIB. La balanza de bienes y la de transferencias corrientes mantendrían superávits, pero los déficits de las cuentas de rentas y de servicios aumentarían, contrarrestando lo anterior (véase el gráfico I.15).

Gráfico I.15

América Latina (19 países): cuenta corriente de la balanza de pagos según componentes, 2009-2018^a
(En porcentajes del PIB)



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

^a Las cifras de 2018 corresponden a proyecciones.

2. En 2018 se mantendría el superávit de la balanza de bienes, aunque sería menor que el del año anterior, debido a un crecimiento de las importaciones mayor que el de las exportaciones

En 2017 los mejores términos de intercambio contribuyeron a mantener el superávit comercial, que alcanzó un 0,8% del PIB. Cabe recordar que ya en 2016 se había registrado un superávit, después de que las importaciones se contrajeran más que las exportaciones.

En 2017 los mejores precios de los productos energéticos y los minerales permitieron que los términos de intercambio de América Latina mostraran, en promedio, una recuperación (4%), después de cinco años de caída sostenida, en que acumularon una disminución del 19%.

Para 2018 se espera que los mayores precios de la energía y, en menor medida, de los productos mineros y agropecuarios propicien un nuevo aumento de los términos de intercambio de la región en su conjunto, que crecerían un 2% respecto del año anterior.

Sin embargo, dado que la estructura del comercio exterior de los países de América Latina y el Caribe es muy diversa, la evolución de los precios de exportación de los productos básicos tiene un impacto diferente en los términos de intercambio de cada uno. Por ello, como hecho estilizado, se observa que América del Sur se beneficia de las alzas de los precios de los productos básicos a nivel mundial, ya que estos constituyen una parte importante de su canasta exportadora. En cambio, la subregión de Centroamérica se beneficia de bajas en los precios de los productos energéticos —ya que es importadora neta de estos bienes— y lo mismo sucede con el Caribe (excluido Trinidad y Tabago), que se ve favorecido por la baja de precios de la energía y, en general, de los alimentos (véase el recuadro I.2).

Recuadro I.2

América Latina y el Caribe: estructura del comercio exterior, precios de productos básicos y términos de intercambio

La estructura del comercio exterior de los países condiciona el impacto que la evolución de los precios de los productos básicos tiene sobre los términos de intercambio de cada uno. Para brindar una representación gráfica de lo anterior, se calcularon para cada país de la región los flujos netos de comercio por grandes grupos de productos básicos a partir de la información disponible en la Base de Datos Estadísticos de las Naciones Unidas sobre el Comercio de Productos Básicos (COMTRADE)^a. Para cada grupo i de los productos básicos, se calculó la diferencia entre el valor de las exportaciones y el valor de las importaciones ($X_i - M_i$), de forma de identificar qué países son exportadores o importadores netos de cada uno^b. En el gráfico se puede observar, para cada país, la estructura del comercio exterior neto por grandes grupos de productos básicos, productos agropecuarios, minerales y metales, y energía. Un valor negativo significa que el país es importador neto en ese rubro, mientras que uno positivo se asocia a un país que es exportador neto.

Sobre la base de estas estructuras se pueden establecer, a la vez, agrupaciones de países de acuerdo con el grupo de productos en que cada uno se destaque en términos de importaciones o de exportaciones netas. De este modo, surgen los siguientes grupos, que corresponden a las categorías de análisis del gráfico:

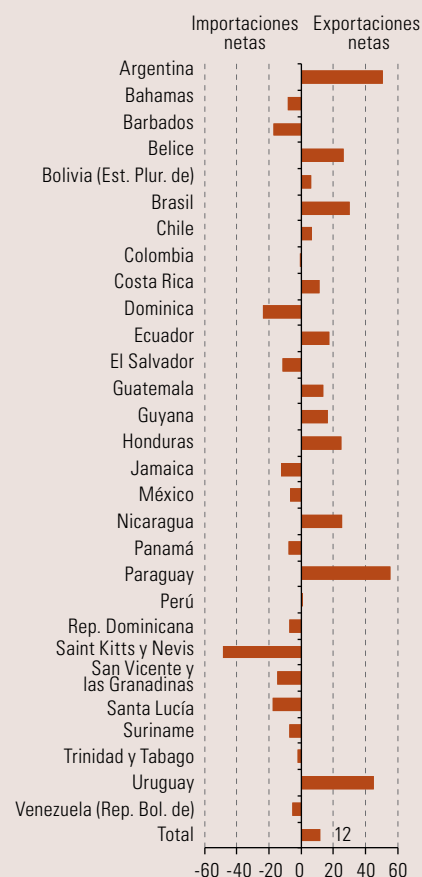
- Países exportadores de energía: Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de). Se destacan como los países con mayores exportaciones netas de energía como porcentaje del total de su comercio de productos básicos (63% en promedio).
- Países exportadores de minerales y metales: Chile y el Perú, que sobresalen por ser sólidos exportadores netos de este grupo de productos (52% del total de su comercio de productos básicos en promedio).
- Países exportadores de productos agropecuarios: Argentina, Paraguay y Uruguay. Son los países que se destacan por efectuar las mayores exportaciones netas de productos agropecuarios como porcentaje del total de su comercio de productos básicos (50% en promedio).
- El Caribe (excluido Trinidad y Tabago): Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía y Suriname. Estos países se destacan por ser fuertes importadores netos de energía (casi un 40% del total de su comercio de productos básicos) y, en general, también importadores netos de alimentos.
- Centroamérica, Haití y República Dominicana: el grupo se destaca sobre todo por su condición de importador neto de energía.

Recuadro I.2 (conclusión)

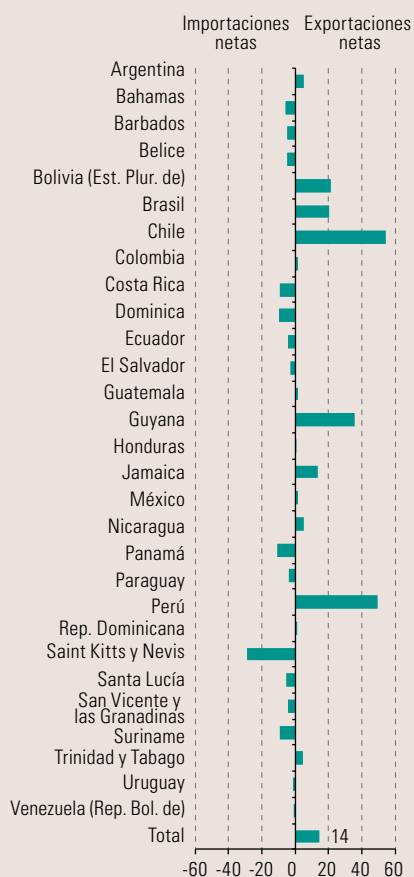
América Latina y el Caribe (30 países): flujos comerciales netos por grupos de productos básicos, promedio del período 2010-2013

(En porcentajes del total del comercio de productos básicos de cada país, sobre la base de la estructura de comercio promedio del período)

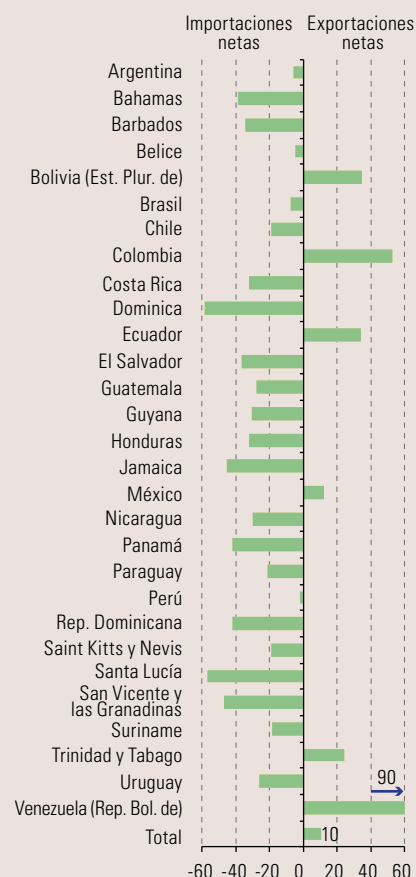
A. Productos agropecuarios



B. Minerales y metales



C. Energía



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Base de Datos Estadísticos de las Naciones Unidas sobre el Comercio de Productos Básicos (COMTRADE).

Nota: Un valor negativo indica que el país es importador neto en ese rubro y uno positivo que el país es un exportador neto.

Se excluyó al Brasil y a México de estas agrupaciones, debido a que por el tamaño de sus economías se tratan de manera individual, y a que una proporción importante de sus exportaciones netas corresponde a mercancías con mayor grado de procesamiento.

Esta información permite visualizar la forma en que las variaciones de precios de los productos básicos impactan de manera diferencial en los términos de intercambio de los países.

Cabe señalar que este ejercicio solo comprende la canasta de productos básicos, mientras que el efecto total en los términos de intercambio depende también de lo que sucede con los precios de los productos manufacturados. En todo caso, los precios de estos productos, como grupo, son sustancialmente menos variables que los precios de los productos básicos y, por lo tanto, no afectan de forma relevante las percepciones que se obtienen de este análisis.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Base de Datos Estadísticos de las Naciones Unidas sobre el Comercio de Productos Básicos (COMTRADE).

^a Se utiliza el promedio del período 2010-2013, del que se encontraba disponible la información para la mayor cantidad de países de América Latina y el Caribe, y en el que, además, aún no se reflejaban los efectos de las caídas de precios de productos básicos que tuvieron lugar desde 2014 en adelante.

^b Estos valores fueron luego normalizados mediante la construcción del cociente con el comercio total de productos básicos $(X_i - M_i)/(X + M)_{\text{total productos básicos}}$ de forma que las razones a nivel de cada país fueran comparables entre distintos rubros.

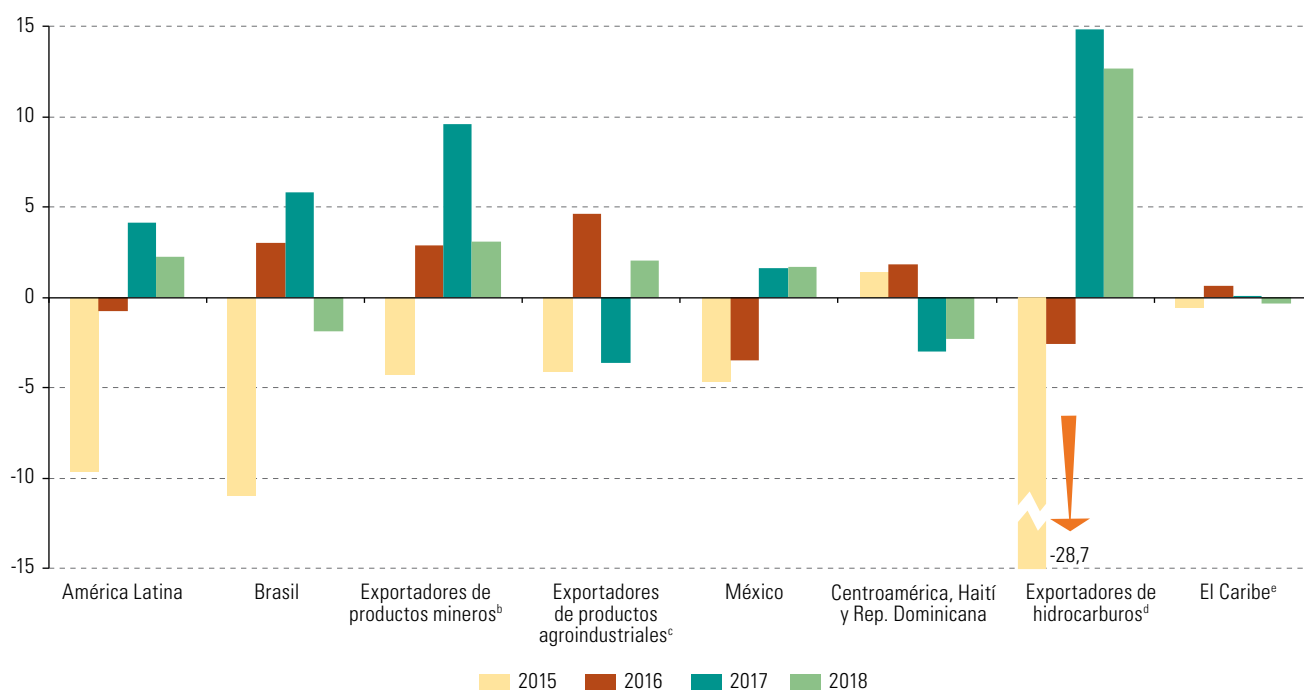
^c En estricto rigor, Guyana podría formar parte de este grupo, pero se prefirió mantenerlo en el grupo del Caribe, ya que es, además, un destacado importador neto de energía, característica que comparte con este grupo.

A raíz del alza significativa del precio del petróleo que se observó ya en la primera mitad de 2018, los países exportadores de hidrocarburos serán este año los más favorecidos, por cuanto sus términos de intercambio subirían un 13%. En los países exportadores de minerales y de productos agropecuarios, por otra parte, se produciría una leve mejora de los términos de intercambio, de alrededor del 3% y el 2%, respectivamente.

Sin embargo, los países de Centroamérica y los del Caribe (excluido Trinidad y Tabago), que se caracterizan por ser fuertes importadores netos de energía (y, en algunos casos, de alimentos), sufrirían en 2018 un deterioro de sus términos de intercambio del 2,0% y el 0,3%, respectivamente (véase el gráfico I.16).

Gráfico I.16

América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación de los términos de intercambio, 2015-2018^a
(En porcentajes)



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

^a Las cifras de 2018 corresponden a proyecciones.

^b Chile y Perú.

^c Argentina, Paraguay y Uruguay.

^d Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).

^e Excluido Trinidad y Tabago.

En 2017 el valor de las exportaciones regionales creció un 12% respecto del año anterior, como resultado de un aumento de los precios de exportación de un 8% y un incremento del volumen del 4%. En concordancia con los mayores precios de la energía y de los minerales y metales, las exportaciones de los países exportadores de hidrocarburos y de productos mineros aumentaron un 15% y un 17%, respectivamente, mientras que las de los países exportadores de productos agropecuarios se incrementaron solo un 3%. Por subregiones, se observa que las exportaciones de América del Sur crecieron un 14% en relación con el año anterior. Cabe destacar que el buen desempeño exportador fue generalizado en esta subregión, liderado por el Perú y el Brasil, cuyas exportaciones crecieron un 21% y un 18%, respectivamente, mientras que Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile, Colombia y el Ecuador vieron crecer sus ventas al exterior entre un 11% y un 16%, respecto de 2016. La excepción fue la Argentina, donde las exportaciones alcanzaron un crecimiento de solo un 1%. Las exportaciones de Centroamérica crecieron un 6% en promedio, si bien la mayoría de los países de esta subregión mostraron una expansión superior a ese promedio, como es el caso de Costa Rica (7%), El Salvador (8%), Honduras (9%), Nicaragua (10%) y Panamá (7%). Las exportaciones de México, por su parte, se incrementaron un 9% y entre ellas destaca el desempeño de las exportaciones automotrices (que aumentaron un 12%)⁸.

En 2018 se espera un crecimiento del valor de las exportaciones del 9% como promedio de América Latina. Los mayores precios del petróleo y, en menor medida, de los minerales y de algunas materias primas agropecuarias explicarían un incremento de los precios del 6%. En términos de volúmenes, a pesar de que la región estaría enfrentando este año una mayor demanda externa —debido a un mayor crecimiento de sus socios comerciales—, existen en algunos países ciertos límites de la capacidad para aumentar los volúmenes exportados en algunos sectores importantes, como el del petróleo. Por otra parte, los volúmenes exportados por el Brasil han mostrado un menor dinamismo en la primera mitad del año, debido a caídas en algunos rubros como el hierro, el azúcar, el café y el sector automotor. La huelga del sector del transporte ha estado también detrás de la pérdida de dinamismo en varios sectores. Como resultado de todo lo anterior, se prevé que los volúmenes exportados por la región crezcan en promedio un 2% en 2018 (véase el gráfico I.17).

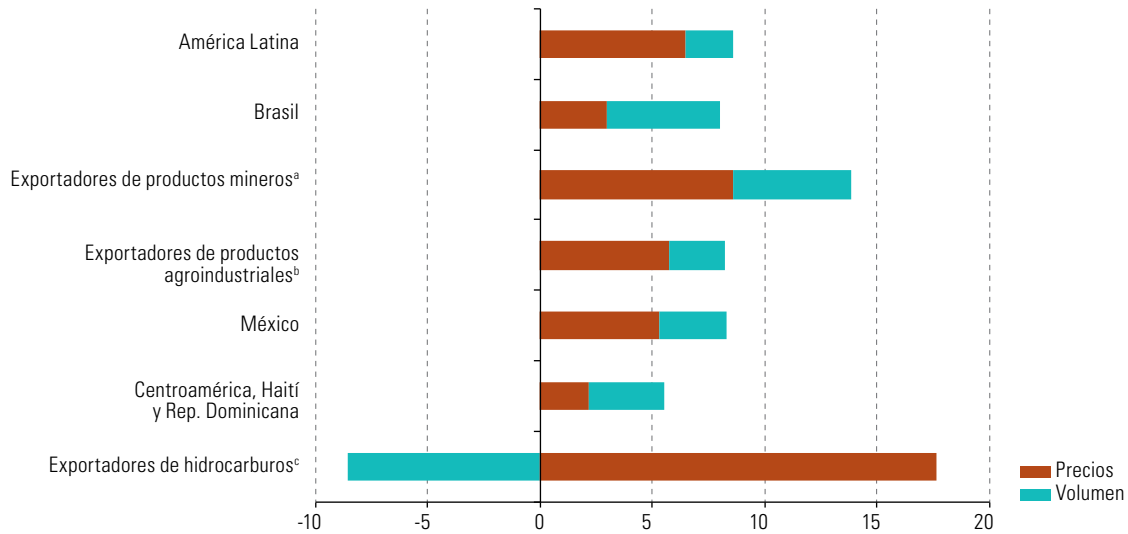
En los primeros cinco meses de 2018, las exportaciones de la región han aumentado un 10,8% en relación con el mismo período del año anterior. Destaca el incremento del 19,0% registrado en los países andinos, que se explica por el alza del precio del petróleo (de un 29% en igual período) y de algunos minerales como el cobre (20%), el zinc (22%) y el níquel (37%), junto con la baja base de comparación que representó el volumen exportado en el primer trimestre de 2017 en algunos países como Bolivia (Estado Plurinacional de) y Chile⁹. Para la segunda mitad del año, se espera que estas tasas de expansión tiendan a moderarse. Las exportaciones mexicanas continúan exhibiendo un buen desempeño en el período comprendido entre enero y mayo de 2018, con un aumento del 12%, apoyado en el crecimiento del 14% de las exportaciones automotrices y en los mayores precios del petróleo (véase el gráfico I.18).

⁸ Las exportaciones de la industria automotriz representaron en 2017 un 30% del total de las exportaciones mexicanas, según cifras del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI).

⁹ Cabe señalar que, debido a la mayor generación de energía hidroeléctrica, el volumen de gas natural que el Brasil importó desde el Estado Plurinacional de Bolivia disminuyó más de un 25% en el primer semestre de 2017. Por otra parte, las exportaciones de cobre de Chile se vieron afectadas por la huelga en la Minera Escondida, que tuvo lugar entre febrero y marzo de 2017.

Gráfico I.17

América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las exportaciones de bienes, según volumen y precios, 2018
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

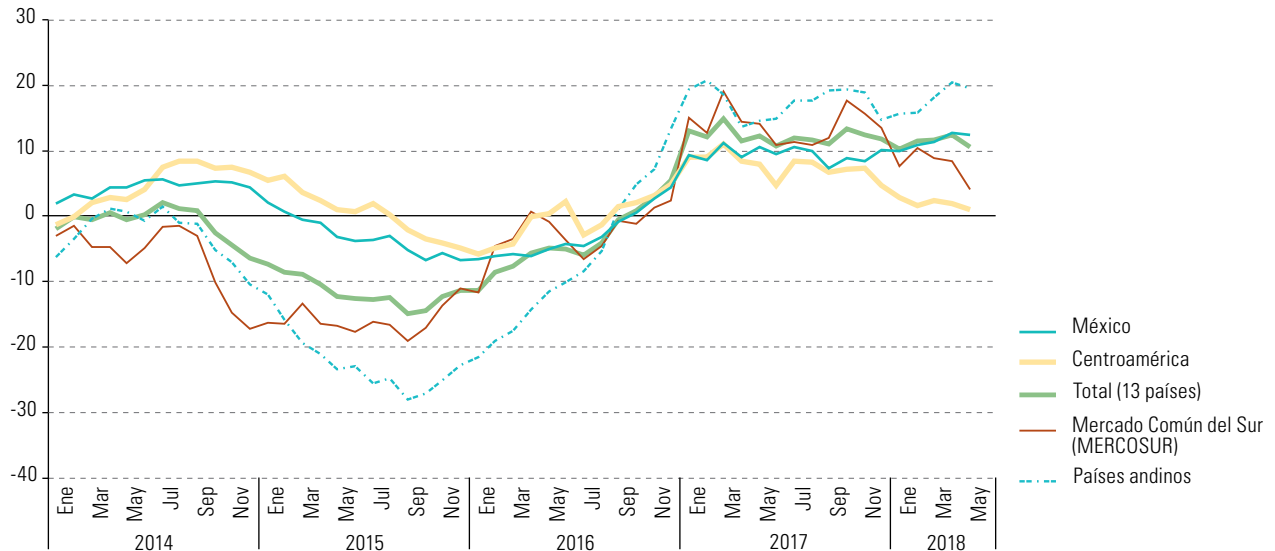
^a Chile y Perú.

^b Argentina, Paraguay y Uruguay.

^c Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).

Gráfico I.18

América Latina (13 países)^a: tasa de variación interanual de las exportaciones de bienes, promedio móvil trimestral, enero de 2014 a mayo de 2018
(En porcentajes)



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

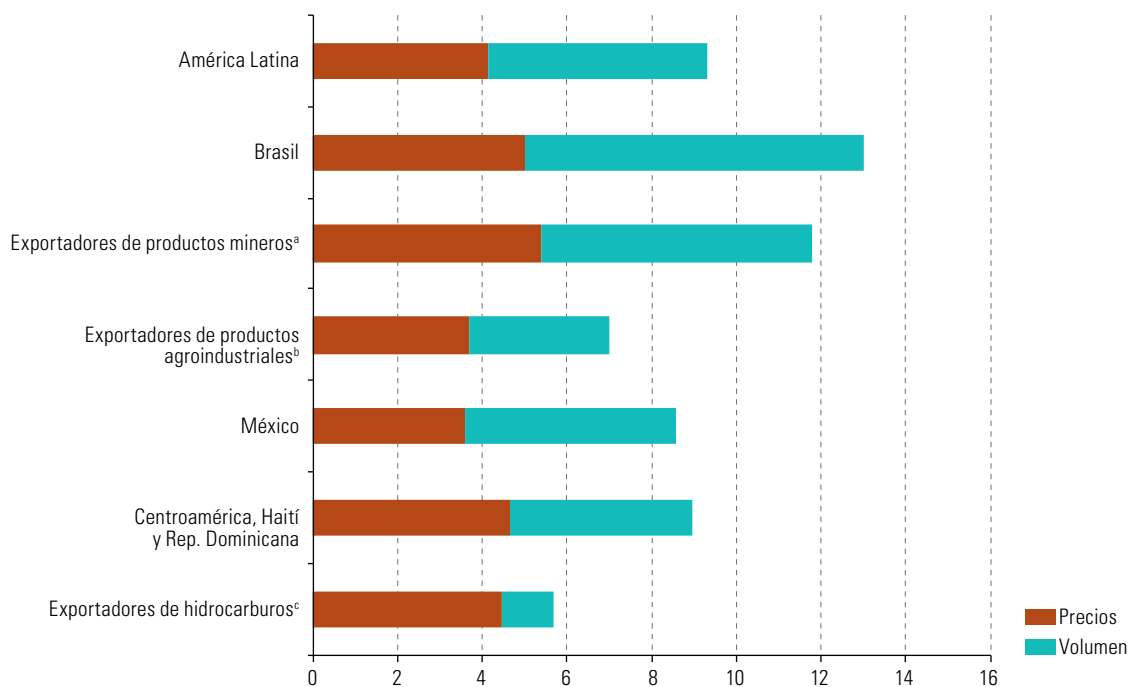
^a Se incluye a la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, el Paraguay, el Perú y el Uruguay.

En 2017, el valor de las importaciones de la región se incrementó un 10% en promedio. El mejoramiento de la actividad económica, relacionado con el mayor consumo y la recuperación de la inversión, contribuyó al aumento del 5% del volumen importado y los mayores precios de los productos básicos, en especial de la energía, explicaron el incremento del 4% de los precios de importación. El levantamiento de algunas restricciones a las importaciones redundó en que en el Ecuador y la Argentina estas se incrementaran un 22% y un 20%, respectivamente. En el Paraguay, las mayores importaciones de bienes de capital explicaron en mayor proporción el alza del 18% del total de las compras en el exterior. Por subregiones, se observa que las importaciones de América del Sur se incrementaron un 9%, en concordancia con la recuperación económica de los países de esta subregión y en especial del Brasil, cuyas importaciones aumentaron un 10% después de dos años de significativas contracciones¹⁰. Las importaciones mexicanas mostraron un alza del 9%, como resultado principalmente de las mayores compras de insumos, que también se incrementaron un 9%. En Centroamérica, el valor de las importaciones aumentó un 6%, principalmente como resultado de los mayores precios de la energía, puesto que el volumen creció solo un 1%.

En 2018, el mejor desempeño de la economía de América Latina y el alza del precio del petróleo mantendrían el crecimiento del valor de las importaciones en algo más del 9,5%, tasa que se descompone en un aumento del volumen del 5,2% y un aumento de los precios del 4,1% (véase el gráfico I.19).

Gráfico I.19

América Latina y el Caribe (países y grupos de países seleccionados): tasa de variación proyectada de las importaciones de bienes, según volumen y precios, 2018
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

^a Chile y Perú.

^b Argentina, Paraguay y Uruguay.

^c Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).

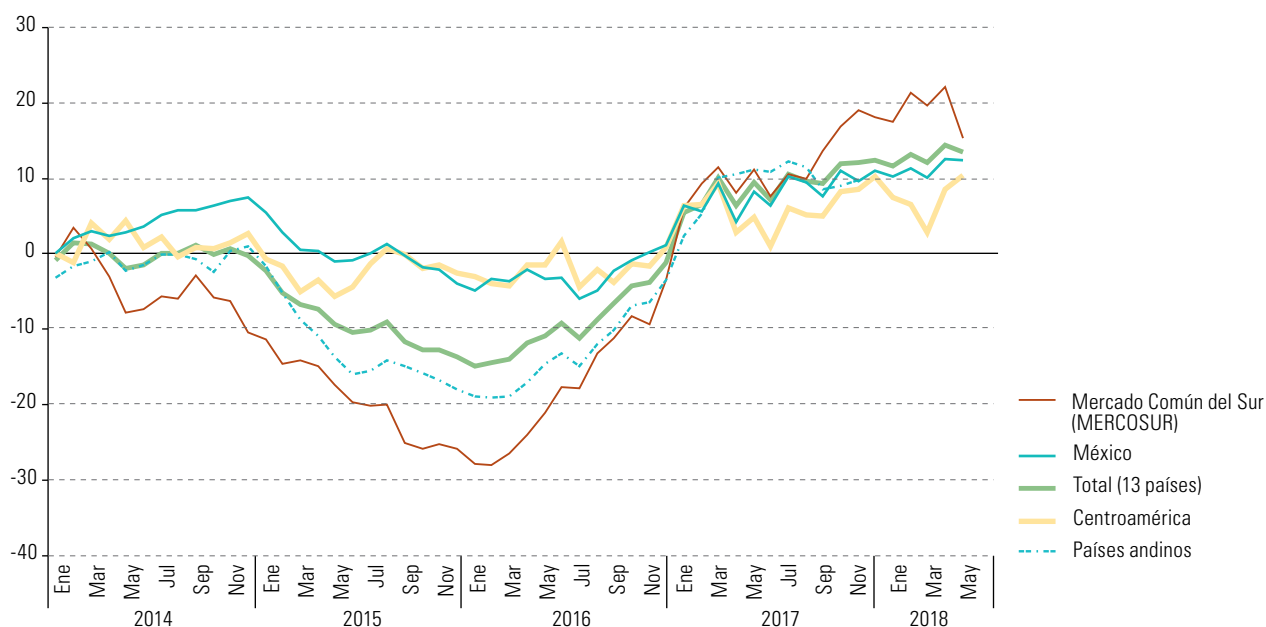
¹⁰ En 2017, las importaciones brasileñas fueron un 34% inferiores a las registradas en 2014, antes de la recesión económica.

En los primeros cinco meses de 2018, las importaciones regionales se han expandido a una tasa cercana al 13% respecto del mismo período del año anterior (véase el gráfico I.20). El Ecuador, el Brasil y el Paraguay continúan liderando este crecimiento, con tasas del 23% en el primer caso y del 19% en los otros dos. Por su relevancia en los agregados regionales, hay que destacar la expansión de las importaciones de México (12%). Para la segunda mitad del año, se prevé que estas alzas tiendan a moderarse, no solo por factores vinculados con la actividad económica, que se torna menos dinámica en algunos países, sino también por razones de competitividad, asociadas a las depreciaciones de que han sido objeto varias monedas de la región desde el mes de abril (véase el apartado 2 de la sección E, donde se aborda la política cambiaria).

Sobre la base de los argumentos expuestos, sería de esperar que en 2018 se mantuviera el superávit de la balanza comercial de la región.

Gráfico I.20

América Latina (13 países)^a: tasa de variación interanual de las importaciones de bienes, promedio móvil trimestral, enero de 2014 a mayo de 2018
(En porcentajes)



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

^a Se incluye a la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, el Paraguay, el Perú y el Uruguay.

3. El déficit de la balanza de renta se ampliaría en 2018

En 2017, la balanza de renta continuó deteriorándose (un 13% en términos nominales) y su déficit se amplió del 2,6% del PIB al 2,7% del PIB. Ello se debió a que el aumento del precio de los productos básicos (15%) reportó mayores rentas a las empresas extranjeras establecidas en la región, especialmente a aquellas orientadas a la exportación de estos productos. Esto se hizo evidente en el hecho de que los grupos de países en que más se incrementó el déficit fueron los exportadores de productos mineros (36% de aumento en términos absolutos) y de hidrocarburos (34%). También aumentaron los pagos por las otras rentas de inversión (intereses de la deuda externa, principalmente), dado el aumento generalizado de las emisiones de deuda de la región (entre otros, de la Argentina y México).

En 2018, la balanza de renta continuaría deteriorándose y su déficit aumentaría un 5% en términos nominales, lo que significa que pasaría del 2,7% del PIB en 2017 al 2,8% del PIB en 2018, impulsado por los mismos factores explicativos: el aumento de los precios de los productos básicos (estimado en torno a un 11% para 2018), que redundaría en un mayor déficit en aquellos países más expuestos a inversión extranjera, y el aumento de los pagos de intereses, por el impacto de las crecientes emisiones de deuda externa en años recientes.

4. En 2018 el déficit en la cuenta de servicios aumentaría, al mismo tiempo que se ampliaría el superávit en la balanza de transferencias corrientes, gracias al flujo sostenido de remesas hacia la región

En 2017, el déficit de la balanza de servicios aumentó en términos absolutos un 5%, aunque mantuvo constante su relación con el PIB en un 0,9%¹¹. Las importaciones de servicios crecieron un 7,0%. El mayor dinamismo económico empujó las importaciones de bienes y esto dinamizó las importaciones de servicios en todos sus componentes: transportes (7%), viajes (9%) y otros servicios (9%). En el rubro de viajes, pesó particularmente la recuperación del turismo emisor del Brasil (31%), gracias a la recuperación económica. Los otros dos rubros se vieron dinamizados por la recuperación de la actividad económica de la región.

Las exportaciones de servicios crecieron un 6,9% y también aumentaron en todos sus componentes: transportes (9%), viajes (8%) y otros servicios (6%). Los servicios de transporte crecieron fuertemente en Panamá (15,5%), como resultado de la ampliación del canal y la aceleración del comercio mundial. En el rubro de viajes, se produjo una mayor llegada de turistas a la región (OMT, 2018), la que creció enérgicamente en América del Sur (8%) y México (12%), a buen ritmo en Centroamérica (5%) y con signo mixto en el Caribe (3%), debido a los fuertes huracanes que afectaron a algunas islas durante el año.

En 2018, el déficit de la balanza de servicios se ampliaría en relación con el PIB, situándose en torno al 1,0%. Por una parte, la actividad económica en la región continuaría empujando las importaciones de transportes, seguros, construcción y otros servicios empresariales, con lo que las importaciones de servicios crecerían un 5,7%. Entre las exportaciones de servicios (que aumentarían también a una tasa del 5,6%), el componente de viajes se vería beneficiado por la depreciación de las monedas de la región frente al dólar a lo largo del año (en grandes economías, como la brasileña y la argentina), que podría incentivar la entrada de turistas extranjeros y desincentivar la salida de turistas nacionales al exterior, en comparación con el año anterior.

En la balanza de transferencias, por otra parte, el superávit aumentó en 2017 (un 6,6%) y alcanzó el 1,4% del PIB regional. Los mayores aumentos de su principal componente, los flujos de remesas, se produjeron en los países de Centroamérica (12%), como resultado, en parte, de una mejora de la actividad de las economías emisoras (principalmente los Estados Unidos y España). En México, principal receptor de la región, ya que concentra más de un tercio del total de flujos recibidos, las remesas crecieron un 6,7% en 2017. Las remesas que más crecieron en 2017 fueron las dirigidas a Colombia (13,3%), Guatemala (14,4%), Honduras (12,5%), la República Dominicana (12,4%), El Salvador (10,1%) y Nicaragua (10,0%).

¹¹ No se incluyen datos de la República Bolivariana de Venezuela, por falta de cifras oficiales.

En 2018 el superávit de la balanza de transferencias seguiría incrementándose en términos nominales (7,7%), y pasaría del 1,4% al 1,5% del PIB regional. Se espera que esto ocurra gracias a que se mantendría el dinamismo de la entrada a la región de remesas de emigrados, que en los primeros meses del año ya registra un aumento del 10,4% en relación con igual período del año anterior (véase el gráfico I.21). El superávit de esta cuenta, que es estructural para la región, contribuiría, junto con el superávit de la balanza de bienes, a compensar, aunque solo de manera parcial, los déficits de las cuentas de servicios y de renta.

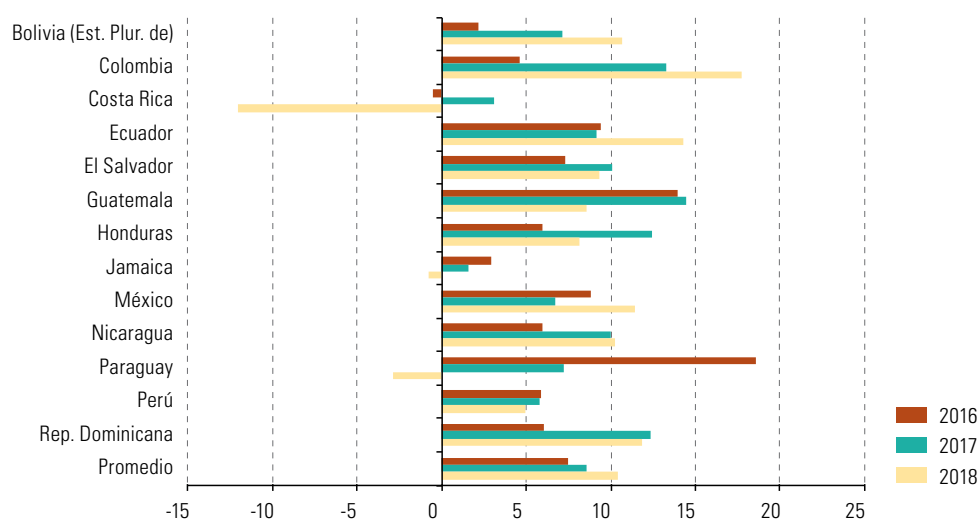


Gráfico I.21
América Latina y el Caribe (países seleccionados): variación interanual de los ingresos por remesas de emigrados, 2016-2018^a
(En porcentajes)

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

^a Las cifras de 2018 corresponden al período comprendido entre enero y junio en el caso de El Salvador, Guatemala y Honduras; al período comprendido entre enero y mayo en el caso de Colombia, México, Nicaragua y el Paraguay; al período comprendido entre enero y marzo en el caso de Bolivia (Estado Plurinacional de), Jamaica y el Perú, y a los meses de enero y febrero en el caso de la República Dominicana. Para Costa Rica y el Ecuador, no había datos disponibles de 2018 al momento de cierre de este documento.

5. En línea con lo que se observó a nivel del total de los mercados emergentes, los flujos financieros hacia la región disminuyeron en los primeros cuatro meses de 2018 y se recuperaron a partir de ese momento

En 2017 los flujos de capital y financieros hacia la región se contrajeron, en promedio, en torno a un 9%, principalmente a causa de las salidas de flujos de cartera y otra inversión desde el Brasil¹².

La inversión directa neta constituyó en 2017, como es habitual, el principal flujo financiero recibido por la región en su conjunto y alcanzó unos 134.130 millones de dólares. Esto significó un crecimiento del 4% respecto al año anterior.

Por el contrario, los demás flujos de la cuenta financiera tuvieron salidas netas en 2017, las que casi duplicaron las salidas registradas en 2016. Esto se explica principalmente por la evolución en el Brasil, donde se produjeron importantes salidas netas de los flujos distintos a la inversión directa en 2017.

¹² En estos datos no se incluyen las cifras de la República Bolivariana de Venezuela.

Para poder conocer la evolución de los flujos de capitales en los primeros meses de 2018 se construyó un indicador indirecto (*proxy*), ya que los datos de flujos que se registran en las estadísticas de la balanza de pagos (la cuenta de capital y financiera) son de frecuencia trimestral y se publican con un grado importante de atraso (véase el recuadro I.3).

Recuadro I.3

Construcción de un indicador indirecto (*proxy*) para los flujos de capitales

El indicador indirecto (*proxy*) para los flujos de capitales se construyó en la línea del utilizado por Calvo, Izquierdo y Mejía (2004 y 2008), tomando la variación mensual del acervo de reservas internacionales y restando de ella el saldo en la balanza comercial. La lógica es que por la identidad de la balanza de pagos:

- Saldo en cuenta de capital y financiera + saldo en cuenta corriente + errores y omisiones = variación de las reservas internacionales.

Entonces:

- Saldo en cuenta de capital y financiera + balanza de bienes + balanza de servicios + balanza de renta + balanza de transferencias corrientes + errores y omisiones = variación de las reservas internacionales.

Por lo tanto:

- Saldo en cuenta de capital y financiera = variación de las reservas internacionales – balanza de bienes – balanza de servicios – balanza de renta – balanza de transferencias corrientes – errores y omisiones.

Dado que casi todos los países publican con frecuencia mensual el balance comercial y el acervo de reservas internacionales, se puede calcular lo siguiente:

- **Indicador indirecto (*proxy*) de los flujos de capital netos = variación de las reservas internacionales – balanza de bienes**

Cabe notar que, con esta aproximación, se está dejando dentro del indicador indirecto de los flujos financieros no solo el rubro de errores y omisiones de la balanza de pagos, sino también tres partidas que en realidad pertenecen a la cuenta corriente: la balanza de servicios, la balanza de renta y la balanza de transferencias corrientes.

Con respecto al rubro de errores y omisiones, es común que en los análisis del comportamiento de los flujos de capitales se lo sume a la cuenta de capital y financiera, ya que es por esta vía que en épocas de crisis se produce gran parte de la fuga de capitales. En este sentido, el hecho de que el indicador indirecto incluya este rubro no representa un problema.

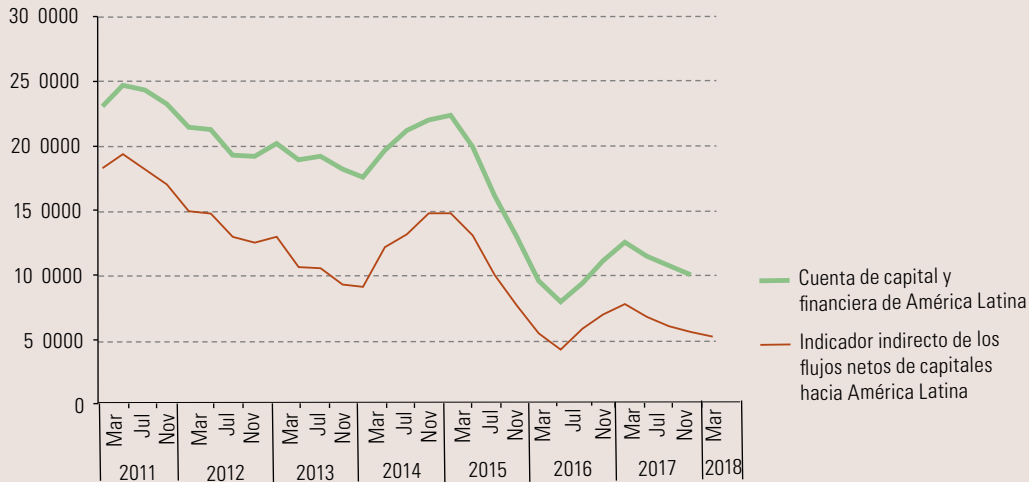
La cuenta de renta, por su parte, es una cuenta estructuralmente negativa en la región e incluye principalmente elementos de pagos netos de intereses por deuda externa y de remisión neta de utilidades de empresas de inversión extranjera. La balanza de transferencias corrientes, en el caso de América Latina, es estructuralmente positiva y está compuesta principalmente por remesas de emigrados hacia sus países de origen en la región. Se puede tomar como supuesto que estas dos cuentas —la de renta y la de transferencias corrientes—, si bien son relevantes en magnitud en el caso de algunos países de la región, tienen niveles de variabilidad bajos entre periodos y, por lo tanto, no debieran introducir volatilidad espuria al indicador indirecto (Calvo, Izquierdo y Mejía, 2008). Finalmente, la balanza de servicios, en el caso de América Latina, ha mostrado también cierta estabilidad en los últimos años, sin presentar gran volatilidad entre un período y otro (véase, por ejemplo, CEPAL, 2017 y 2018c).

Como resultado de esto, cabría esperar que el indicador indirecto así construido tuviera una diferencia de nivel con la serie de flujos de capital verdadera —que en algunos casos podría ser de magnitud—, pero que presentara una evolución muy similar a esta.

Para verificar lo anterior se comparó la serie del indicador indirecto (trimestralizado) con la serie trimestral verdadera de flujos de capitales de la balanza de pagos agregada para 14 países de América Latina. Como se esperaba, se comprobó que efectivamente la evolución de ambas series es muy similar, aunque el indicador indirecto se encuentra en promedio un 35% por debajo de la serie original de flujos de capitales de la balanza de pagos (véase el gráfico).

Recuadro I.3 (conclusión)

América Latina (14 países): indicador indirecto (proxy) de los flujos de capitales y cuenta de capital y financiera, acumulado en los últimos cuatro trimestres, marzo de 2011 a marzo de 2018
(En millones de dólares)



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

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de G. Calvo, A. Izquierdo y L. Mejía, "Systemic sudden stops: the relevance of balance-sheet effects and financial integration", *NBER Working Paper*, N° 14026, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), mayo de 2008; "On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheet effects", *NBER Working Paper*, N° 10520, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), mayo de 2004; CEPAL, *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2017* (LC/PUB.2017/28-P), Santiago, febrero de 2018 y *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2017* (LC/PUB.2017/17-P), Santiago, septiembre de 2017.

Según este indicador, en la región los flujos financieros netos recibidos cayeron desde comienzos de año hasta el mes de abril, en línea con lo que sucedía en el total de los mercados emergentes (véase el gráfico I.22). En mayo, los flujos hacia la región mostraron un leve repunte y es probable que en junio esto se repita, dado el desembolso hacia la Argentina del primer tramo del préstamo otorgado en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (por un monto de 15.000 millones de dólares).

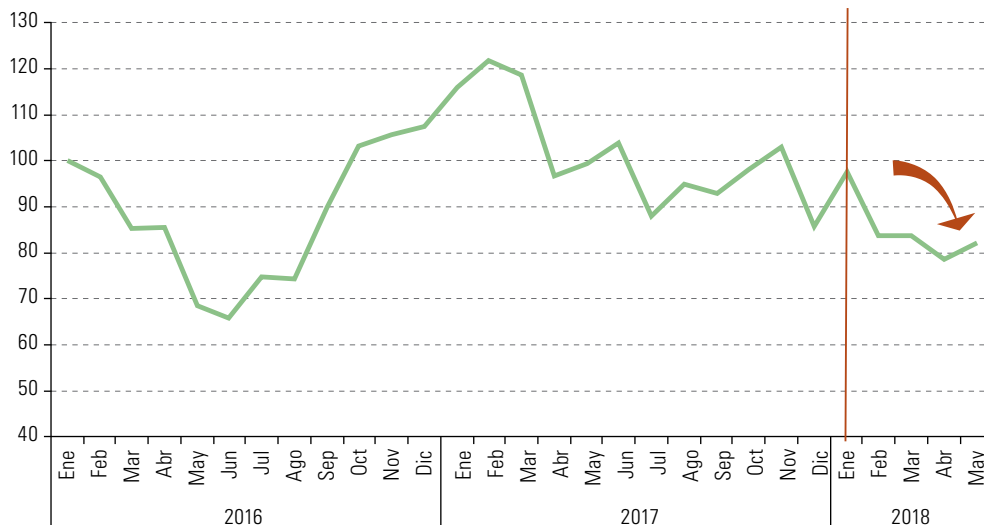


Gráfico I.22
América Latina (14 países): indicador indirecto (proxy) de los flujos de capitales hacia la región, 12 meses móviles, enero de 2016 a mayo de 2018 (Índice, base enero de 2016=100)

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

Como consecuencia de lo observado en los primeros meses de 2018 y de la incertidumbre y la volatilidad imperantes en los mercados financieros internacionales (véase la sección A de este capítulo, en que se analiza el contexto internacional), es de prever que los flujos financieros hacia la región para el año completo sean alrededor de un 6% menores que en 2017.

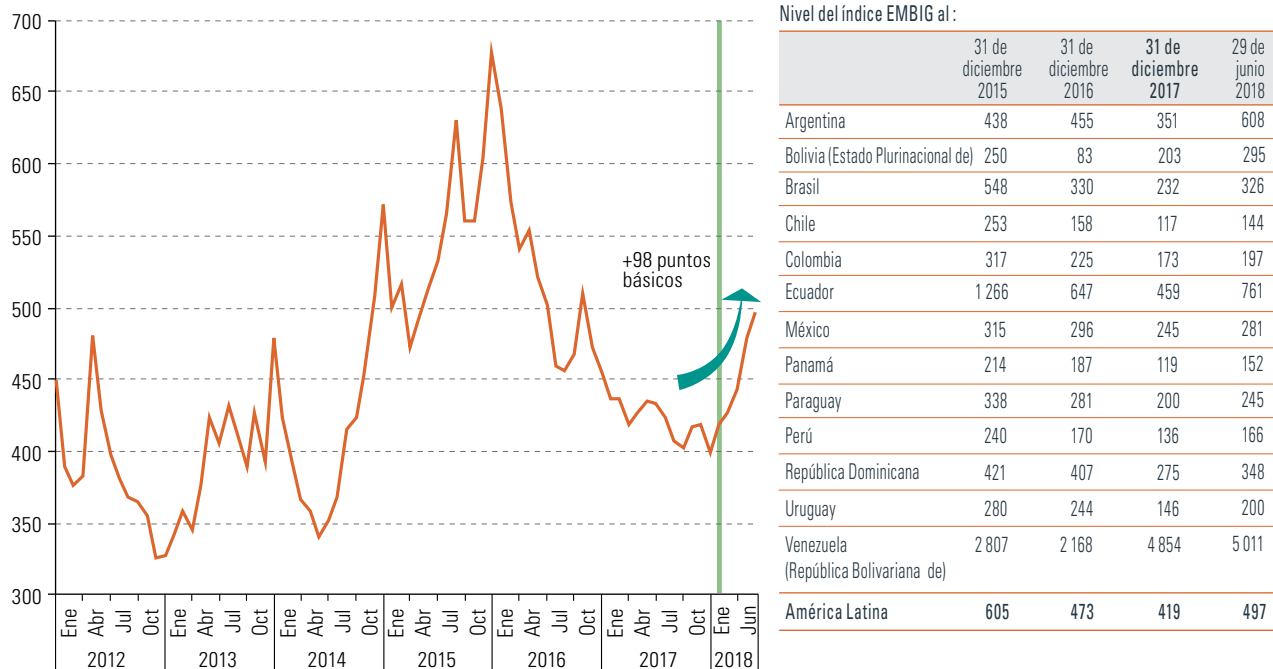
6. A partir de febrero de 2018 se revirtió la tendencia a la baja del riesgo soberano de la región que se presentaba desde 2016

En consonancia con la mayor tensión observada en los mercados financieros mundiales, a partir de febrero de 2018 el riesgo soberano ha venido aumentando en los países de la región de forma generalizada. A finales de junio, el índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG) promedio regional alcanzó los 497 puntos básicos, un nivel 98 puntos superior al de finales de enero.

Además de los factores del contexto internacional que estuvieron detrás de este aumento, hubo otros de carácter más específico para ciertos países. Es, por ejemplo, el caso de la Argentina, donde las tensiones en los mercados cambiarios en los últimos meses posicionaron el índice en 608 puntos básicos a finales de junio, casi 260 puntos sobre el nivel de diciembre de 2017 (véase el gráfico I.23).

Gráfico I.23

América Latina (13 países): riesgo soberano según el índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG), enero de 2012 a junio de 2018
(En puntos básicos)



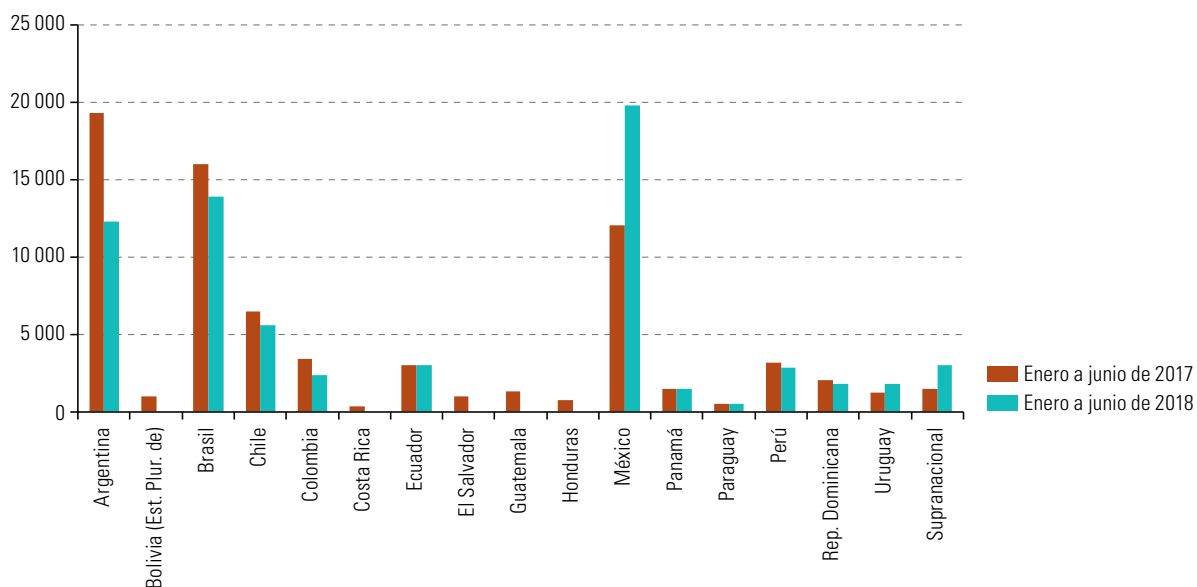
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de JP Morgan.

7. Las emisiones de deuda de los países de la región en los mercados internacionales mostraron una caída (-7%) en el primer semestre del año con relación a igual período de 2017

Se han comenzado a observar los efectos de los mayores niveles de riesgo país y de una menor disponibilidad de financiamiento hacia los mercados emergentes. Las emisiones brutas de bonos de América Latina y el Caribe en los mercados internacionales alcanzaron un monto de 68.719 millones de dólares en los primeros seis meses de 2018, un 7% menos que en igual período de 2017. Con la excepción de México, donde las emisiones aumentaron de forma importante, en la mayoría de los demás países las emisiones en la primera mitad del año han sido menores que en el primer semestre de 2017, destacándose el caso de la Argentina, con una caída del 37%. Además, varios países que habían emitido en los primeros meses de 2017 no lo han hecho en el comienzo de 2018 (es el caso de Bolivia (Estado Plurinacional de), Costa Rica, El Salvador, Guatemala y Honduras) (véase el gráfico I.24).

Gráfico I.24

América Latina (16 países): emisiones de deuda en los mercados internacionales, acumuladas de enero a junio de 2017 y de enero a junio de 2018
(En millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

A nivel sectorial, si se consideran las emisiones acumuladas en los primeros seis meses de 2018 en comparación con el mismo período del año anterior, se observa que el mayor aumento se produjo en las emisiones supranacionales (104%), si bien estas representan una porción menor del total de emisiones (solo un 7%). Por el contrario, las emisiones del sector soberano, que representan cerca de un tercio del total de emisiones, cayeron un 13% y las del sector cuasisoberano, que suman un 31% de las emisiones totales, cayeron un 23%.

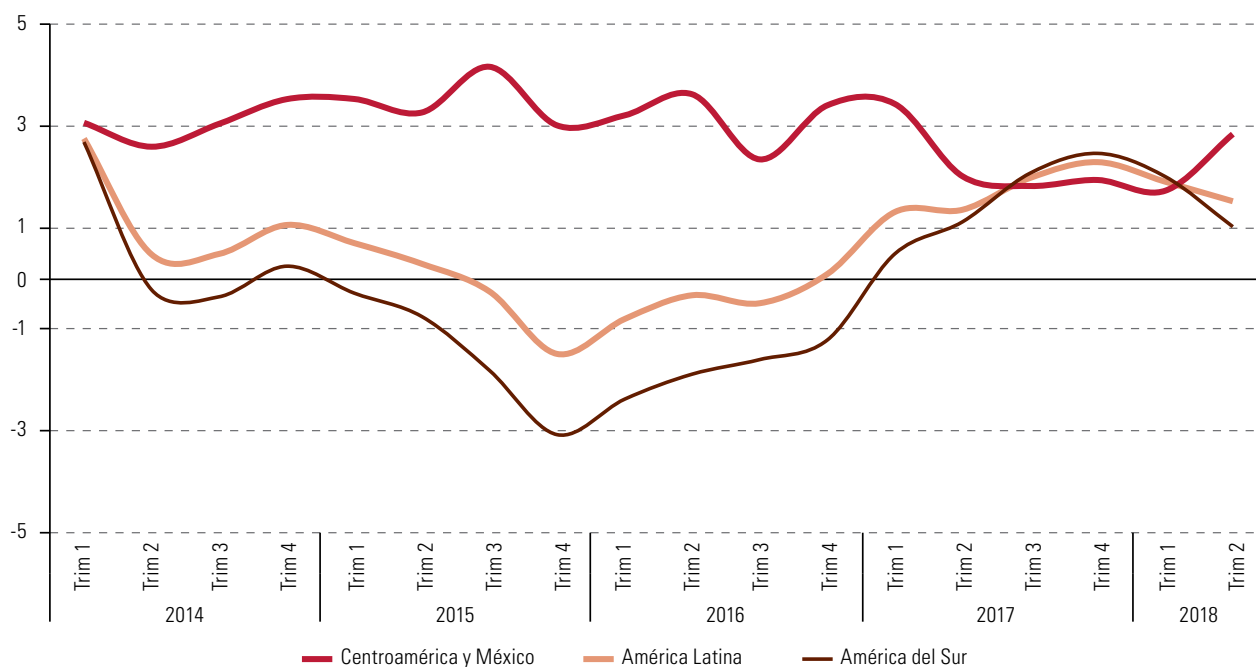
D. El desempeño interno

1. El crecimiento económico de América Latina y el Caribe se mantiene a un ritmo bajo en 2018

El producto interno bruto (PIB) de América Latina y el Caribe creció un 1,5% en el segundo trimestre de 2018. Este indicador se desaceleró ligeramente con respecto al crecimiento del 1,9% que había registrado la región en el primer trimestre de 2018 (véase el gráfico I.25). Sin embargo, la evolución de la actividad económica en estos trimestres ha sido bastante heterogénea entre los países, pues mientras que en economías como las de Chile, Colombia, México y el Perú el crecimiento se ha recuperado, en la Argentina, el Brasil y Venezuela (República Bolivariana de) este se ha deteriorado.

Gráfico I.25

América Latina: tasa de variación del PIB trimestral con relación al mismo trimestre del año anterior, primer trimestre de 2014 a segundo trimestre de 2018
(En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010)



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

Nota: Promedios ponderados. Las cifras del segundo trimestre de 2018 corresponden a estimaciones.

Luego del repunte experimentado por la actividad económica en los últimos trimestres de 2017, el crecimiento del PIB de América Latina y el Caribe se desaceleró en 2018. No obstante, como ya se ha indicado, en la región se observa una gran heterogeneidad al evaluar el desempeño específico de los países y subregiones. En el primer semestre de 2018 las economías de América del Sur crecieron en torno a medio punto porcentual por debajo del 2,2% del semestre anterior. Sin embargo, las economías de Centroamérica y México registraron una tasa de crecimiento del 2,3% este primer semestre, una tasa medio punto porcentual superior a la del segundo semestre de 2017.

2. La demanda interna crece impulsada por la recuperación de la inversión, y el consumo privado persiste como principal fuente del crecimiento

El crecimiento del PIB se apoya en el impulso de la demanda interna que ha generado la recuperación del consumo privado y la inversión. La demanda interna regional se incrementó un 2,5% en el primer trimestre de 2018, a lo que contribuyó el aumento del consumo privado (2,8%), el de la formación bruta de capital fijo (4,1%), y, en menor medida, el del consumo público (0,6%), y no así la variación de existencias negativas (-2,6%). Este crecimiento de la demanda interna es producto de la dinámica de recuperación de 2017; la demanda interna mostró una trayectoria ascendente a lo largo del año: presentó un aumento del 1,7% en el primer trimestre y terminó el cuarto trimestre con un 2,8%, por lo que finalizó 2017 con un incremento del 2,1% tras la caída del 2,0% anual del año anterior. El resultado de 2017 se explica por el comportamiento de la inversión, pero sobre todo por el del consumo privado, en términos de su contribución positiva al crecimiento (véase el gráfico I.26A).

En 2017, el consumo privado y público aumentaron un 2,2% y un 0,7%, respectivamente. El consumo privado fue impulsado por la mejora generalizada del mercado laboral, y el detrimento del consumo público se enmarca en la dinámica de ajuste fiscal que han implementado los gobiernos de la región desde 2015.

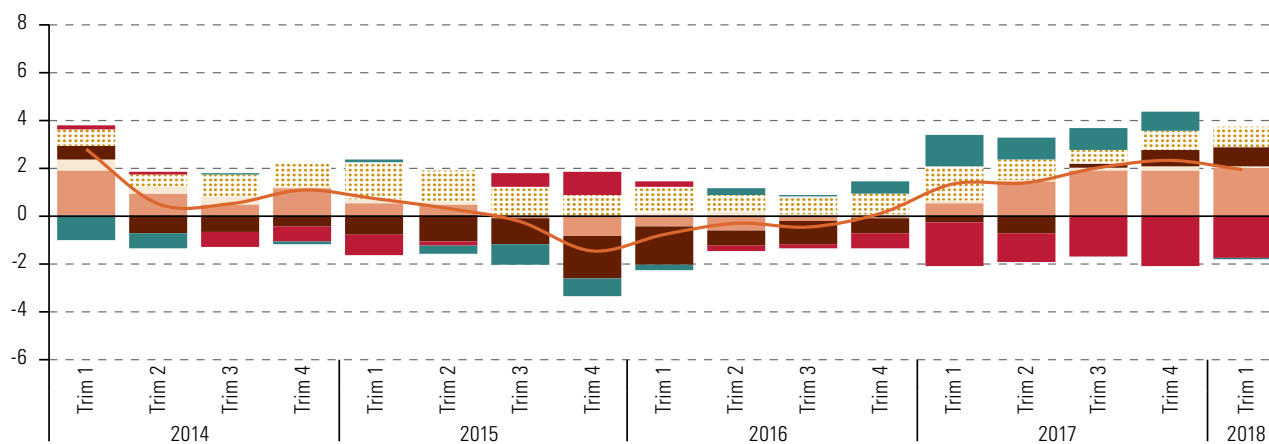
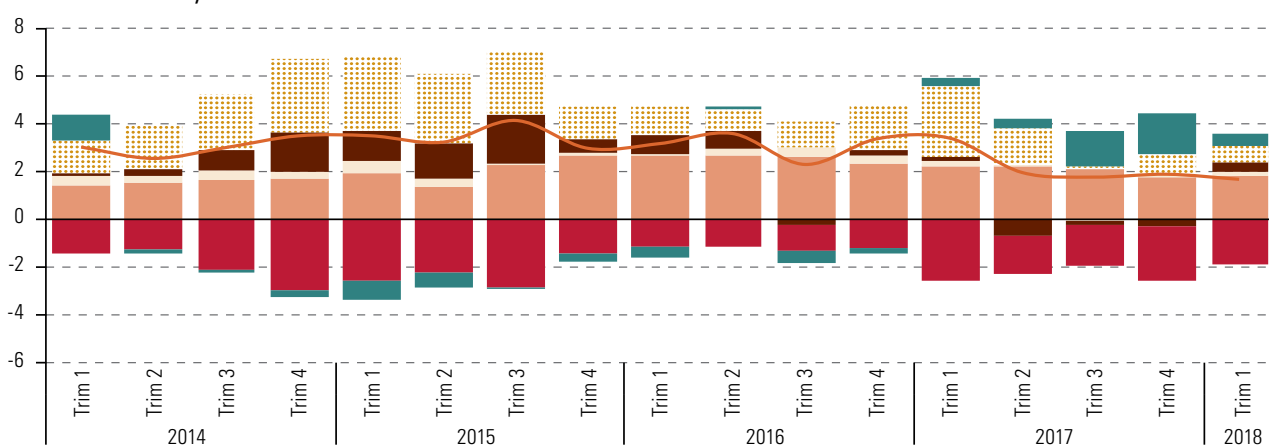
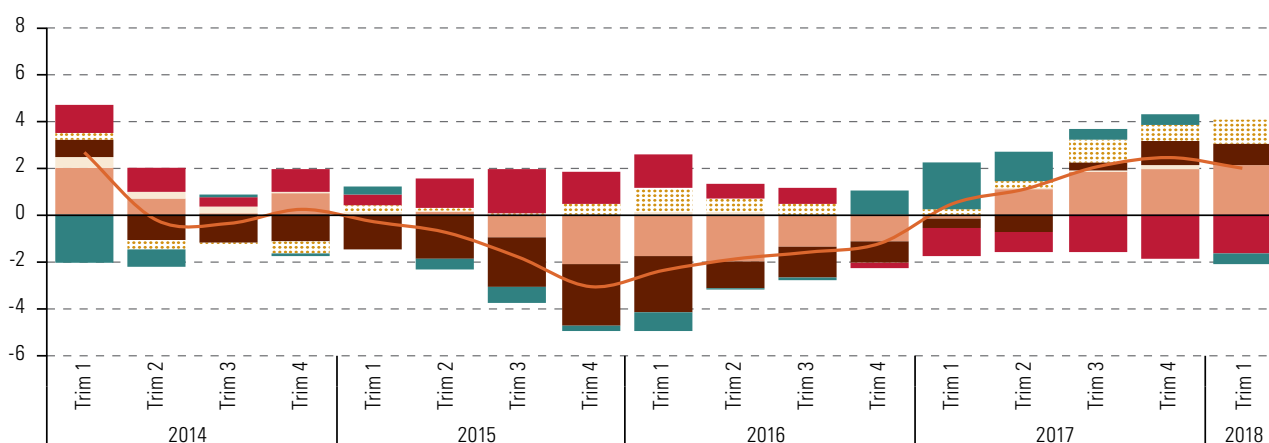
Tras haber caído durante tres años consecutivos a una tasa promedio anual del 4,7%, la inversión de la región aumentó un 2,8% en 2017. Este resultado se atribuye principalmente al incremento de la inversión en maquinaria de equipos y en inventarios, y no a la inversión en construcción. A nivel subregional, los datos de las cuentas nacionales de 2017 mostraron que, mientras que en América del Sur la inversión creció por el incremento de la formación bruta de capital fijo y de los inventarios, en Centroamérica y México creció tan solo gracias al incremento de los inventarios, puesto que su formación bruta de capital fijo se contrajo durante los últimos tres trimestres del año y mantuvo la desaceleración ya registrada en 2016 (véase el gráfico I.26B y I.26C).

Respecto del comercio exterior de bienes y servicios, a pesar del incremento de medio punto porcentual de la cantidad de exportaciones de bienes y servicios en 2017 respecto al año anterior (3,6%), la contribución del sector externo al PIB fue negativa, producto del fuerte aumento de la cantidad de bienes y servicios importados (6,0%); esto evidencia, por un lado, el mejor desempeño de la demanda interna y, por otro, una lenta mejora del contexto internacional.

Los datos al primer trimestre de 2018 permiten corroborar que se mantiene un desempeño diferenciado en términos de las contribuciones de los componentes del gasto al crecimiento del PIB en 2017: en América del Sur están basadas principalmente en la recuperación de la inversión y el consumo privado, mientras que en Centroamérica y México solo el consumo privado sostiene el crecimiento del PIB, compensando la pérdida de dinamismo de la inversión (véase el gráfico I.26B y I.26C).

Gráfico I.26

América Latina: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes del gasto al crecimiento, primer trimestre de 2014 a primer trimestre de 2018
(En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010)

A. América Latina**B. Centroamérica y México****C. América del Sur**

■ Importaciones de bienes y servicios
 ■ Formación bruta de capital fijo
 ■ Consumo privado
 — PIB a precios de mercado
■ Exportaciones de bienes y servicios
 ■ Consumo público
■ Existencias

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

3. El consumo privado se incrementa de forma generalizada en América Latina

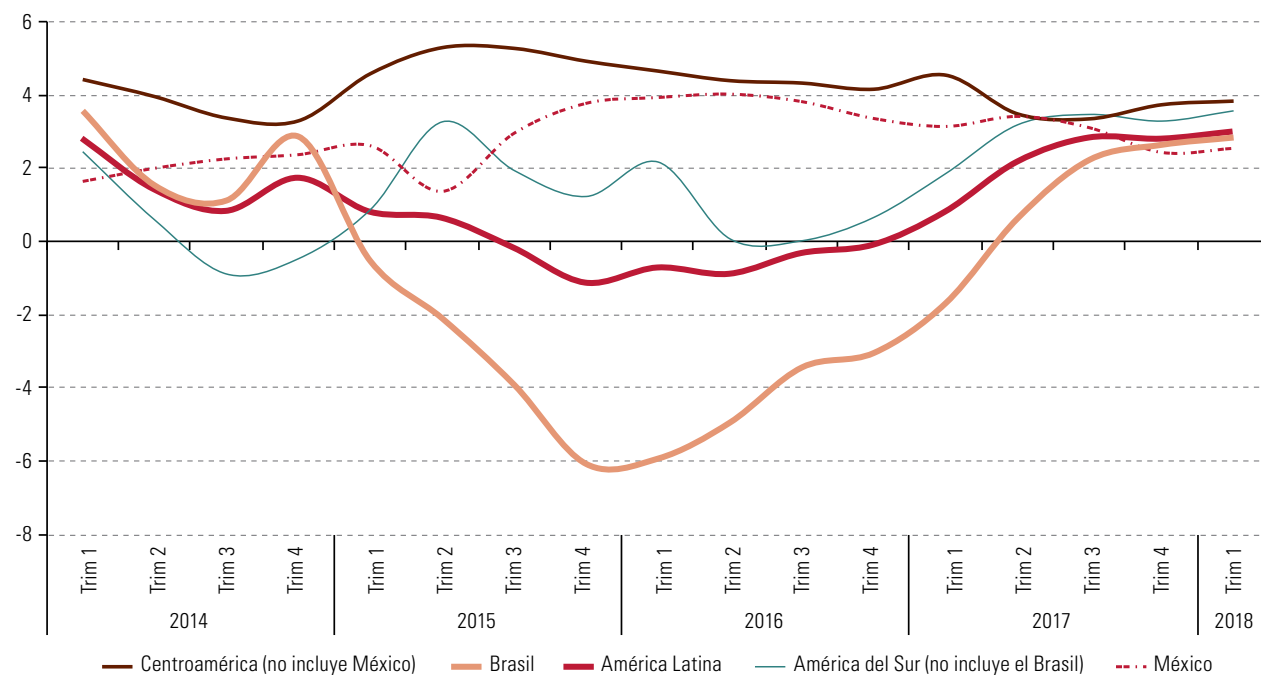
En 2017 el consumo privado se incrementó de forma generalizada en América Latina y lideró el repunte de la demanda interna. Su crecimiento fue elevado en la segunda mitad del año, principalmente producto de la expansión del Brasil; en el resto de la región el consumo ya había vuelto a aumentar desde el cuarto trimestre de 2016.

La evolución del consumo privado ha seguido la misma línea que sus determinantes. El salario real repuntó durante 2017 en los países de América del Sur, a diferencia de los países de Centroamérica, donde su crecimiento se redujo, y de México, donde experimentó una caída. En América del Sur el crecimiento del ingreso nacional bruto disponible aumenta de la mano del consumo privado. Estas dinámicas se reflejan en las tasas de crecimiento subregionales del consumo privado (véase el gráfico I.27). Por su parte, el empleo se recuperó a partir del segundo semestre de 2017.

Gráfico I.27

América Latina: tasa de variación del consumo privado con relación al mismo trimestre del año anterior, primer trimestre de 2014 a primer trimestre de 2018

(En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010)



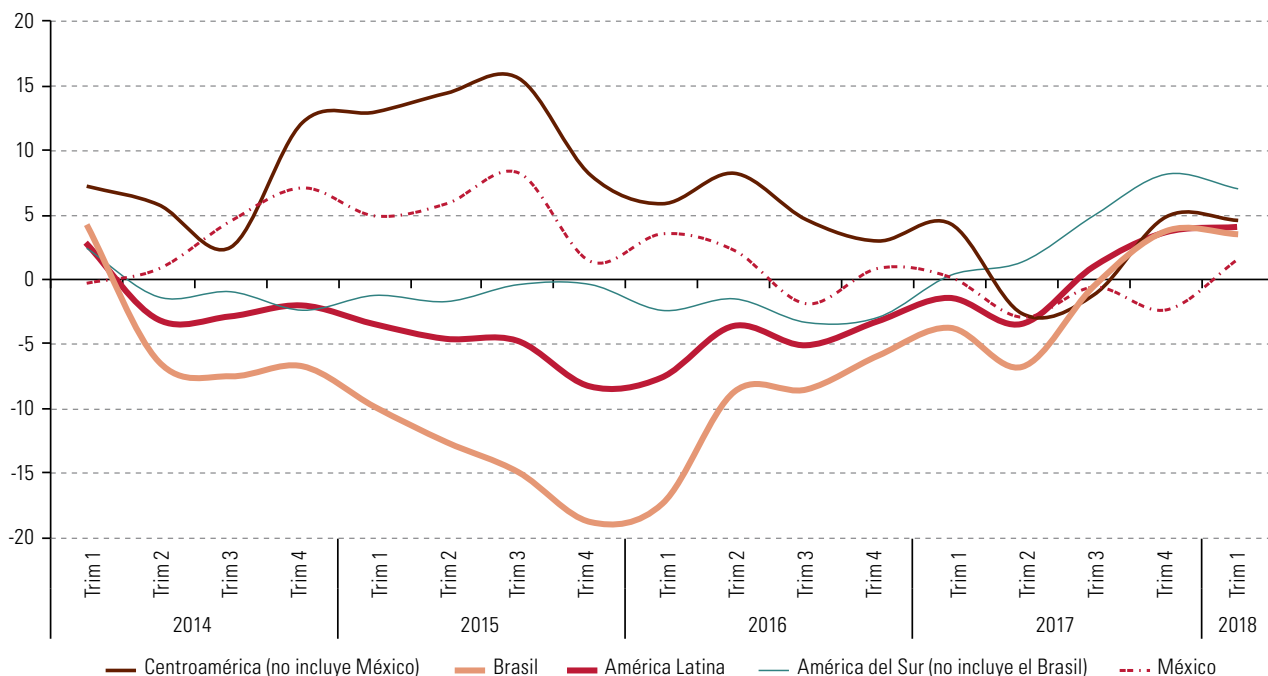
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

4. En el primer trimestre de 2018 la formación bruta de capital fijo sigue aumentando en América Latina

Desde el segundo semestre de 2017 destaca la favorable evolución de la formación bruta de capital fijo, que, tras caer 13 trimestres consecutivos, creció un 2,3%, a pesar de las contracciones que experimentó en Centroamérica y México durante algunos trimestres de ese período. En el primer trimestre de 2018, tanto las subregiones como el Brasil y México mostraron un incremento de la formación bruta de capital fijo, lo que dio lugar un aumento del 4,1% en la región (véase el gráfico I.28).

Gráfico I.28

América Latina: tasa de variación de la formación bruta de capital fijo con relación al mismo trimestre del año anterior, primer trimestre de 2014 a primer trimestre de 2018
(En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010)



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

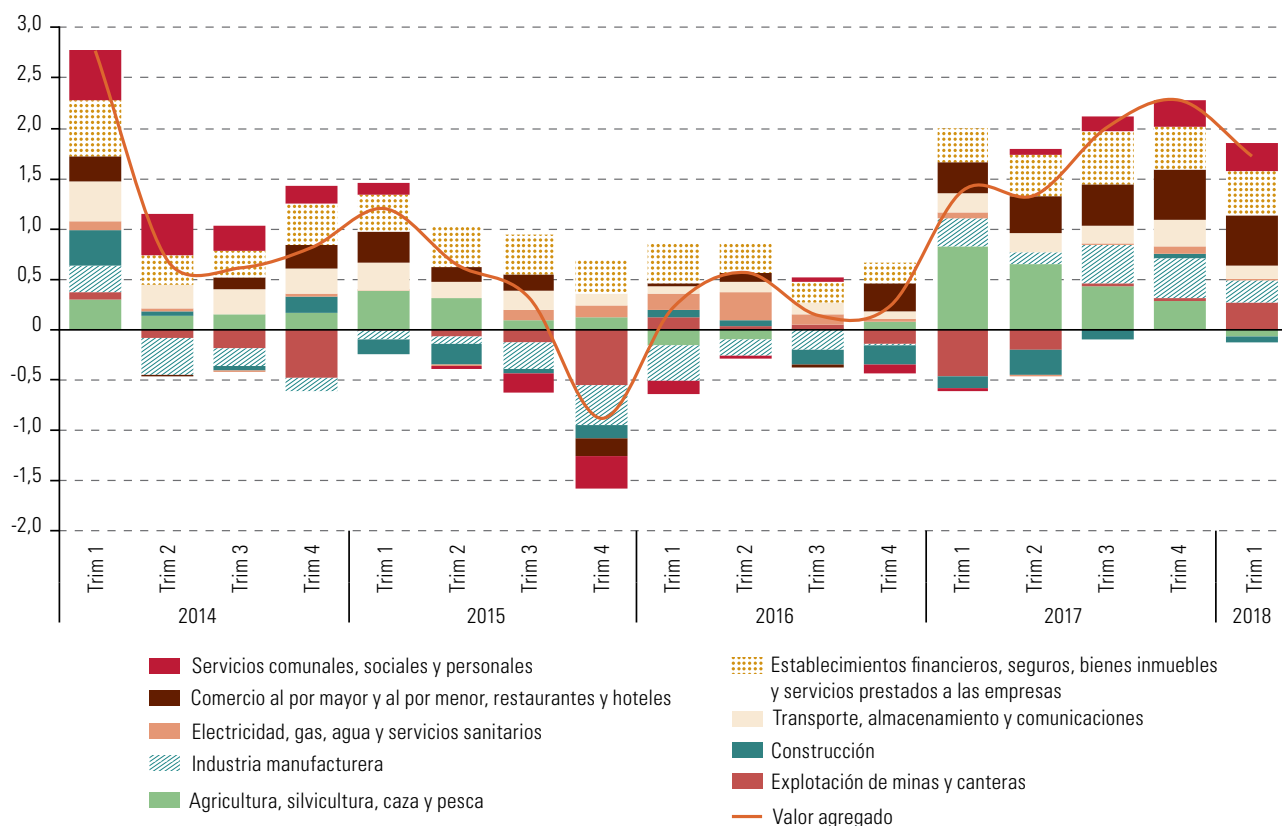
5. Los servicios y, en menor medida, la industria manufacturera son los sectores de actividad económica que impulsan el crecimiento

Tanto el comercio como los servicios financieros y empresariales experimentaron en 2017 un repunte de la actividad, de un 2,7% y un 2,2%, respectivamente. El comercio aumentó como respuesta a la evolución positiva del consumo privado, que viene creciendo desde el primer trimestre de 2017, y los servicios financieros y empresariales se beneficiaron de ser un sector asociado a la inversión. De igual manera, el incremento de la cantidad de bienes y servicios exportados e importados, sumado al mayor dinamismo de la demanda interna, se plasmó en el crecimiento de los sectores del transporte y las comunicaciones (2,1%) y la industria manufacturera (2,0%). Adicionalmente, el sector agrícola fue el sector de actividad económica que más creció en la región (7,3%), principalmente a causa de la mayor tasa de crecimiento del sector registrada en el Brasil (12,1%).

En cambio, la actividad del sector de la construcción, que refleja el dinamismo de la inversión, ha mantenido una contribución negativa al crecimiento desde 2015, con una caída del 1,6% en 2017. La explotación de minas y canteras también ha contribuido negativamente al crecimiento del PIB; como consecuencia de su contracción, fue el sector de actividad económica que más restó a este crecimiento (véase el gráfico I.29). Sin embargo, los datos de actividad del primer trimestre de 2018 muestran que la explotación de minas y canteras ha crecido un 0,5%.

Gráfico I.29

América Latina: tasa de variación del valor agregado y contribución por sector de actividad económica, primer trimestre de 2014 a primer trimestre de 2018
(En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010)



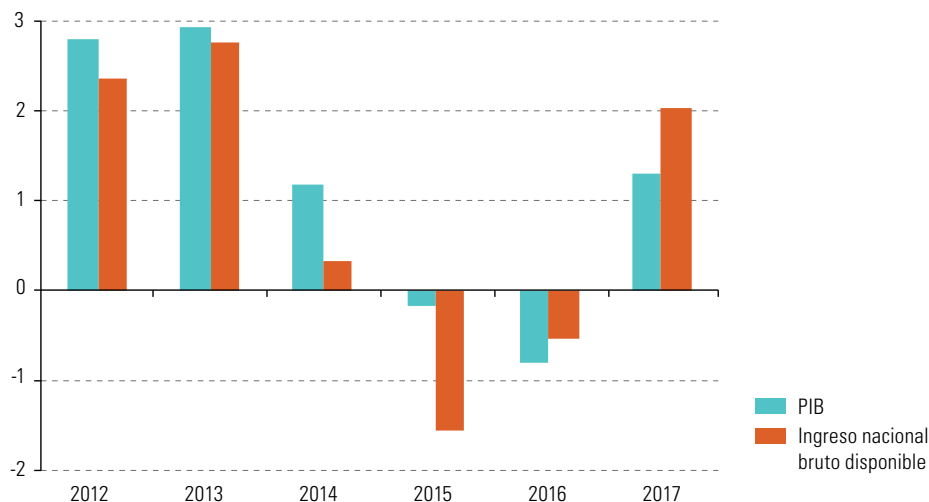
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

6. La mejora de los términos de intercambio ha favorecido la dinamización tanto del consumo como de la inversión

La presencia de mejores términos de intercambio en 2017, sumada al incremento de las transferencias recibidas, compensó con creces el aumento de los pagos netos efectuados al exterior (lo que se asocia a la subida de precios de los productos básicos y a mayores pagos de intereses externos). Esto ha originado un alza del ingreso nacional bruto disponible por encima del crecimiento del PIB, favoreciendo la dinamización tanto del consumo como de la inversión, dada la mayor disponibilidad de ahorro nacional que permite el incremento del ingreso (véase el gráfico I.30). El ahorro nacional en América Latina, medido como porcentaje del PIB, muestra un incremento en comparación con 2016. Sobre la base de dólares corrientes, el promedio de ahorro nacional bruto de 2017 alcanzó el 17% del PIB (frente al 16,8% y el 16,7% del PIB en 2016 y 2015, respectivamente).

Gráfico I.30

América Latina: tasa de variación del ingreso nacional bruto disponible y del PIB, 2012-2017
(En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010)



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

7. La inflación regional se desaceleró en 2017, manteniendo la dinámica que mostraba desde la segunda mitad de 2016, y en el primer semestre de 2018 ha repuntado, en especial en América del Sur

En un contexto marcado por la contracción del PIB registrada en 2016, la lenta recuperación de la demanda agregada que se ha observado desde entonces y la caída del precio de los alimentos en los mercados internacionales, la inflación de América Latina y el Caribe disminuyó nuevamente en 2017. La inflación regional de 2017 fue del 5,7%, de modo que mostró una caída de 1,6 puntos porcentuales respecto al cierre de 2016 (véase el cuadro I.4). En 2018, esta dinámica se mantuvo hasta abril, cuando la inflación promedio de la región se redujo nuevamente, pero en los meses de mayo y junio la inflación ha repuntado, de modo que si se compara la cifra a junio de 2017 con la registrada a junio de 2018, se observa que el promedio regional ascendió 0,6 puntos porcentuales, alcanzando un 5,9%.

Cuadro I.4

América Latina y el Caribe^a: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, diciembre de 2015 a junio de 2018
(En porcentajes)

	A diciembre de 2015	A diciembre de 2016	A diciembre de 2017	A junio de 2016	A junio de 2017	A junio de 2018
América Latina y el Caribe^b	7,9	7,3	5,7	8,9	5,3	5,9
América del Sur^b	10,6	9,1	5,3	11,8	5,0	6,5
Argentina	27,5	38,5	25,0	45,6	21,9	29,5
Bolivia (Estado Plurinacional de)	3,0	4,0	2,7	4,2	1,8	3,2
Brasil	10,7	6,3	2,9	8,8	3,0	4,4
Chile	4,4	2,7	2,3	4,2	2,7	2,5
Colombia	6,8	5,7	4,2	8,6	4,0	3,2
Ecuador	3,4	1,1	-0,2	1,6	0,2	-0,7
Paraguay	3,1	3,9	4,5	4,7	2,9	4,4
Perú	4,4	3,2	1,4	3,3	2,7	1,4
Uruguay	9,4	8,1	6,6	10,9	5,3	8,1

Cuadro I.4 (conclusión)

	A diciembre de 2015	A diciembre de 2016	A diciembre de 2017	A junio de 2016	A junio de 2017	A junio de 2018
Centroamérica y México	2,7	3,7	6,4	3,1	5,9	4,8
Costa Rica	-0,8	0,8	2,6	-0,9	1,8	2,1
Cuba	2,4	-3,0	-3,0	2,1	-2,0	-0,1
El Salvador	1,0	-0,9	2,0	0,9	0,9	0,9
Guatemala	3,1	4,2	5,7	4,4	4,4	3,8
Haití	12,5	14,3	13,3	13,9	15,8	13,0
Honduras	2,4	3,3	4,7	2,4	3,7	4,2
México	2,1	3,4	6,8	2,5	6,3	4,7
Nicaragua	2,9	3,1	5,8	3,5	3,2	5,6
Panamá	0,3	1,5	0,5	0,1	0,7	1,2
República Dominicana	2,3	1,7	4,2	1,9	2,6	4,6
El Caribe	3,3	5,4	3,7	6,1	4,0	2,8
Antigua y Barbuda ^c	0,9	-1,1	2,4	-0,5	2,9	0,3
Bahamas ^c	2,0	0,8	1,8	-0,3	1,2	0,5
Barbados ^d	-2,3	3,8	6,6	0,7	2,8	6,2
Belice ^e	-0,6	1,1	1,0	0,1	2,2	-0,6
Dominica ^d	-0,5	0,6	0,6	-0,3	0,4	0,7
Granada ^d	1,1	0,9	0,5	2,9	0,4	0,4
Guyana ^e	-1,8	1,4	1,5	1,0	1,5	0,6
Jamaica	3,7	1,7	5,2	2,5	4,4	3,9
Saint Kitts y Nevis ^d	-2,4	0,0	1,4	-0,6	0,4	-0,1
San Vicente y las Granadinas ^d	-2,1	1,0	3,0	0,9	1,5	3,1
Santa Lucía ^d	-2,6	-2,8	-0,9	-4,2	1,0	1,9
Suriname ^d	25,2	49,2	9,3	57,5	19,8	8,7
Trinidad y Tabago ^e	1,5	3,1	1,3	3,4	1,5	0,8

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

^a Promedios regionales y subregionales ponderados por el tamaño de la población.

^b No se incluyen datos de la República Bolivariana de Venezuela, debido a la falta de información oficial mensual desde diciembre de 2015 hasta enero de 2017.

^c Datos a marzo de 2018.

^d Datos a abril 2018.

^e Datos a mayo 2018.

En el gráfico I.31 se muestra la considerable desaceleración que ha registrado la inflación desde mediados de 2016, así como una dinámica bien diferenciada entre el primer y el segundo semestre de 2017. En el primer semestre, la inflación de la región en su conjunto continuó su rápido descenso, pasando del 7,3% en diciembre de 2016 al 5,3% en junio de 2017. En el segundo semestre la inflación regional se estabilizó, oscilando en torno al 5,3%, y el mayor valor de ese período fue el registrado en diciembre, de un 5,7%. En el gráfico también se observa el alza de 0,9 puntos porcentuales que presentó la inflación interanual en junio de 2018, en comparación con el valor informado en mayo del mismo año.

Como se observa en el gráfico I.31, en 2017 el proceso de desaceleración de la inflación tuvo lugar en las economías de América del Sur y del Caribe de habla no hispana, mientras que en las economías de Centroamérica y México la inflación se aceleró. Sin duda, estas disparidades en la evolución de la inflación reflejan diferencias en la dinámica cambiaria de estas subregiones en el segundo semestre de 2016 y el primer semestre de 2017.

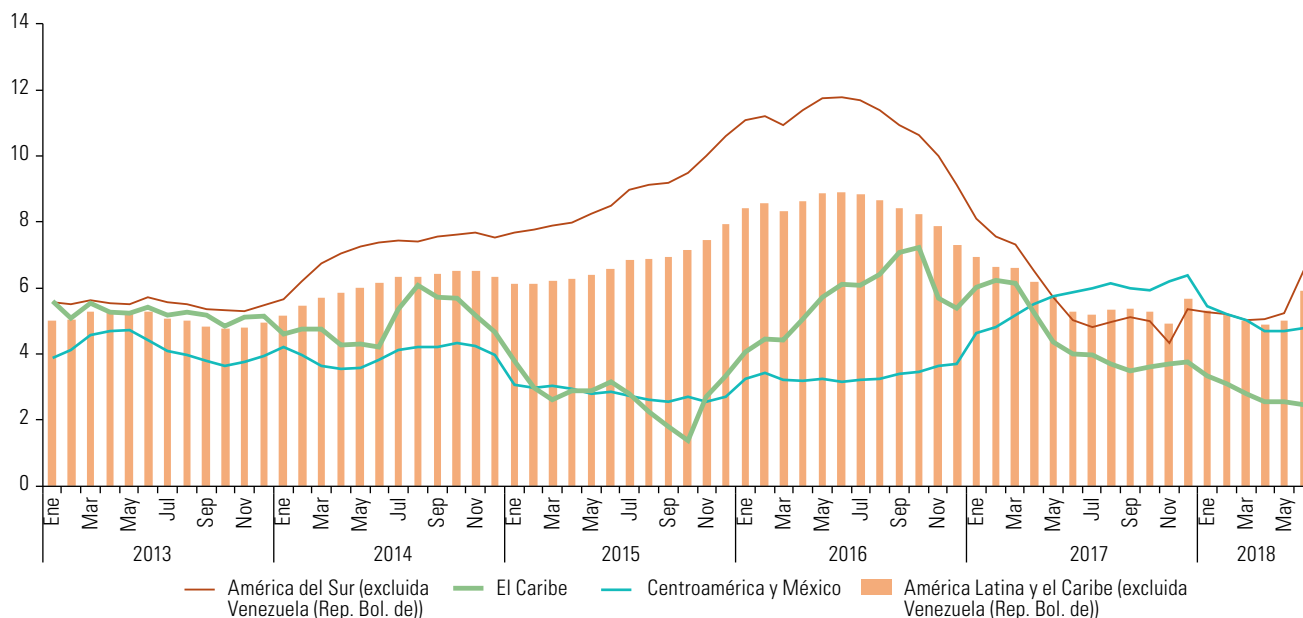
A nivel de países, destaca el hecho de que en 2017 la inflación se desaceleró en 15 de ellos. Las mayores reducciones de la inflación se registraron en Suriname (39,9 puntos porcentuales), la Argentina (13,5 puntos porcentuales) y el Brasil (3,3 puntos porcentuales). Al mismo tiempo, la inflación se aceleró en 15 países y los mayores aumentos tuvieron lugar en Antigua y Barbuda y Jamaica (3,5 puntos porcentuales en cada caso) y México (3,4 puntos porcentuales). Como se mencionó antes, estos comportamientos tan dispares de las tasas de inflación reflejan fundamentalmente dinámicas cambiarias bien diferenciadas. En algunos países la apreciación registrada en 2017 facilitó un descenso de la inflación (Brasil, Chile, Colombia, Perú y Suriname, entre otros). En otros casos, las depreciaciones de la moneda impulsaron un alza de las tasas de inflación (Costa Rica,

Honduras, México, Nicaragua y República Dominicana, entre otros). De igual forma, el grado de dependencia respecto de las importaciones de petróleo se tradujo en una mayor inflación en algunas economías de la región, en especial en aquellas que tienen esquemas cambiarios fijos, como es el caso de algunas economías del Caribe de habla no hispana. Hay que destacar que en algunas economías los efectos del alza del precio del crudo fueron mitigados por subsidios a la energía y, en algunos casos, por la apreciación del tipo de cambio.

En el caso de la República Bolivariana de Venezuela la inflación se aceleró, y del 302% observado en 2016 pasó al 2.582% en 2017¹³. Destaca el hecho de que desde noviembre de 2017 la tasa de inflación mensual de esta economía supera el 50%. Entre las razones que subyacen a esta elevada inflación destacan el financiamiento monetario por parte del banco central al sector público (que en 2016 y 2017 superó el 19% del PIB) y las consecuentes depreciaciones observadas en el tipo de cambio, tanto oficial (396%) como paralelo (3.027%).

Gráfico I.31

América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, promedio ponderado, enero de 2013 a junio de 2018
(En porcentajes)



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

8. En 2017, la reducción de la inflación de bienes, en especial de alimentos, fue mayor que la observada en la inflación general

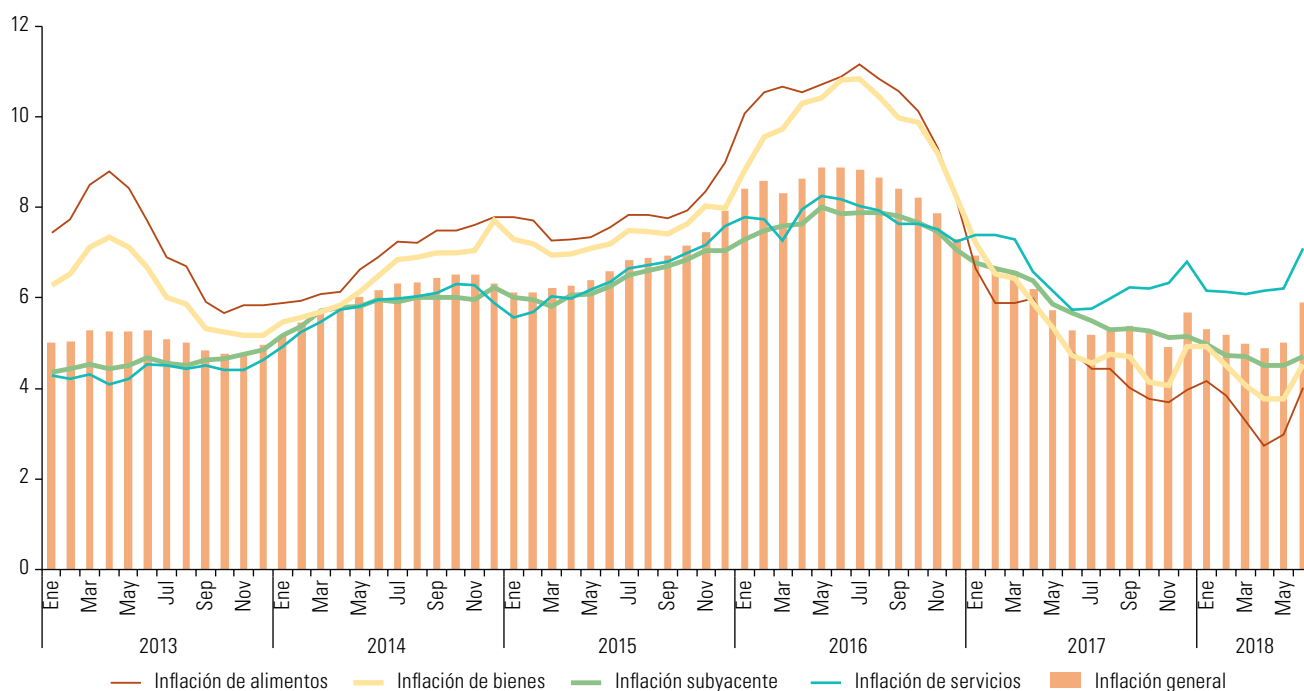
Durante 2017, la inflación de la región registró una disminución en todos sus componentes y la inflación de bienes y, en particular, la de alimentos fueron las que presentaron el mayor descenso (véase el gráfico I.32). Al comparar la tasa de inflación de bienes de América Latina y el Caribe de 2017 (4,9%) con la de 2016 (8,3%), se observa que se redujo 3,4 puntos

¹³ Desde diciembre de 2015, el Banco Central de Venezuela (BCV) no publica datos sobre la inflación, razón por la cual no se incluye información sobre la República Bolivariana de Venezuela en el cuadro I.4. Las referencias que se hacen a esta variable para 2016 se sustentan en información anual suministrada por el BCV al Fondo Monetario Internacional y publicada por esta entidad. A partir de enero de 2017 se emplea información relacionada con el índice mensual de precios al consumidor, dato mensual que publica la Asamblea Nacional del país.

porcentuales. En América del Sur la inflación de bienes cayó 6,6 puntos porcentuales, mientras que en la subregión conformada por Centroamérica y México se aceleró 3,0 puntos porcentuales. En las economías del Caribe de habla no hispana, la inflación de bienes disminuyó 22,7 puntos porcentuales entre 2016 y 2017, como efecto de la caída de la inflación en Suriname (56,9 puntos porcentuales). Las economías en que se produjeron las mayores disminuciones de la tasa de inflación de bienes fueron la Argentina (13 puntos porcentuales) y el Brasil (8,5 puntos porcentuales), junto con Suriname, mientras que aquellas que presentaron la mayor aceleración fueron la República Dominicana (5,7 puntos porcentuales), Jamaica (5,3 puntos porcentuales) y Nicaragua (3,5 puntos porcentuales).

Gráfico I.32

América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses, general, subyacente, de alimentos, de bienes y de servicios, promedio ponderado, enero de 2013 a junio de 2018 (En porcentajes)



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

La caída de la inflación de alimentos y bebidas no alcohólicas en el conjunto de la región, de 4,2 puntos porcentuales entre 2016 y 2017, fue mayor que la registrada por la inflación de bienes. A nivel subregional, destacan las reducciones de 8,2 puntos porcentuales en América del Sur y de 16,9 puntos porcentuales en el Caribe de habla no hispana, que compensaron el alza de 3,7 puntos porcentuales registrada en la subregión de Centroamérica y México. Al igual que en el caso de la inflación de bienes, las mayores disminuciones se registraron en Suriname (52 puntos porcentuales), la Argentina (13,1 puntos porcentuales) y el Brasil (10,5 puntos porcentuales).

La inflación subyacente también registró un descenso, y el promedio de la región pasó del 7,1% en diciembre de 2016 al 5,1% en diciembre de 2017. En cuanto a las subregiones, se produjeron caídas de 3,3 puntos porcentuales en las economías de América del Sur y de 20,1 puntos porcentuales en el Caribe de habla no hispana, y un alza de 0,8 puntos porcentuales en el caso del grupo conformado por Centroamérica y México. Suriname, la Argentina y Trinidad y Tabago fueron las economías que presentaron el mayor descenso de la inflación subyacente, mientras que Dominica, Antigua y Barbuda y Barbados fueron las que registraron el mayor aumento.

9. En 2018, las fuerzas que impulsaron el descenso de la inflación se mantuvieron en los primeros cuatro meses, pero la mayor volatilidad cambiaria e incrementos en los precios de la energía y de algunos servicios han ocasionado un alza de la inflación entre mayo y junio

Durante el primer cuatrimestre de 2018 la inflación general del conjunto de la región se redujo 1,3 puntos porcentuales, como se observa al comparar la inflación en 12 meses acumulada hasta abril de 2017 (6,2%) con la acumulada hasta abril de 2018 (4,9%). En todas las subregiones se produjeron caídas de la inflación general, que fueron de 1,5 puntos porcentuales en América del Sur, 0,8 puntos porcentuales en el grupo conformado por Centroamérica y México, y 2,5 puntos porcentuales en el Caribe de habla no hispana. Sin embargo, entre mayo y junio de 2018 la inflación mostró un repunte de 1,0 punto porcentual respecto a la registrada en igual período en 2017, y alcanzó un valor del 5,9% al cierre del primer semestre.

A nivel de subregiones, la mayor alza la registraron los precios en América del Sur, donde la inflación en 12 meses pasó del 5,0% en junio de 2017 al 6,5% en junio de 2018. En esta subregión solo registró un descenso la inflación en las economías de Colombia, el Ecuador y el Perú, en tanto que los mayores incrementos se registraron en la Argentina, el Brasil y el Uruguay. En el grupo conformado por Centroamérica y México, la inflación se redujo en los primeros seis meses de 2018, reflejando la caída de la inflación observada en Guatemala, Haití y México, que contrarrestó el alza registrada en Costa Rica, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana. En el Caribe de habla no hispana, la inflación se redujo 1,2 puntos porcentuales, reflejando las caídas que se produjeron en nueve economías de la subregión (véase el gráfico I.31).

Al igual que en 2017, en el primer semestre de 2018 la dinámica de la inflación en la región estuvo condicionada por la evolución del tipo de cambio, el lento crecimiento económico, el precio de la energía y la aplicación de subsidios a esta y ajustes efectuados en los precios de servicios públicos y del transporte, así como por el uso de financiamiento monetario para costear gestiones fiscales deficitarias.

En los primeros cuatro meses de 2018, la inflación de alimentos y bebidas no alcohólicas siguió liderando la reducción de la inflación, con una tasa en abril (2,7%) que fue 3,3 puntos porcentuales menor que la registrada en abril de 2017 (6,0%). La inflación de bienes se redujo 2,1 puntos porcentuales, al pasar del 5,9% en abril de 2017 al 3,8% en abril de 2018. En el caso de la inflación subyacente, que pasó del 6,4% en abril de 2017 al 4,5% en abril de 2018, la disminución fue de 1,9 puntos porcentuales. Por su parte, la inflación de servicios se mantuvo muy estable, y la tasa registrada en abril de 2018 solo representó una reducción de 0,4 puntos porcentuales respecto al 6,6% observado en abril de 2017 (véase el gráfico I.32). Pero las depreciaciones observadas en varios países, en especial en la Argentina, el Brasil y el Uruguay, los ajustes de tarifas en la Argentina y los efectos directos e indirectos del paro del transporte efectuado en el Brasil son algunos de los factores que impulsaron un aumento de la inflación regional entre abril y junio de 2018. En términos de los componentes de la inflación general, se observaron entre estos meses incrementos en la inflación interanual de alimentos (1,32 puntos porcentuales), servicios (0,9 puntos porcentuales) y bienes transables (0,8 puntos porcentuales), con los que la inflación en 12 meses en esos rubros a junio de 2018 fue del 4,0%, el 7,1% y el 4,5%, respectivamente. Hay que destacar que, en este contexto de aceleración del alza de los precios, la inflación subyacente ascendió 0,2 puntos porcentuales entre abril y junio de 2018, llegando a una tasa acumulada en 12 meses del 4,7% en el mes de junio.

10. Para el primer trimestre de 2018 se constata una tendencia hacia una moderada mejora del desempeño del mercado laboral regional

En el primer trimestre de 2018 la tasa de desocupación abierta urbana regional dejó de subir por primera vez desde el segundo trimestre de 2014, y para un grupo de países de los que se dispone información se ubicó en el 10,2%, mientras que en el mismo período del año anterior había alcanzado el 10,3%¹⁴. Con ello se fortaleció la tendencia de una gradual reversión del marcado deterioro laboral que la región en su conjunto sufrió en el contexto de la desaceleración de su crecimiento que culminó en la contracción de su producto en 2015 y 2016.

Esta gradual reversión dio lugar, en algunas variables, a leves mejoras, y en otras, a que se atenuara el deterioro. Además de la mejora de tasa de desocupación, se registró un aumento interanual de la tasa de ocupación de 0,2 puntos porcentuales, y la generación de empleo asalariado registró un leve repunte. Por otra parte, algunos indicadores de calidad de empleo muestran un continuo, si bien más moderado, empeoramiento, pues el trabajo por cuenta propia siguió expandiéndose más que el empleo asalariado, siendo este último generalmente de mejor calidad. Al mismo tiempo, los salarios reales continúan con su leve incremento, aunque en los países de América del Sur los incrementos fueron menores que en el año anterior.

11. En 2017 el desempleo regional volvió a subir, aunque en menor magnitud que el año anterior, y se observaron signos de cambio de tendencia

Durante 2017 la evolución del mercado de trabajo regional reflejó la leve recuperación del crecimiento económico que América Latina y el Caribe registró después de dos años de contracción de su producto. En términos generales, la situación laboral continuó empeorando, pero en menor magnitud que durante los años previos y con signos de mejoría hacia fines del año. Destaca que la tasa de ocupación urbana —que se había contraído 1,4 puntos porcentuales entre 2013 y 2016— se estabilizó en el promedio de 2017, observándose un leve aumento interanual en el segundo semestre del año. Detrás de esta evolución del nivel del empleo hubo una mayor generación de empleo asalariado, que como reflejo de una mayor demanda laboral se expandió en aproximadamente un 0,3%, frente a una contracción del 0,4% en 2016. Sin embargo, este incremento del empleo asalariado no fue suficiente para absorber la creciente oferta laboral, y tal como sucedió durante los años anteriores, el trabajo por cuenta propia —que generalmente se considera trabajo de peor calidad que el empleo asalariado— nuevamente aumentó a una tasa más alta, un 1,8%. A la vez, la insuficiente generación de empleo incidió en el tercer aumento consecutivo de la tasa de desempleo abierto urbano a nivel regional, que subió del 8,9% al 9,3%, incremento significativamente menor que el alza de 1,6 puntos porcentuales en 2016.

Por otra parte, en la mediana de los países de los que se dispone información, los salarios reales del empleo formal aumentaron un 1,6%, específicamente en países de América del Sur favorecidos por una inflación decreciente. En conjunto, una evolución levemente mejor del empleo que en los años previos y salarios reales crecientes contribuyeron al fortalecimiento del consumo de los hogares, que jugó un papel importante para expandir la demanda interna y, de esta manera, facilitar la incipiente reactivación económica registrada en 2017.

¹⁴ Se incluye información sobre la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, Jamaica, México, el Perú, la República Dominicana y el Uruguay.

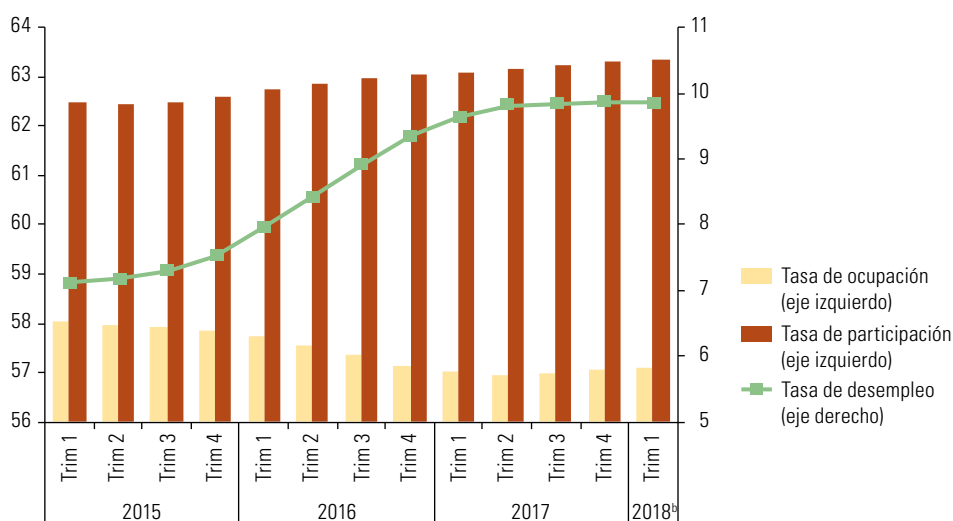
12. En el primer trimestre de 2018 se registran leves mejoras en las tasas de ocupación y desempleo

Con la pequeña caída interanual de la tasa de desempleo se profundizó la tendencia observada a partir del cuarto trimestre de 2016, cuando esta tasa siguió aumentando, pero en menor magnitud que en los trimestres previos. La continuidad del incremento interanual en alrededor de 0,2 puntos porcentuales de la tasa de ocupación que se observa desde el tercer trimestre de 2017 fue el factor principal para la reducción del nivel del desempleo. En consecuencia, tal como se observa en el gráfico I.33, en el año móvil la tasa de ocupación para los 11 países citados empezó a aumentar levemente a partir del segundo semestre de 2017, llegando a un 57,1 % en el año móvil del segundo trimestre de 2017 al primero de 2018.

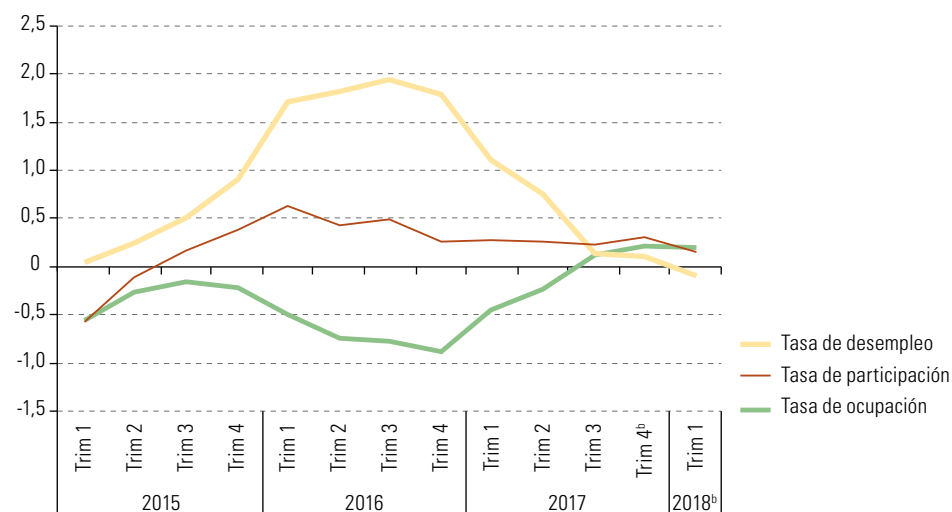
Gráfico I.33

América Latina y el Caribe (11 países^a): tasas de ocupación, participación y desempleo y su variación interanual, primer trimestre de 2015 a primer trimestre de 2018 (En porcentajes y puntos porcentuales)

A. Promedio móvil de cuatro trimestres



B. Tasa de variación interanual



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

^a Los países son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Jamaica, México, Perú, República Dominicana y Uruguay.

^b Cifras preliminares.

El impacto del aumento de la tasa de ocupación en la tasa de desempleo fue algo más fuerte que en los trimestres previos, dado que se atenuó la entrada al mercado laboral; en efecto, la tasa de participación, si bien continuó en ascenso, lo hizo de manera más moderada que lo observado desde fines de 2015.

En consecuencia, como ya se destacó, después de 13 meses consecutivos con aumentos interanuales de la tasa de desocupación, para el conjunto de dichos 11 países se observa una muy leve caída de la tasa de desocupación, del 10,3% en el primer trimestre de 2017 a un 10,2% en el mismo período de 2018, si bien esta mejora todavía no se observa en la medición del año móvil (véase el gráfico I.33).

El hecho de que todavía no se trata de una reversión importante del deterioro laboral registrado previamente se ve confirmado al constatarse que de los 11 países de que se dispone información interanual, en cinco la tasa de desempleo urbano subió (Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, el Uruguay), en uno (la Argentina) la tasa se mantuvo estable, y en la mayoría de los cinco que lograron reducir el desempleo (el Brasil, Jamaica, México, el Perú y la República Dominicana) la caída de la tasa fue leve (véase el cuadro A.23 del anexo estadístico). De todas maneras, el hecho de que en este segundo grupo de países se ubican las dos economías más grandes de América Latina incidió en la mejora a nivel regional.

Si se analiza la evolución de las tasas de participación, ocupación y desempleo a nivel nacional (en vez de las zonas urbanas) diferenciadas por sexo, se observa lo siguiente: la tasa de ocupación aumentó de manera similar que a nivel urbano y —a diferencia de lo que se observa a nivel de las zonas urbanas— la tasa de participación bajó, si bien muy levemente. En consecuencia, a nivel nacional se registra un descenso interanual de la tasa de desocupación algo mayor que a nivel urbano, de 0,3 puntos porcentuales (véase el gráfico I.34).

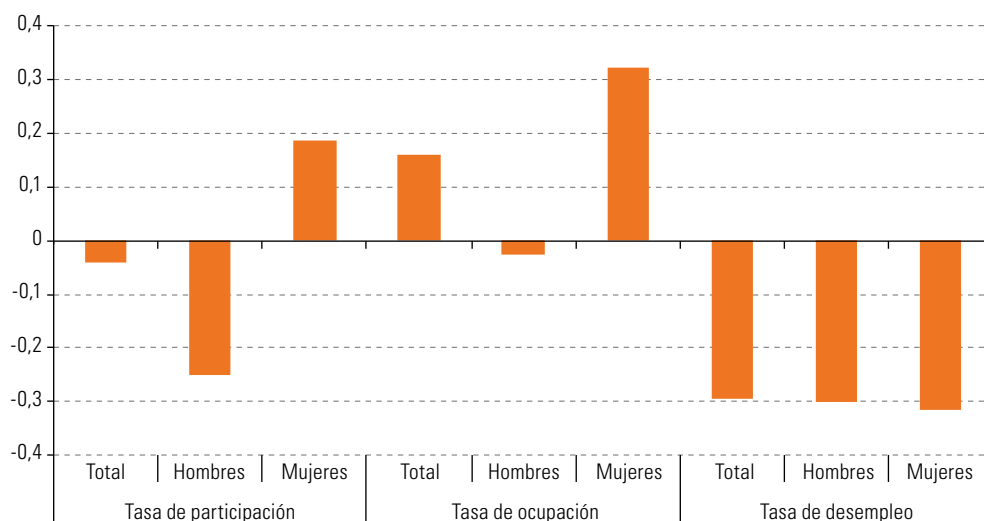


Gráfico I.34
América Latina y el Caribe (10 países^a):
variación interanual de las tasas de participación, ocupación y desempleo a nivel nacional, por sexo, promedio ponderado, primer trimestre de 2018
(En puntos porcentuales)

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

^a Los países son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Jamaica, México, Perú y Uruguay.

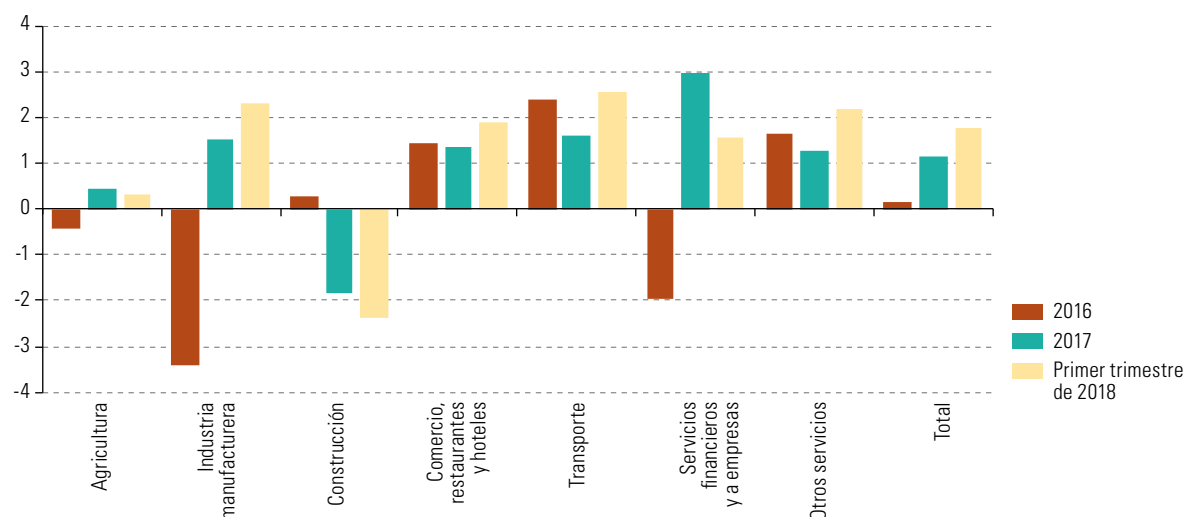
Diferenciando la evolución de estas variables por sexo, la variación de las tasas de participación y de ocupación pone de manifiesto la continuidad de las tendencias de largo plazo de una reducción de la brecha entre hombres y mujeres, al caer en el caso de los hombres, la tasa de participación y mantenerse prácticamente estable la de ocupación, mientras que ambas tasas aumentaron para las mujeres. A raíz de ello, la tasa de desempleo bajó para ambos sexos en una magnitud similar, si bien en el caso de las mujeres se debió a una mayor generación de empleo y en el de los hombres obedeció a una caída de la tasa de participación.

En términos sectoriales destaca la reactivación del empleo manufacturero, que se había contraído en 2016 y que empezó a repuntar en 2017. Por otra parte, continuó la caída del empleo en la construcción, como reflejo de la debilidad de la inversión en este sector. Las ramas de actividad del sector terciario mantienen cierto dinamismo, destacándose el transporte, los servicios comunales, sociales y personales y el comercio, los restaurantes y hoteles (véase el gráfico I.35).

Gráfico I.35

América Latina (9 países^a): variación interanual del empleo por rama de actividad, 2016 a primer trimestre de 2018

(En porcentajes)



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

^a Los países son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Jamaica, México y Perú.

13. El deterioro de la calidad media del empleo sigue representando un gran desafío

El aumento de la tasa de ocupación se explica en buena parte por el comportamiento de la mayor categoría de ocupación, el empleo asalariado. Entre 2015 y 2017 este tipo de empleo —que habitualmente se genera en estrecha correlación con la evolución del producto— había registrado tasas de variación del 0,3%, el -0,4% y el 0,3%, respectivamente. Para el primer trimestre de 2018, una estimación preliminar indica un aumento del 1,4%, que estaría reflejando el crecimiento económico verificado en este período.

Mientras que este mayor dinamismo de la generación de empleo asalariado sin duda es una buena noticia, la demanda laboral todavía fue relativamente débil y el trabajo por cuenta propia continuó expandiéndose con una tasa de variación más elevada, un 2,5%, lo que indicaría un nuevo deterioro de la calidad media del empleo, en vista de que en la región la mayor parte del trabajo en esta categoría se realiza bajo condiciones precarias. Por otra parte, las tendencias en las mejoras o deterioro de la calidad del empleo no solo se vinculan con las categorías de ocupación en las cuales surgen las nuevas fuentes de ingresos laborales. Como se señala en el recuadro I.4, también la modificación de las características del mismo empleo asalariado juega un papel importante al respecto.

Recuadro I.4

El deterioro de la calidad de empleo en fases de bajo crecimiento económico: la recomposición del empleo asalariado

La estrecha correlación entre el empleo asalariado y el crecimiento económico en América Latina y el Caribe está bien establecida, y una alta expansión del producto se refleja en un fuerte aumento de la demanda laboral y por consiguiente en un marcado aumento del empleo asalariado, mientras que el empleo en esta categoría de ocupación crece poco en un contexto de bajo crecimiento económico. En contraste, el trabajo por cuenta propia, la segunda categoría más importante en la región en términos de personas ocupadas, suele mostrar una evolución predominantemente contracíclica, sobre todo porque en fases de bajo crecimiento la falta de generación de empleo asalariado y la ausencia o la debilidad de mecanismos de protección social frente a al desempleo obligan a los miembros de muchos hogares a generar ingresos laborales por medio de la autogeneración de fuentes laborales^a. Este tipo de trabajo que no surge desde la demanda laboral sino a partir de las necesidades de los hogares, sobre todo de bajos ingresos, y por lo tanto desde la presión de la oferta laboral, suele desarrollarse en condiciones de informalidad y mala calidad en términos de ingresos, protección y otras prestaciones. En consecuencia, durante fases de bajo crecimiento la calidad medio del empleo suele deteriorarse, mientras que fases de mayor crecimiento abren espacios para mejoras de las condiciones laborales.

Sin embargo, no solo los trabajadores por cuenta propia tienen trabajos de mala calidad sino que también muchos asalariados carecen de las prestaciones derivadas de un contrato formal y se desempeñan en la informalidad. Durante los años de mayor crecimiento entre inicios de la década de 2000 e inicios de la década actual, muchos países de la región lograron mejorar la calidad media del empleo aumentando la proporción del empleo asalariado formal. Esto ocurrió principalmente a través de dos canales: primero, la generación de nuevos empleos asalariados formales, y segundo la formalización de empleos informales preexistentes.

En efecto, la proporción del empleo asalariado formal, que se puede utilizar como variable representativa (*proxy*) para empleo de buena calidad, se determina no solo por su evolución en comparación con el empleo no asalariado, especialmente el trabajo por cuenta propia, sino también por su desempeño en comparación con el empleo asalariado informal. En el caso del Brasil, se puede observar a lo largo del período comprendido entre 2013 y mediados de 2018 como en el contexto de diferentes fases del ciclo económico, no solo la generación del empleo asalariado, sino también su composición incide en cambios en la calidad media del empleo. En efecto, en el Brasil en una primera fase ambos factores citados jugaron un papel importante para el aumento del empleo asalariado privado formal y de su participación en el empleo en su conjunto. Como se ve en el gráfico, según los resultados de la Encuesta Nacional de Hogares Continua, todavía en 2014 se registró un aumento del empleo asalariado privado (de 46,4 millones de personas en el promedio de 2013 a 46,8 millones en 2014), que se debió al incremento del empleo formal, el cual subió de 35,7 a 36,5 millones de personas, mientras que el empleo informal bajó de 10,8 a 10,4 millones.

En 2015 la crisis económica (con una caída del PIB del 3,5%) conllevó una fuerte caída de la demanda laboral, y en el promedio del año tanto el empleo asalariado formal como el informal cayeron a 35,7 y 10,1 millones, respectivamente, sumando una pérdida de alrededor de un millón de empleos asalariados.

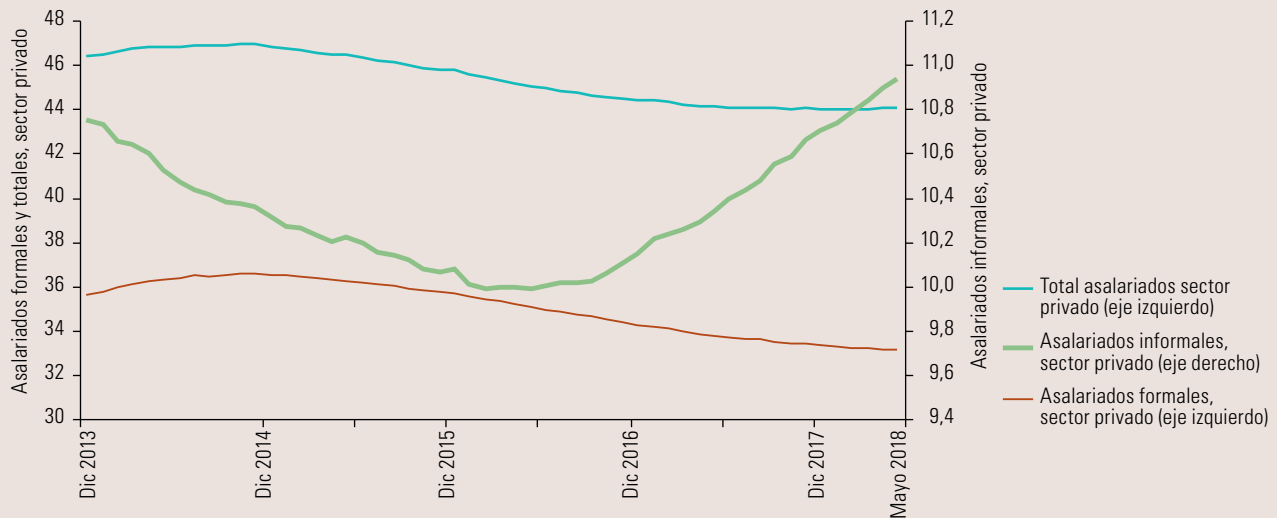
Una tercera fase se inició en la segunda mitad de 2016, cuando el empleo asalariado informal empezó a crecer, mientras que el formal continuó cayendo. En efecto, comparando el año móvil de junio de 2015 a mayo de 2016 y el año móvil de junio de 2017 a mayo de 2018, se observa que el número de asalariados privados informales aumentó 900.000, de 10,0 a 10,9 millones de personas. Esto aparentemente no fue reflejo de una reactivada demanda laboral, pues al mismo tiempo el empleo asalariado formal siguió cayendo, de 35,1 a 33,1 millones de personas. Por lo tanto, se puede suponer que una gran parte del aumento del empleo asalariado informal no refleja la generación de nuevos empleos, sino la informalización de empleos formales preexistentes. Esto podría explicarse por la existencia de estrategias empresariales de reducción de costos en un contexto de bajo dinamismo económico. De parte de los trabajadores se puede suponer que el fuerte aumento del desempleo que sufrió el Brasil en este período (a nivel nacional, del 6,8% en 2014 al 12,7% en 2017) y la caída del número de empleos formales los obligó a aceptar las condiciones laborales precarias que caracterizan al empleo asalariado informal.

Este análisis permite corroborar que en el Brasil, además del deterioro de la calidad promedio del empleo resultante de la recomposición hacia una mayor proporción del trabajo por cuenta propia, como segundo factor que afectó el mercado laboral durante la crisis se produjo una informalización del empleo asalariado.

Recuadro I.4 (conclusión)

Brasil: empleo asalariado privado, según formalidad, años móviles, enero-diciembre de 2013 a junio de 2017-mayo de 2018

(En millones de personas)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua.

Cabe señalar que, como se observa en el gráfico anterior, a partir del año móvil que termina en octubre de 2017 el empleo asalariado privado se ha mantenido estable, de manera que la caída cada vez más atenuada del empleo asalariado privado formal fue compensada por el incremento del informal. En el trimestre que va de enero a marzo de 2018, la Encuesta Nacional de Hogares Continua muestra, por primera vez desde el trimestre septiembre-noviembre de 2014, un incremento interanual del número de asalariados privados, si bien el empleo privado formal todavía muestra variaciones interanuales negativas. De todas maneras, como se puede observar en el gráfico I.36 correspondiente al primer trimestre calendario de 2018, la información sobre el empleo que proviene del registro de las empresas ya muestra una variación interanual positiva, lo que hace suponer que en el transcurso de 2018 los datos de la Encuesta Nacional de Hogares Continua indicarían el inicio de una cuarta fase, con un aumento del empleo asalariado privado, tanto total como formal. Habría que ver si esta cuarta fase tiene las mismas características que la primera (aumento del empleo asalariado privado formal, caída del informal) o si —en el contexto de un crecimiento económico todavía moderado— el empleo asalariado informal continúa creciendo a la par del formal. En el último caso tomaría más tiempo recuperar la pérdida de calidad de empleo que el mercado de trabajo brasileño sufrió durante los últimos años. Además, sería importante evaluar si se logra reactivar las políticas de formalización e inspección que durante los años previos a la crisis habían jugado un importante papel para la mejora de la calidad del empleo de este país.

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

^a Obviamente, no todo el trabajo por cuenta propia obedece a esta dinámica contracíclica. Este tipo de trabajo también surge cuando las personas quieren aprovechar un buen entorno económico que promete mercados en expansión para ciertos bienes y servicios, cuando personas con estudios universitarios empiezan su carrera como profesionales independientes o cuando personas emprendedoras empiezan una actividad económica que esperan transformar posteriormente en una empresa formal en expansión.

La evolución del empleo registrado, que se presenta como variable representativa del empleo de buena calidad, fue mixta durante el primer trimestre de 2018. Se observan leves mejoras en la Argentina y en el Brasil —donde por primera vez después de tres años consecutivos de caída del nivel de este tipo de empleo se registra un incremento interanual—, así como en Chile y en el Perú (véase el gráfico I.36)¹⁵.

¹⁵ Cabe recordar que la evolución del empleo registrado no solo representa la generación o destrucción de puestos de trabajo sino también la formalización o informalización de empleos ya existentes.

Gráfico I.36

América Latina (países seleccionados): tasa de variación interanual del empleo registrado, 2016 a primer trimestre de 2018
(En porcentajes)



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

Nota: Los datos se refieren a asalariados que cotizan a los sistemas de seguridad social, con la excepción de los datos del Brasil, que se refieren a asalariados privados informados por las empresas al Catastro General de Empleados y Desempleados.

En contraste, en el Uruguay se registra una leve contracción absoluta del número de trabajadores formales, volviendo a una caída después de una leve recuperación en 2017. Entre los países del norte de la región, México mantiene una tasa de crecimiento relativamente elevada del número de cotizantes al Instituto Mexicano de Seguridad Social (IMSS), mientras que en Costa Rica y El Salvador se observa una moderada pérdida de dinamismo. Destaca el caso de Nicaragua, que entre 2004 y 2017 mostró en todos los años, con la excepción de 2009, aumentos del número de cotizantes al Instituto Nicaragüense de Seguridad Social del 5% o más. Este proceso se frenó abruptamente a inicios del año en curso, en el contexto de fuertes tensiones sociales y políticas que se desencadenaron, precisamente, a raíz de una propuesta de reforma del Instituto.

En resumen, no se observan mejoras generalizadas en términos del número de empleos de buena calidad. Sin embargo, una estimación que pondera las tasas de variación a nivel de los países con su población económicamente activa muestra un resultado relativamente positivo debido a las moderadas mejoras en la Argentina y el Brasil y la continuidad del aumento del empleo registrado en un nivel bastante elevado en México. En efecto, mientras que para 2016 y 2017 en el promedio ponderado se estiman tasas de variación del -0,4% y el 0,8%, respectivamente, para el primer trimestre de 2018 esta tasa sube a un 1,9%.

14. Los salarios reales continúan creciendo, pero con diferentes tendencias a nivel subregional

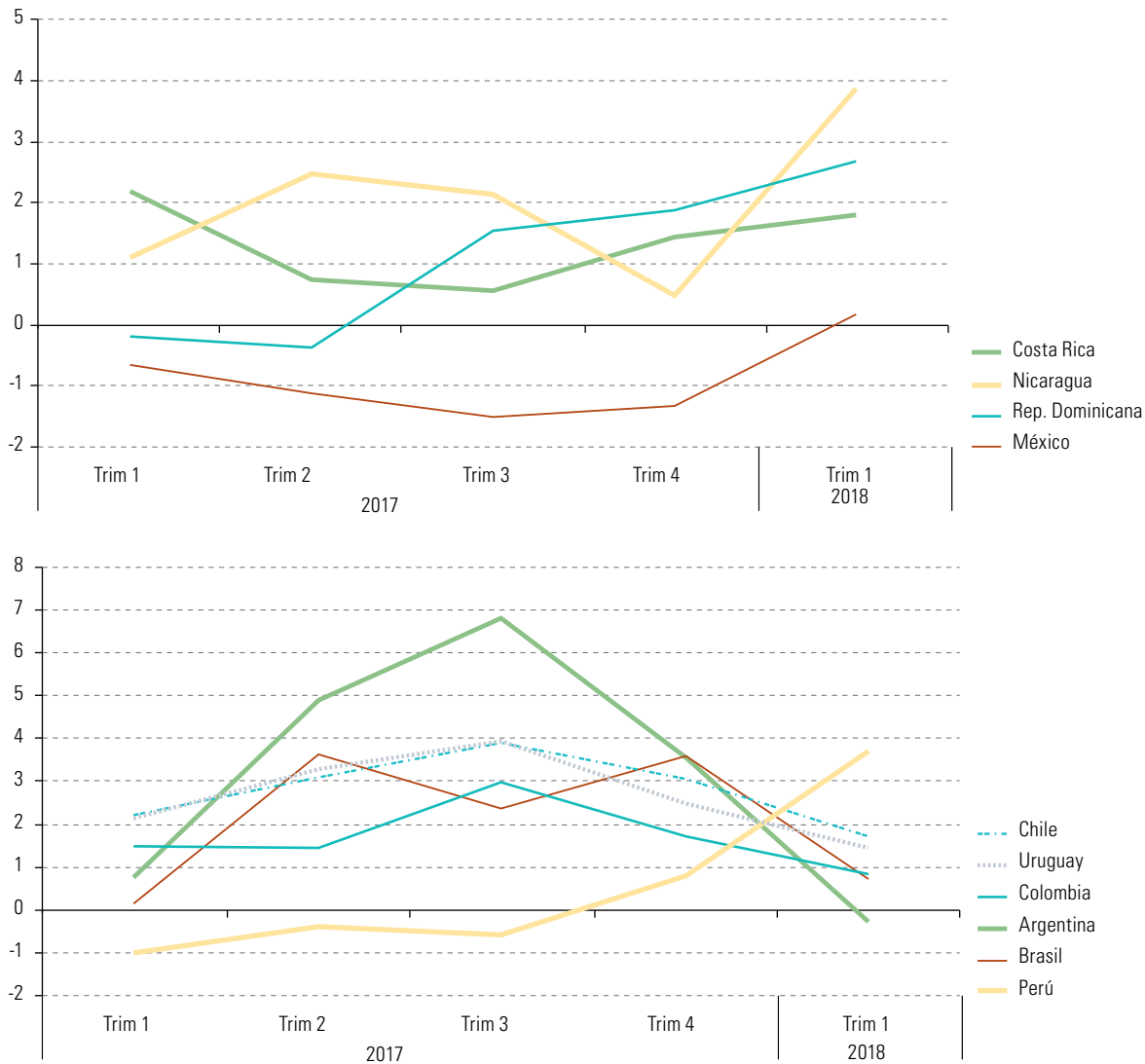
El año 2017 se caracterizó por un repunte del salario real de los trabajadores formales en algunos países de América del Sur (el Brasil, Chile, Colombia, el Uruguay), sobre todo debido a una menor inflación. En contraste, la aceleración de la inflación generó menores incrementos reales de los salarios en los países del norte de la región, y en México incluso incidió en una caída de los salarios reales.

Durante el primer trimestre de 2018 se registra cierta reversión de estas tendencias. Específicamente, en los países de América del Sur de los que se dispone información se atenuaron los aumentos salariales, en un contexto de demanda laboral todavía

débil y una inflación relativamente estable. El Perú fue el único país sudamericano con mejoras salariales en comparación con 2017, debido a que la inflación mostró una clara caída. Por otra parte, en la Argentina un repunte de la inflación conllevó una pérdida del salario real del sector privado registrado (véase el gráfico I.37).

Gráfico I.37

América Latina (países seleccionados): variación interanual del salario promedio real del empleo registrado, primer trimestre de 2017 a primer trimestre de 2018 (En porcentajes)



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

En contraste, los países del norte de la región de los que se dispone información registraron un moderado repunte de los incrementos de sus salarios reales formales. En la mediana del conjunto de los países de la región con información al respecto, en el primer trimestre de 2018 el salario real del empleo registrado aumentó un 1,6% respecto al mismo período de 2017 (igual que en 2017).

Por otro lado, desde inicios de 2018 se observa un cambio en la orientación de las políticas de salarios mínimo. Durante los años recientes, en la región prevalecían aumentos por encima de los incrementos de los salarios medios, con la intención de estabilizar y fortalecer los ingresos y el consumo de hogares de bajos ingresos y, a la vez, lograr un impacto redistributivo en los mercados laborales. En efecto, entre 2014 y 2017 la mediana de los aumentos reales anuales de los salarios mínimos a nivel nacional se ubicó entre el 2,7% y el 3,1%. A inicios de 2018 la orientación de la política salarial de los países de la región parece haberse centrado en estabilizar, más que en subir, los salarios mínimos, y en la mediana de 20 países, en el primer trimestre el salario mínimo real se ubicó solo un 0,3% por encima del nivel del mismo período de 2017.

15. Para 2018 se espera una leve caída de la tasa de desempleo

Para 2018 en su conjunto se prevé que continúe la gradual mejora del desempeño de los mercados laborales, con diferencias entre los países. El moderado incremento del crecimiento del producto daría lugar a una mayor demanda laboral y un moderado incremento de la generación del empleo asalariado. En consecuencia, a nivel de la región la tasa de ocupación continuaría aumentando levemente y se lograría el primer descenso de la tasa de desempleo desde 2014. Sin embargo, esta reducción sería pequeña y se espera que en el promedio del año la tasa de desempleo abierto urbano se ubique alrededor de un 9,2%, frente a un 9,3% en 2017.

Por otra parte, los aumentos de los salarios reales se estarían desacelerando, sobre todo si la volatilidad cambiaria y las tendencias de depreciación inciden en un repunte de la inflación. Sin embargo, debido a las mejoras en el empleo, la masa salarial continuaría creciendo, con lo cual el consumo de los hogares seguiría contribuyendo a expandir la demanda interna.

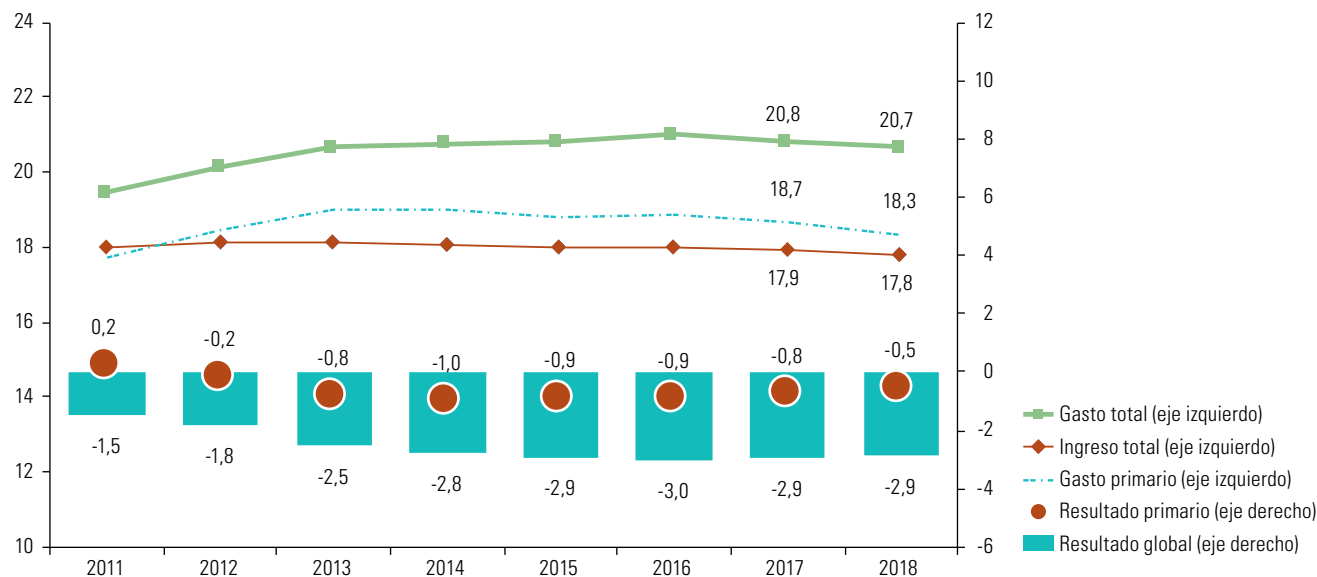
E. Las políticas macroeconómicas

1. En 2018 continúa la consolidación fiscal en la región, lo que se ha reflejado en una mejora del resultado primario

Como ya se adelantó en el *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe 2018* (CEPAL, 2018b), los esfuerzos dirigidos a la consolidación fiscal en América Latina empezaron a dar frutos en 2017. Para 2018 se prevé que esta tendencia se profundice, lo que se traducirá en una mayor corrección del déficit primario del 0,8% del PIB en promedio en 2017 al 0,5% del PIB en 2018 (véase el gráfico I.38). Este ajuste en las cuentas públicas de América Latina se da principalmente por la reducción del gasto primario, que se espera pase del 18,7% del PIB en 2017 al 18,3% del PIB en 2018. En cambio, los ingresos públicos se mantendrán relativamente estables en torno al 17,8% del PIB; aunque en los países de América del Sur se observa una mejora de los ingresos tributarios, esta sería contrarrestada por la caída de los ingresos públicos en Centroamérica. En el caso del déficit global se espera una mejora menor, debido al alza esperada de los pagos de intereses, como se analizará en la siguiente sección.

Gráfico I.38

América Latina (17 países)^a: indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2011-2018^b
(En porcentajes del PIB)



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

Nota: Promedios simples. En los casos de México y el Perú las cifras corresponden al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

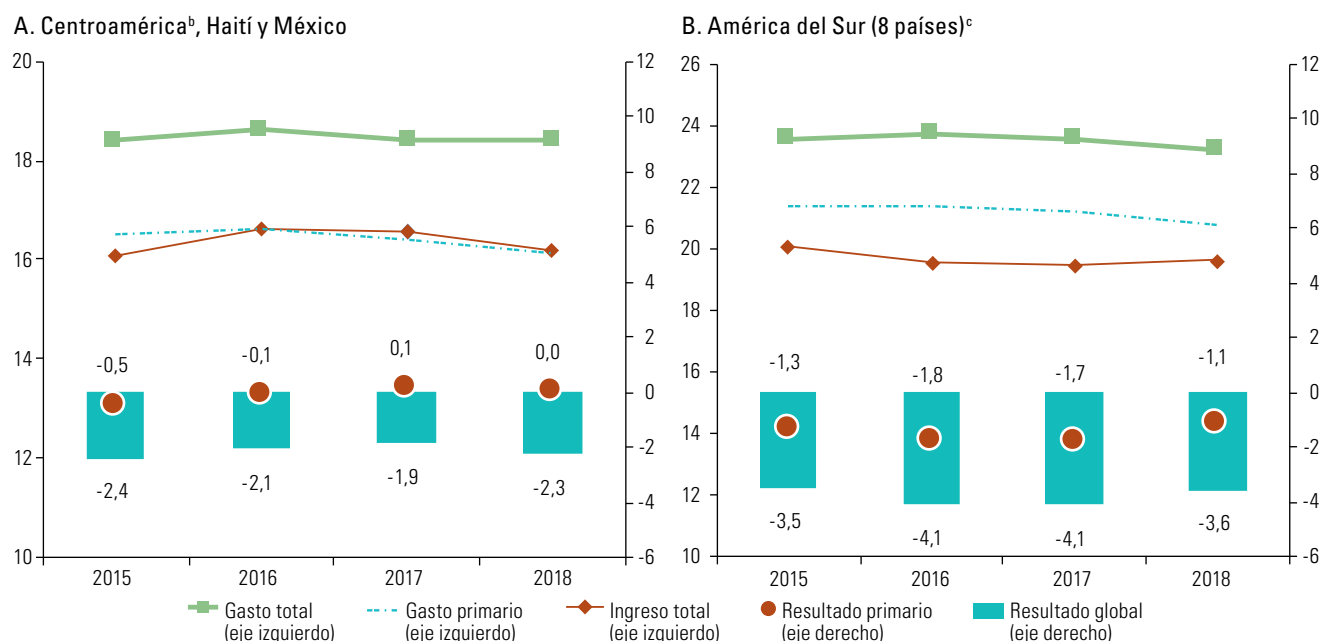
^b Las cifras de 2018 corresponden a proyecciones provenientes de los presupuestos.

Dentro de América Latina conviven situaciones fiscales muy diferentes entre los países. Para el grupo de países compuesto por Centroamérica (incluida la República Dominicana), Haití y México se espera que, en promedio, el resultado primario se mantenga cerca del equilibrio por tercer año consecutivo en 2018 (véase el gráfico I.39). No obstante, este promedio también oculta una alta variedad de resultados entre los países del mismo grupo, y algunos de ellos presentan déficits primarios importantes

(Costa Rica y Panamá). En general, la contracción de los ingresos públicos prevista en este grupo de países —que pasarían del 16,6% del PIB al 16,2% del PIB— será compensada parcialmente por una reducción del gasto público primario del 16,4% del PIB en 2017 al 16,1% del PIB en 2018. Los gastos totales se mantendrían relativamente estables, reflejando el alza esperada de los pagos de intereses, lo que significaría una cierta ampliación del déficit global (del 1,9% del PIB en 2017 al 2,3% del PIB en 2018).

Gráfico I.39

América Latina: indicadores fiscales de los gobiernos centrales, por subregión, 2015-2018^a
(En porcentajes del PIB)



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

Nota: Promedios simples. En los casos de México y el Perú las cifras corresponden al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

^a Las cifras de 2018 corresponden a proyecciones provenientes de los presupuestos.

^b Incluye Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

^c Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.

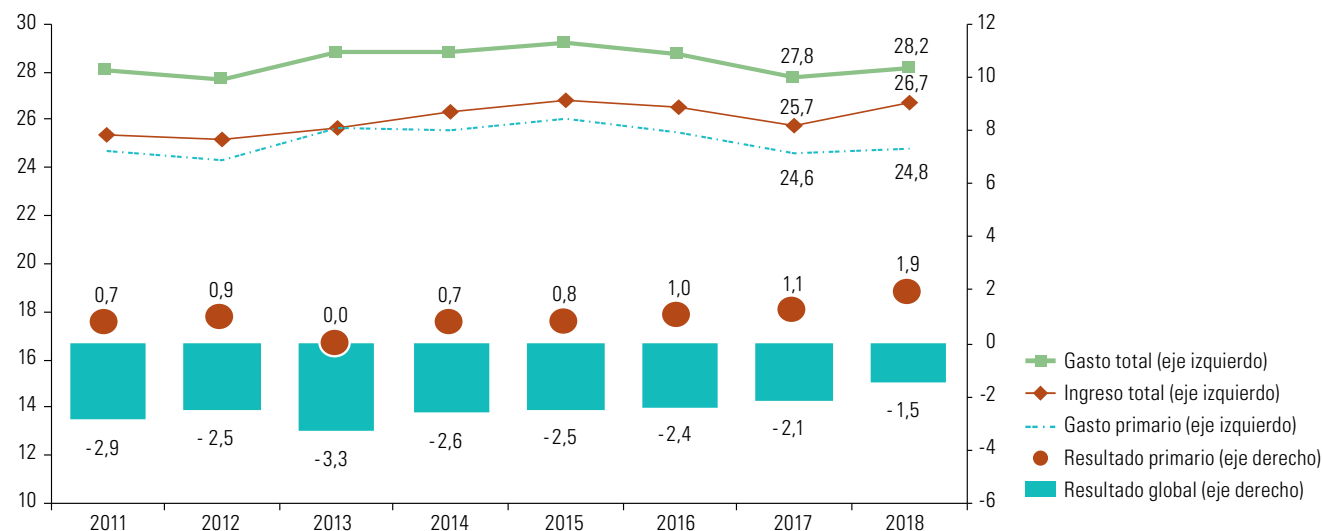
En América del Sur, el ajuste de los resultados fiscales que empezó en 2017 se consolidará en 2018. Se prevé que el déficit primario se contraiga substancialmente, pasando del 1,7% del PIB en 2017 al 1,1% del PIB en 2018 (véase el gráfico I.39). Esta variación se fundamenta en mayores ingresos y menores gastos primarios. Por un lado, los ingresos totales aumentarían impulsados por un alza tanto de los ingresos provenientes de recursos naturales no renovables como de los ingresos tributarios producto de la reactivación de la actividad económica. Por otro lado, los gastos primarios mantendrían su descenso relativo al producto, en consonancia con los esfuerzos dirigidos a la contención del crecimiento del gasto público.

En el Caribe, la política fiscal sigue estando centrada en la generación de superávits primarios para atender al elevado peso de la deuda pública. Como ilustra el gráfico I.40, se espera que el superávit primario aumente de un promedio del 1,1% del PIB en 2017 a uno del 1,9% del PIB en 2018, con una reducción de similar magnitud en el déficit global. Aunque se prevé un leve repunte del gasto primario (del 24,6% del PIB en 2017 al 24,8% del PIB en 2018), esto refleja principalmente erogaciones para atender a las necesidades de reconstrucción tras un período caracterizado por varios desastres naturales. Algunos países de la subregión están implementando ajustes fiscales; destaca el caso de Trinidad y Tabago, país en que el déficit primario pasaría del -5,4% del PIB en 2017 al 0,0% del PIB en 2018 como resultado de un recorte substancial del gasto público y un incremento de impuestos.

Gráfico I.40

El Caribe (12 países)^a: indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2011-2018^b

(En porcentajes del PIB)



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

^a Se excluye Dominica.^b Promedios simples. Las cifras de 2018 corresponden a proyecciones provenientes de los presupuestos.

2. La deuda pública se mantiene estable gracias a la mejora de la posición fiscal y el repunte de la actividad económica

La deuda pública bruta de los gobiernos centrales de América Latina cerró en 2017 en un 38,8% del PIB, cifra 1,4 puntos porcentuales por encima de la de 2016. Ya avanzado el primer trimestre de 2018, la región muestra señales de mejora en sus niveles de endeudamiento, principalmente gracias al repunte de la actividad económica y de los principales indicadores fiscales. Así, durante el segundo trimestre de 2018 la deuda pública representa un 37,9% del PIB, lo que supone una caída de 0,9 puntos porcentuales del PIB con relación al cierre de 2017. Esto se debe principalmente a menores déficits fiscales y a una diferencial de tasas ($r-n$)¹⁶ negativa, aunque aún es prematuro hablar de una mejora sustancial de los niveles de deuda en la región.

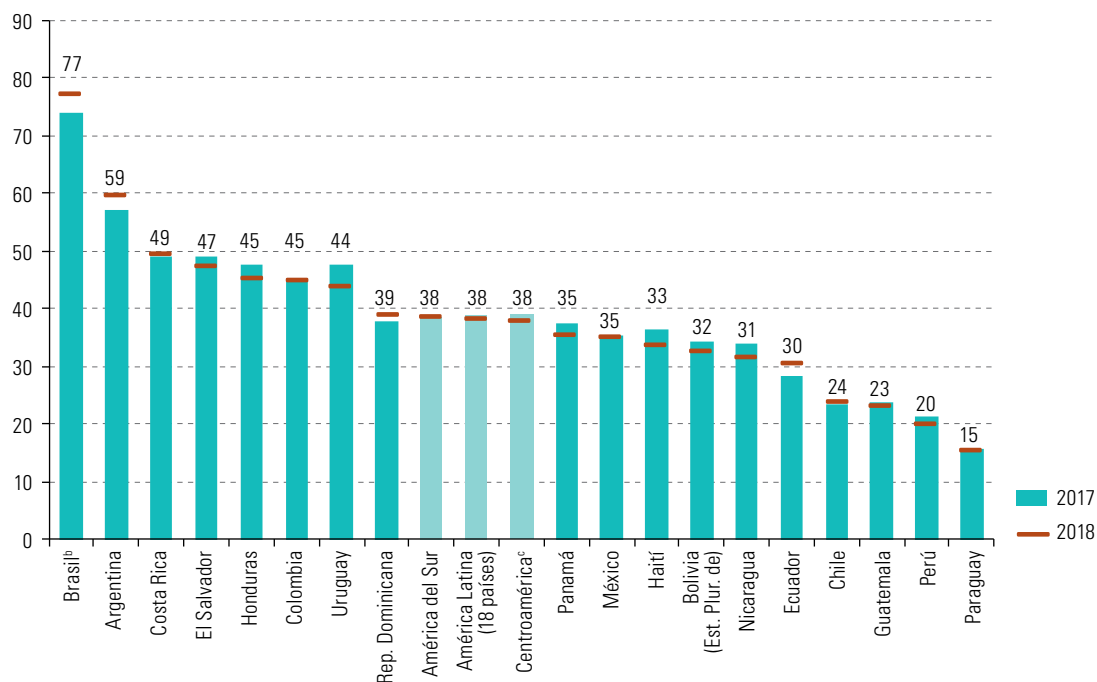
En el actual escenario existen una serie de factores tanto internos como externos que condicionan la evolución del nivel de endeudamiento de la región en 2018, como, por ejemplo, la posición de cada país frente a la vulnerabilidad que afecta a las economías emergentes. Además, los desequilibrios externos y fiscales en países como la Argentina, el Brasil y Costa Rica crearían necesidades aún mayores de financiamiento, lo que, sumado a la deuda pública acumulada, podría tener efectos negativos en el nivel de endeudamiento de la región. Por último, los esperados aumentos de la tasa de interés de los Estados Unidos en lo que resta de año podrían encarecer aún más el costo de la deuda para la región.

De los 18 países de la región de los que se dispone de información para el primer trimestre de 2018, el Brasil sigue presentando el mayor nivel de endeudamiento (un 77,0% del PIB), seguido por la Argentina (un 57,1% del PIB) y Costa Rica (un 49,2% del PIB). En el otro extremo se encuentra el Paraguay, con el menor nivel de endeudamiento público de la región (un 15,3% del PIB), seguido del Perú (un 19,9%) y de Guatemala (un 22,9% del PIB) (véase el gráfico I.41).

¹⁶ La dinámica de la deuda pública (Δd) viene dada por las contribuciones en un primer término igual al efecto acumulativo del saldo fiscal primario negativo ($-sp$) y un segundo término denominado efecto bola de nieve, que incluye el diferencial de tasas de interés real pagado por la deuda (r) y la tasa de crecimiento real (n) sobre la deuda del período anterior (d_{t-1}), en adición a una variable de ajuste de valoración de activos (sf). Véase detalle en el *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2016* (CEPAL, 2016).

Gráfico I.41América Latina (18 países): deuda pública bruta del gobierno central, 2017-2018^a

(En porcentajes del PIB)



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

^a Cifras del primer trimestre de 2018, excepto las de la Argentina, que son de 2017.

^b En el caso del Brasil se trata de la cobertura del gobierno general.

^c El dato de Centroamérica incluye Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

En cuanto a las subregiones, en América del Sur se observa una disminución de la deuda pública bruta de 0,4 puntos porcentuales del PIB. En promedio, esta alcanza un 38,2% del PIB durante el segundo trimestre de 2018; los países con las mayores caídas son el Uruguay (4,0 puntos porcentuales) y el Estado Plurinacional de Bolivia (2,1 puntos porcentuales). En Centroamérica, el nivel de endeudamiento disminuyó 1,5 puntos porcentuales del PIB, alcanzando un 37,6% del PIB en promedio; Haití presenta la mayor caída, de 3,1 puntos porcentuales del PIB, seguido de Honduras y Nicaragua, con un descenso de 2,7 puntos porcentuales.

En el Caribe la deuda pública del gobierno central se mantiene estable en un 68,6% del PIB al segundo trimestre de 2018, cifra similar al cierre de 2017. A pesar de registrar el nivel de endeudamiento más alto de la región, Jamaica sigue reduciendo su deuda pública año tras año; en el primer trimestre de 2018 esta suponía un 103,0% del PIB, seguida por la de Barbados, de un 89,3% del PIB. El país con menor deuda pública del Caribe es Guyana, con un 46,9% del PIB (véase el gráfico I.42).

Para 2018 se espera que en los países de América Latina el pago de intereses siga manteniendo la tendencia alcista que viene presentando desde 2013, hasta alcanzar un 2,3% del PIB como promedio de 2018, unos 0,2 puntos porcentuales del PIB por encima de las cifras de 2017. Se estima que el vencimiento de deuda en montos importantes durante 2018 está aumentando las presiones sobre el servicio de la deuda de algunos países, como en el caso de la Argentina y Costa Rica.

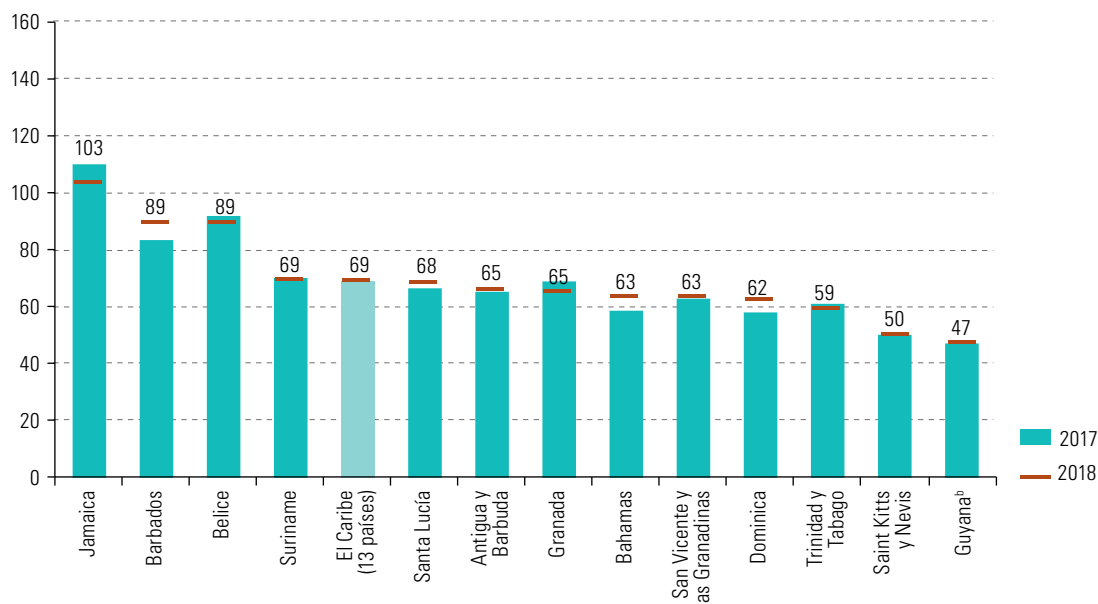
El Brasil sigue siendo el país con mayor costo de deuda de la región (un 5,7% del PIB), aunque también uno de los pocos países cuya carga ha disminuido con relación a 2017. Entre las subregiones, en América del Sur no se esperan cambios con respecto a 2017, con un pago de intereses del 2,4% del PIB en 2018; en Centroamérica se espera un

alza del costo de la deuda de 0,3 puntos porcentuales del PIB hasta un 2,3% del PIB en promedio para 2018. En comparación con 2017, esto supone una mayor tasa de incremento que en años anteriores, lo que refleja principalmente el aumento del pago de intereses que se espera durante el año en países como Costa Rica y la República Dominicana, cuyo costo de la deuda subirá un punto porcentual del PIB (véase el gráfico I.43A).

Gráfico I.42

El Caribe (13 países): deuda pública bruta del gobierno central, 2017-2018^a

(En porcentajes del PIB)



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

^a Las cifras de 2018 son preliminares.

^b Cifras del sector público.

Gráfico I.43

América Latina y el Caribe: pago de intereses de la deuda pública bruta del gobierno central^a, 2017-2018^b

(En porcentajes del PIB)

A. América Latina (17 países)

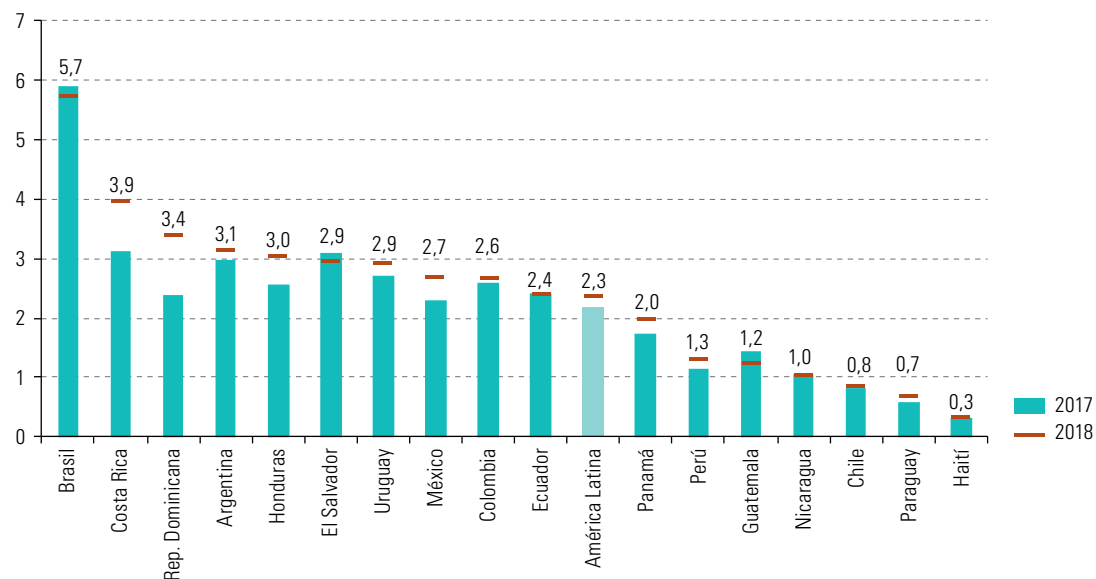
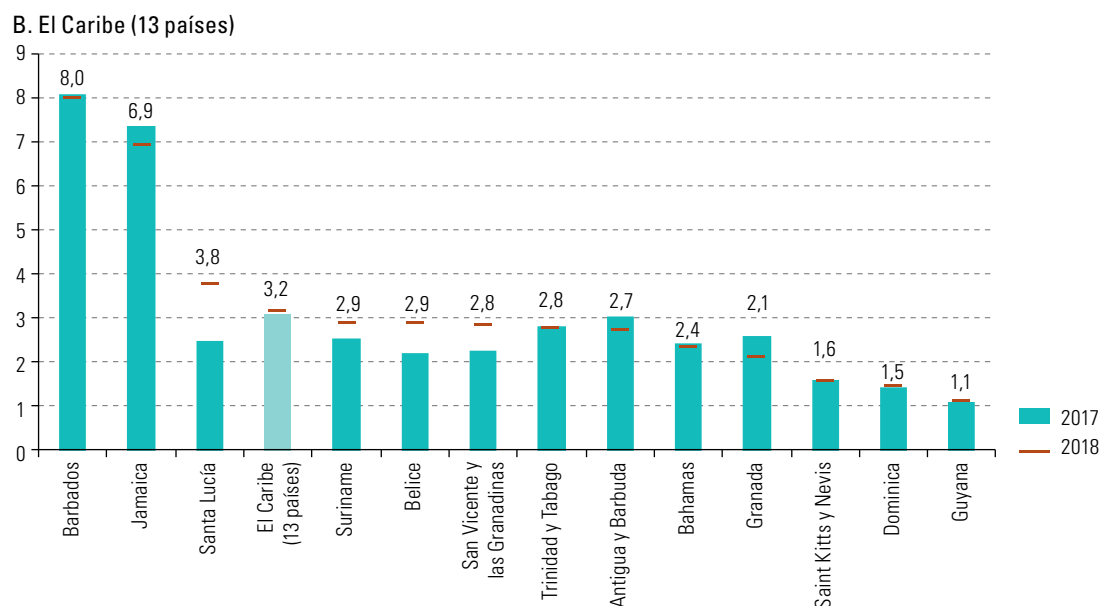


Gráfico I.43 (conclusión)



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

^a En el caso del Perú se trata de la cobertura de gobierno general; en México, del sector público federal, y en Barbados, del sector público no financiero.

^b Cifras preliminares para 2018, estimadas a partir de presupuestos oficiales.

En el Caribe, se espera que en 2018 el pago de intereses del gobierno central cierre en valores similares a 2017, alcanzando un 3,2% del PIB. De los 13 países con información disponible, cerca de la mitad han registrado una caída del pago de intereses en 2018; destaca la disminución de Barbados y Jamaica, países que, aunque mantienen un servicio de la deuda pública por encima del 7% del PIB, siguen recortando fuertemente su deuda, lo que conllevará una caída de sus pagos de intereses en los próximos años. Es importante considerar que en la mayoría de los países de la subregión el costo de la deuda pública se mantiene por debajo del 3% del PIB, cifra menor al promedio de la región en 2018 (véase el gráfico I.43B).

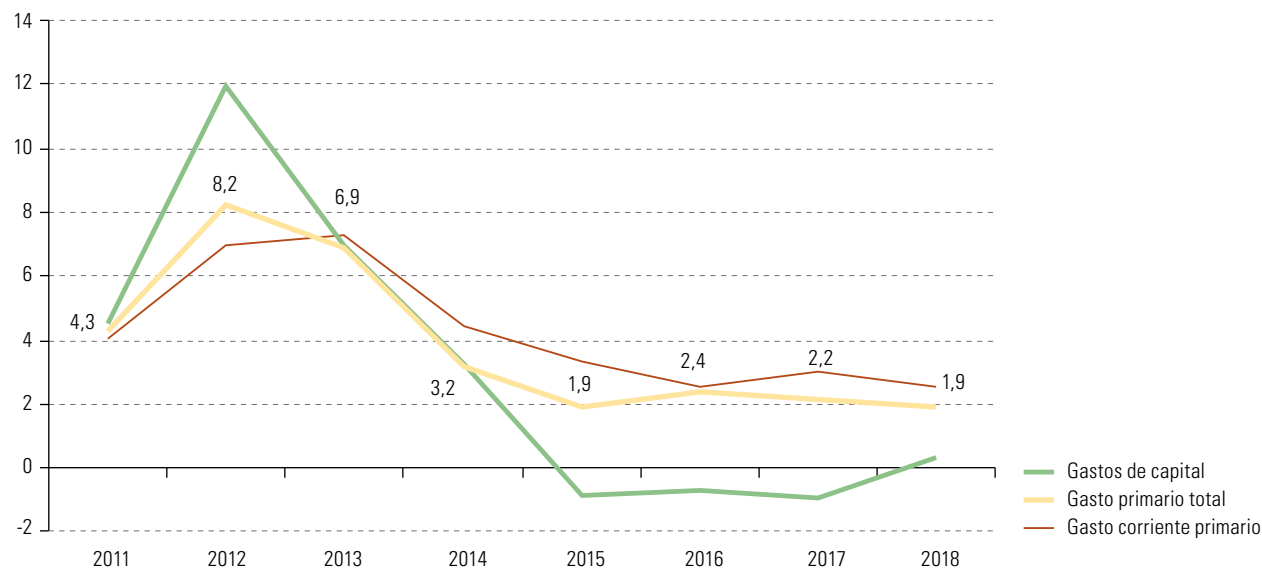
3. El impulso del gasto público al crecimiento económico continuará restringido en 2018

Para 2018 se espera que el crecimiento real del gasto público primario —excluidos los pagos de intereses— se mantenga lento en América Latina, en consonancia con la tendencia observada en los últimos años. Como se ilustra en el gráfico I.44, se prevé una variación interanual del gasto público primario del orden del 1,9% como promedio de los 15 países considerados. Sin embargo, al desagregar el gasto público primario por componentes, se constata que, tras tres años consecutivos de contracción, en 2018 los gastos de capital podrían empezar a estabilizarse, aunque a tasas muy modestas. En cambio, se prevé una cierta ralentización de la tasa de crecimiento del gasto corriente primario.

Cabe destacar que el restringido crecimiento del gasto público primario en América Latina se manifiesta de distinta forma en cada país, lo que implica grandes diferencias en el potencial impulso o arrastre fiscal. Como se puede apreciar en el gráfico I.45, se prevén contracciones substanciales de casi un punto del PIB o más en la Argentina (2,1 puntos del PIB), México (1,0 puntos del PIB), la República Dominicana (1,0 puntos del PIB), Honduras (0,9 puntos del PIB) y el Uruguay (0,9 puntos del PIB). En cambio, se esperan incrementos en Panamá (0,7 puntos del PIB), el Perú (0,6 puntos del PIB), el Ecuador (0,5 puntos del PIB) y el Brasil (0,4 puntos del PIB).

Gráfico I.44

América Latina (15 países)^a: variación interanual real del gasto público primario, 2011-2018^b
(En porcentajes)



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

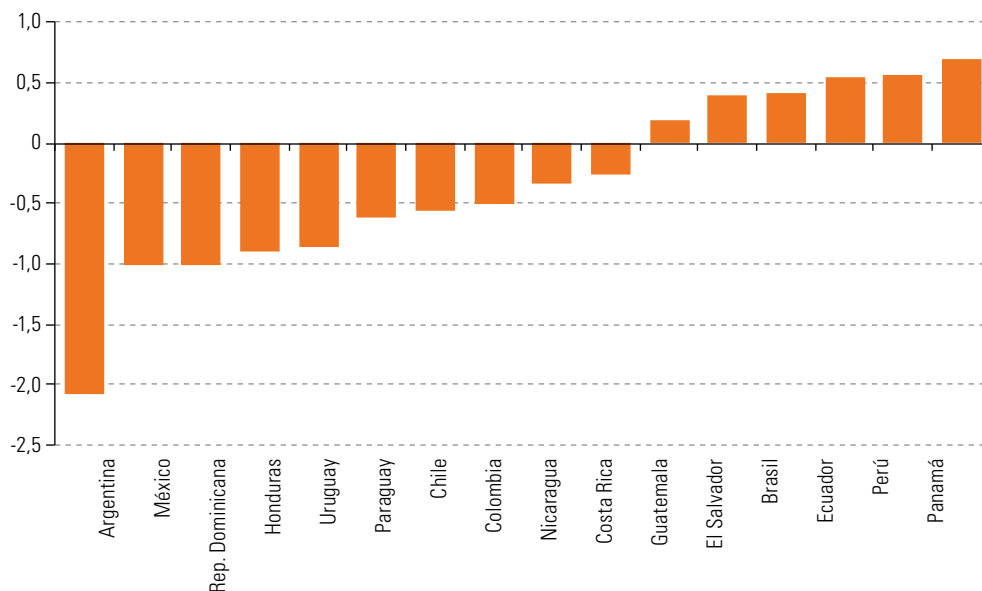
Nota: Promedios simples de las variaciones reales calculadas sobre la base de la moneda nacional. En los casos de México y el Perú las cifras corresponden al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú y República Dominicana.

^b Las cifras de 2018 corresponden a proyecciones provenientes de los presupuestos.

Gráfico I.45

América Latina: variación interanual del gasto público primario entre 2017 y 2018
(En puntos porcentuales del PIB)



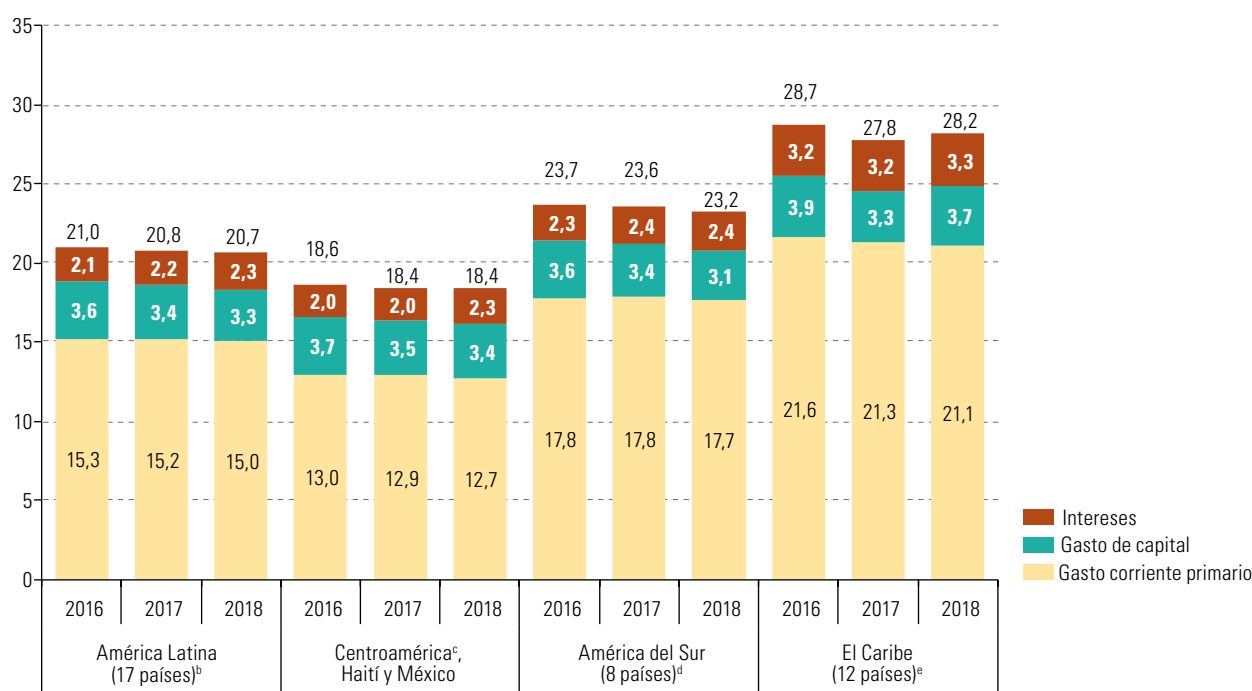
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Nota: En los casos de México y el Perú las cifras corresponden al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

En cuanto al gasto público total en América Latina, se prevé que se mantenga relativamente estable (del 20,8% del PIB en 2017 al 20,7% del PIB en 2018), pero con un deterioro en su composición (véase el gráfico I.46). Como se analizó en la subsección anterior, el incremento esperado de los pagos de intereses contrarrestaría la disminución del gasto primario en cierta medida, especialmente en el grupo de países comprendidos por Centroamérica (incluida la República Dominicana), Haití y México. Este efecto es menos pronunciado en América del Sur, donde, en promedio, la participación de los pagos de intereses en los gastos totales se mantendrá cerca del mismo valor que en el año anterior.

Gráfico I.46

América Latina y el Caribe: composición de los gastos totales de los gobiernos centrales, 2016-2018^a
(En porcentajes del PIB)



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

Nota: Promedios simples. En los casos de México y el Perú las cifras corresponden al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

^a Las cifras de 2018 corresponden a proyecciones provenientes de los presupuestos.

^b Excluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba y Venezuela (República Bolivariana de).

^c Incluye Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

^d Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.

^e Excluye Dominica.

En general, el ajuste del gasto primario en América Latina se concentrará en el gasto corriente primario, que caerá del 15,2% del PIB en 2017 al 15,0% del PIB en 2018. La reducción será similar en Centroamérica (incluida la República Dominicana), Haití y México, así como en América del Sur. Sin embargo, el promedio oculta contracciones más significativas en los países, entre las que destacan las de la Argentina (1,8 puntos del PIB), Honduras (1,1 puntos del PIB) y Nicaragua (1,0 puntos del PIB). En la Argentina la reducción observada corresponde principalmente a los recortes aplicados a los subsidios económicos, en particular los de energía. En Honduras y Nicaragua se han llevado a cabo esfuerzos dirigidos a mejorar la eficiencia del gasto público, así como una reorientación de este.

A pesar del leve incremento de la tasa de crecimiento real de los gastos de capital en América Latina, se espera que estos bajen levemente con relación al producto, pasando, en promedio, del 3,4% del PIB en 2017 al 3,3% del PIB. Este descenso se explica principalmente por el desempeño de este componente del gasto en el Ecuador, México y la República Dominicana. En el caso de México la merma de los gastos de capital correspondería principalmente a una reducción de la inversión financiera con respecto al año anterior, cuando el remanente de operación del Banco de México permitió un incremento de los activos del Gobierno. Por su parte, la caída de la República Dominicana se explica por la alta base de comparación con 2017, cuando el Gobierno transfirió una cantidad considerable de recursos para la construcción de plantas de generación eléctrica. Por otro lado, se espera un repunte de los gastos de capital en el Perú (con un incremento de 0,9 puntos del PIB), impulsado sobre todo por el proceso de reconstrucción tras los daños provocados por el fenómeno de El Niño el año pasado.

En el Caribe, el gasto público total aumentará en 2018, producto de la gran necesidad de reconstrucción en la subregión tras sufrir varios desastres naturales de gran escala: se prevé un incremento de la inversión pública en Granada (2,8 puntos del PIB) y Antigua y Barbuda (0,8 puntos del PIB). Por otro lado, se mantendrá la tendencia a la baja del gasto corriente primario, como consecuencia de los programas de consolidación fiscal de Trinidad y Tabago (-1,8 puntos del PIB), Suriname (-1,8 puntos del PIB), Barbados (-1,7 puntos del PIB) y Antigua y Barbuda (-1,0 puntos del PIB).

4. El contexto macroeconómico sigue favoreciendo el repunte de los ingresos públicos en América del Sur

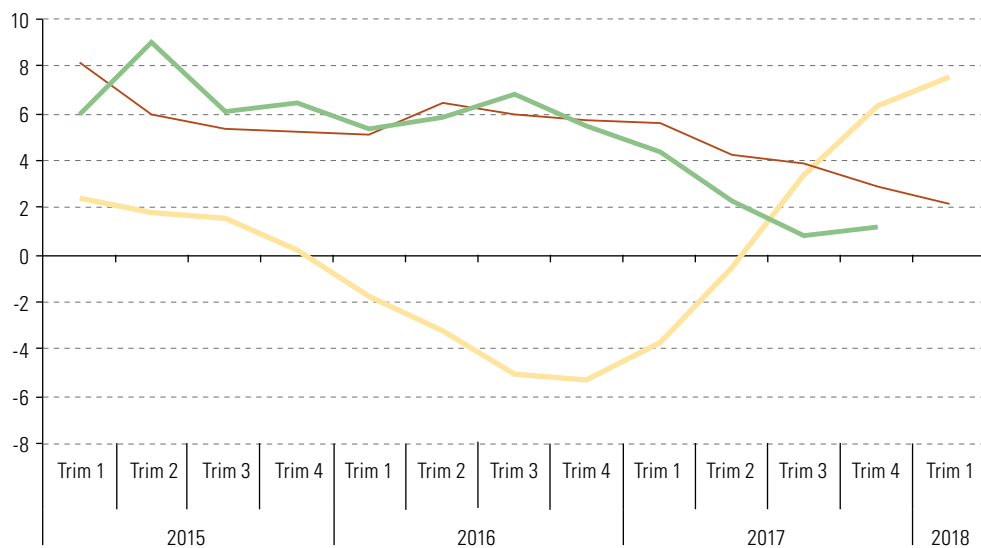
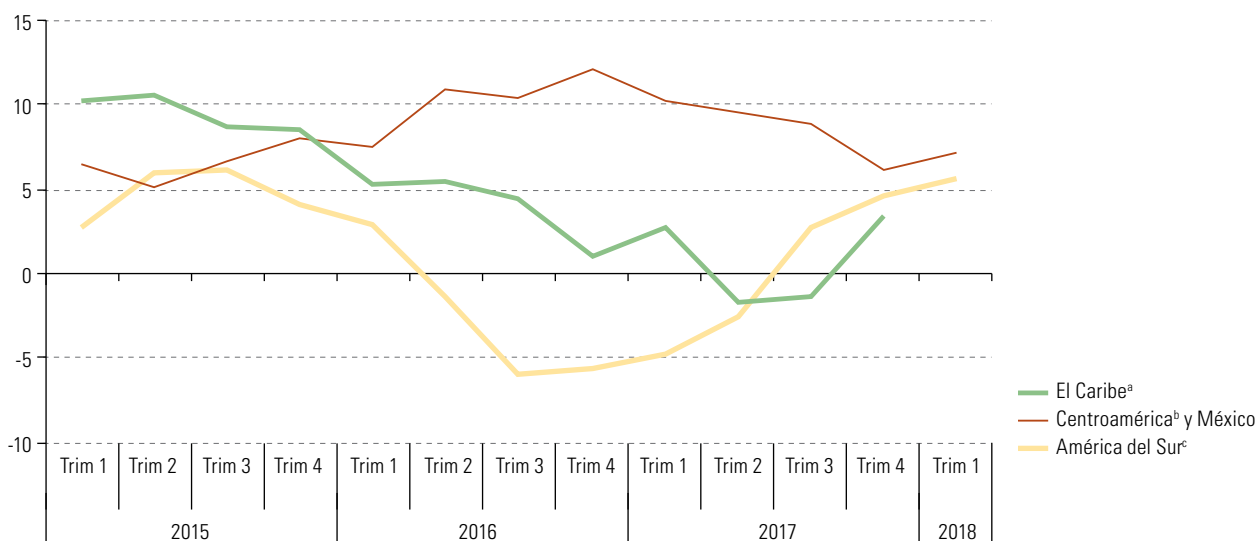
La reactivación de la actividad económica en América del Sur se ha manifestado claramente en el comportamiento de la recaudación de los principales impuestos, y se espera que este impulso se mantenga durante el año. Como se ilustra en el gráfico I.47, los ingresos provenientes del impuesto sobre el valor agregado (IVA) —altamente ligados a la dinámica del consumo privado y las importaciones— siguen mostrando en el primer trimestre de 2018 un elevado ritmo de crecimiento, muy por encima de las tasas registradas en los últimos años. En el mismo sentido, la recaudación del impuesto sobre la renta se ha recuperado significativamente en América del Sur tras haber experimentado fuertes contracciones en 2016, en parte debidas a los menores pagos de este impuesto por parte de empresas del sector extractivo (cabe mencionar que algunas de estas entraron en pérdidas en dicho año).

En cambio, en los países de Centroamérica (incluida la República Dominicana), Haití y México destaca la ralentización de la tasa de crecimiento de la recaudación del IVA que comenzó en 2017 y que ha continuado en el primer trimestre del 2018. Se trata de una tendencia relativamente generalizada, ya que cinco de los siete países considerados registran un enfriamiento de la recaudación de este impuesto entre el primer trimestre de 2017 y el mismo período de 2018. Por su parte, los ingresos del impuesto sobre la renta siguen creciendo a tasas elevadas, pero también muestran señales de menor dinamismo.

En los países del Caribe las últimas cifras disponibles constatan un desempeño bastante débil en 2017 y reflejan el escaso crecimiento económico registrado en la subregión durante el año. Cabe mencionar que la temporada de huracanes durante el segundo semestre del año tuvo efectos devastadores en varios países, y esto incidió en un desplome de la tasa de crecimiento de la recaudación tributaria. En este sentido, se espera un repunte de los ingresos tributarios percibidos por estos países en 2018.

Gráfico I.47

América Latina y el Caribe: variación interanual de la recaudación real del impuesto sobre el valor agregado (IVA) y el impuesto sobre la renta, primer trimestre de 2015 a primer trimestre de 2018
(En porcentajes)

A. Impuesto sobre el valor agregado (IVA)**B. Impuesto sobre la renta**

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

Nota: Promedios simples de las tasas de variación. Las cifras del IVA del Brasil corresponden a la recaudación del impuesto sobre productos industrializados (IPI) del gobierno federal y del impuesto sobre circulación de mercaderías y de servicios (ICMS) de los estados. Por razones analíticas, se excluyen los ingresos percibidos por concepto de programas de regularización de activos del impuesto sobre la renta en el Brasil y Chile. En el caso de la Argentina, los ingresos por este programa no se contabilizan en la recaudación del impuesto sobre la renta, sino como ingresos por otros impuestos.

^a Las cifras del Caribe corresponden a Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía y Trinidad y Tabago.

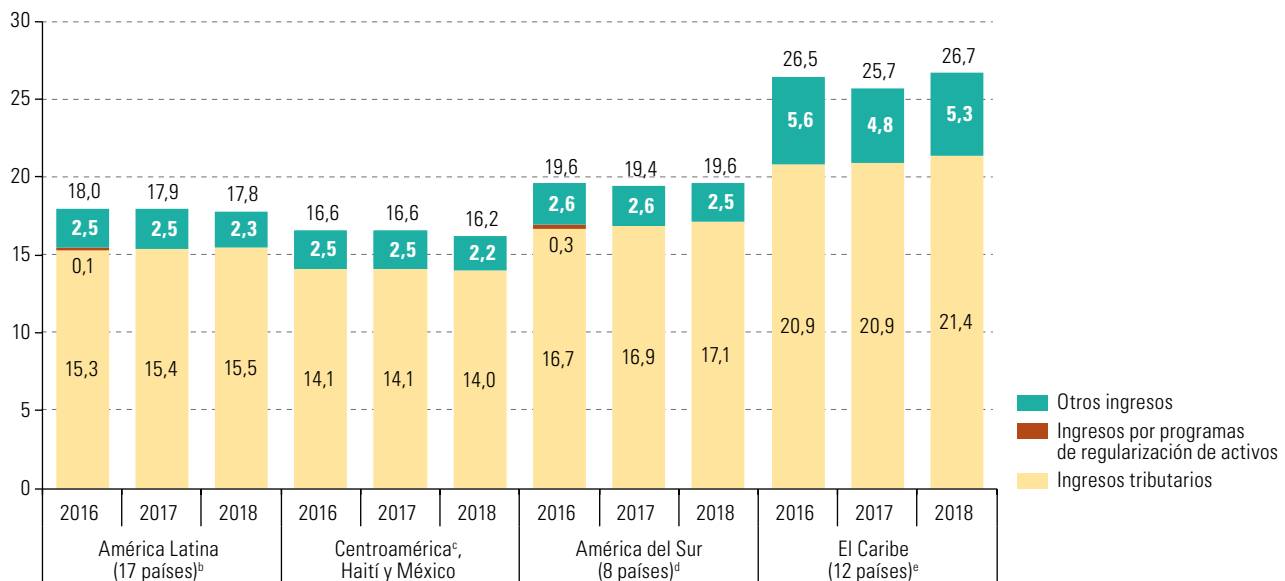
^b Las cifras de Centroamérica corresponden a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana.

^c Las cifras de América del Sur corresponden a la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, el Ecuador, el Perú y el Uruguay.

La dinámica de la recaudación de los principales impuestos en la región se refleja claramente en los ingresos totales esperados para 2018. Como se puede apreciar en el gráfico I.48, en América del Sur los ingresos totales avanzarían del 19,4% del PIB en 2017 al 19,6% del PIB en 2018, impulsados por un alza de la presión tributaria, que pasaría del 16,9% del PIB en 2017 al 17,1% del PIB. Se esperan incrementos de los ingresos tributarios de 0,5 puntos del PIB o más en Chile, el Ecuador, el Paraguay y el Perú. Esto se debe a varios factores, como las reformas y medidas tributarias (entre las que destaca la reforma aprobada en el Ecuador en 2017); los mayores ingresos provenientes del sector extractivo por efecto del repunte de los precios de las materias primas, y el mayor dinamismo de la actividad económica esperado en el año. En cambio, en la Argentina se espera una reducción significativa de los ingresos tributarios (0,9 puntos del PIB), en parte por la comparación con los ingresos extraordinarios percibidos en el primer trimestre de 2017 a raíz del Impuesto Especial del Régimen de Sinceramiento Fiscal (0,4 puntos del PIB).

Gráfico I.48

América Latina y el Caribe: composición de los ingresos totales de los gobiernos centrales, 2016-2018^a
(En porcentajes del PIB)



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

Nota: Promedios simples. En los casos de México y el Perú las cifras corresponden al sector público federal y al gobierno general, respectivamente.

^a Las cifras de 2018 corresponden a proyecciones provenientes de los presupuestos.

^b Excluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba y Venezuela (República Bolivariana de).

^c Incluye Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

^d Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.

^e Excluye Dominica.

En cambio, en los países de Centroamérica (incluida la República Dominicana), Haití y México se espera una reducción significativa de los ingresos totales, que caerán del 16,6% del PIB en 2017 al 16,2% del PIB en 2018. Aunque la recaudación tributaria muestra señales de enfriamiento, el principal factor causante de la disminución de los ingresos totales es una contracción de los otros ingresos. Cabe destacar que estos ingresos fueron mayores de lo esperado en 2017 en algunos países, por ejemplo, en El Salvador, por la concesión del espectro radioeléctrico, y en México, por el nivel histórico del remanente de operación del Banco de México que se entregó al gobierno federal.

Los ingresos totales de los países caribeños aumentarán significativamente en 2018, del 25,7% del PIB en promedio en 2017 al 26,7% del PIB. Este incremento se debe tanto al repunte de los otros ingresos, que pasarán del 4,8% del PIB en 2017 al 5,3% del PIB en 2018, como a un aumento de los ingresos tributarios del 20,9% del PIB al 21,4% del PIB. Destaca el alza de las donaciones esperada en varios países —como Granada y San Vicente y las Granadinas—, vinculada a los programas de inversión pública. En Trinidad y Tabago se prevé que los ingresos de capital aumenten significativamente por la entrada de fondos provenientes de la monetización de los activos financieros del grupo CLICO, una entidad financiera que el Estado rescató durante la crisis económica y financiera mundial de 2008 y 2009. En cuanto a los ingresos tributarios, se prevé un incremento significativo liderado por la recuperación de la recaudación de impuestos en Bahamas —producto del aumento de la tasa del IVA del 7,5% al 12%— y en Trinidad y Tabago.

5. Los gestores de políticas han empleado el espacio que otorga la dinámica de la inflación para estimular la demanda agregada interna, pero el fortalecimiento del dólar ha reducido este espacio en algunas economías

Desde mediados de 2016, los gestores de las políticas monetaria y cambiaria de la región han contado con un mayor espacio, debido al descenso de la inflación, para adoptar políticas de estímulo a la demanda agregada. Sin embargo, en el caso de algunas economías, esta situación se ha visto limitada recientemente por una creciente volatilidad cambiaria, que restringe de manera directa la actuación de los gestores al comprometer la estabilidad macrofinanciera, así como por los efectos que podría tener sobre la inflación.

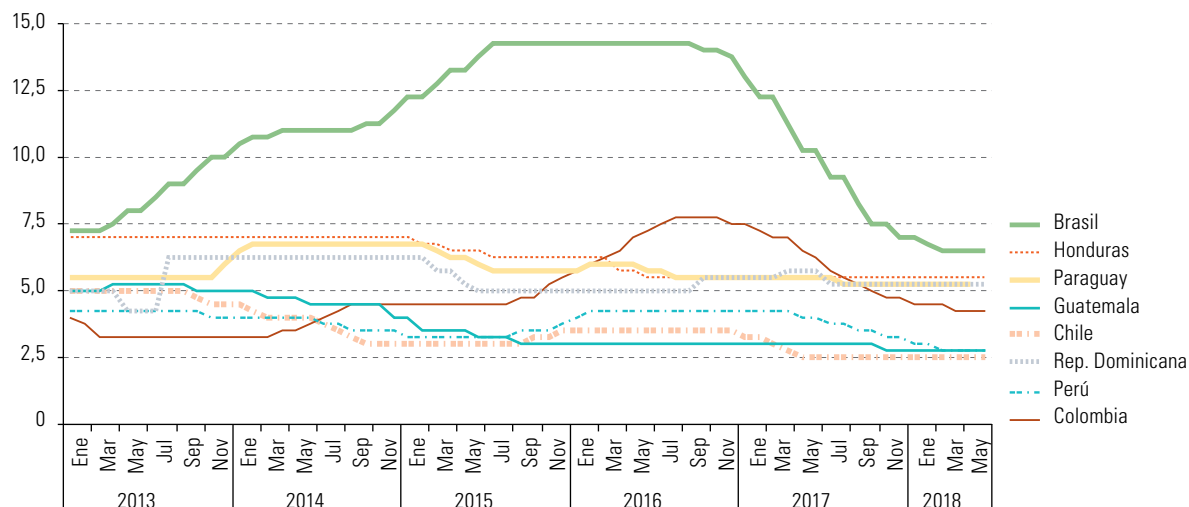
En 2017, el mayor espacio obtenido gracias a la disminución de las tasas de inflación fue empleado por las economías de América del Sur que utilizan la tasa de referencia de la política monetaria (TPM) como principal instrumento de política. Así, las TPM se redujeron ocho veces en Brasil y su caída acumulada fue de 6,75 puntos porcentuales. En Chile, la TPM se modificó en cuatro oportunidades y la reducción acumulada fue de 1,0 punto porcentual. En Colombia, la tasa se redujo en nueve ocasiones y la caída acumulada fue de 2,75 puntos porcentuales. En el Paraguay, la TPM disminuyó una vez (0,25 puntos porcentuales), mientras que, en el Perú, la tasa bajó en tres oportunidades y la caída acumulada fue de 1,0 punto porcentual (véase el gráfico I.49). En el caso de la Argentina, si bien la inflación se redujo, los niveles que registró en 2017 hicieron que el banco central incrementara la TPM en cuatro oportunidades, con un alza acumulada de 4,0 puntos porcentuales entre enero y diciembre. Hay que recordar que 2017 fue el primer año en que se aplicó el régimen de inflación objetivo. Asimismo, cabe destacar que, pese al cambio de régimen, el crecimiento promedio de la base monetaria en la Argentina aumentó 3 puntos porcentuales en 2017 respecto del promedio de 2016.

Por otra parte, en las economías de Centroamérica y México, las TPM registraron una dinámica diferente a la de sus homólogas del sur. Debido al repunte de la inflación y la volatilidad cambiaria experimentados en 2017, los bancos centrales incrementaron las TPM en cinco ocasiones tanto en el caso de Costa Rica (con un aumento acumulado de 3 puntos porcentuales) como en el de México (con un alza acumulada de 1,50 puntos porcentuales). Los bancos centrales de Guatemala y la República Dominicana redujeron su tasa de referencia 0,25 puntos porcentuales durante el año, mientras que el banco central de Honduras no efectuó ninguna modificación de su TPM (véase el gráfico I.49). Hay que destacar que, en el caso de Guatemala, la tasa se redujo en una sola oportunidad, mientras que, en la República Dominicana, se modificó en dos oportunidades, primero con un alza de 0,25 puntos porcentuales y, después, con una reducción de 0,50 puntos porcentuales.

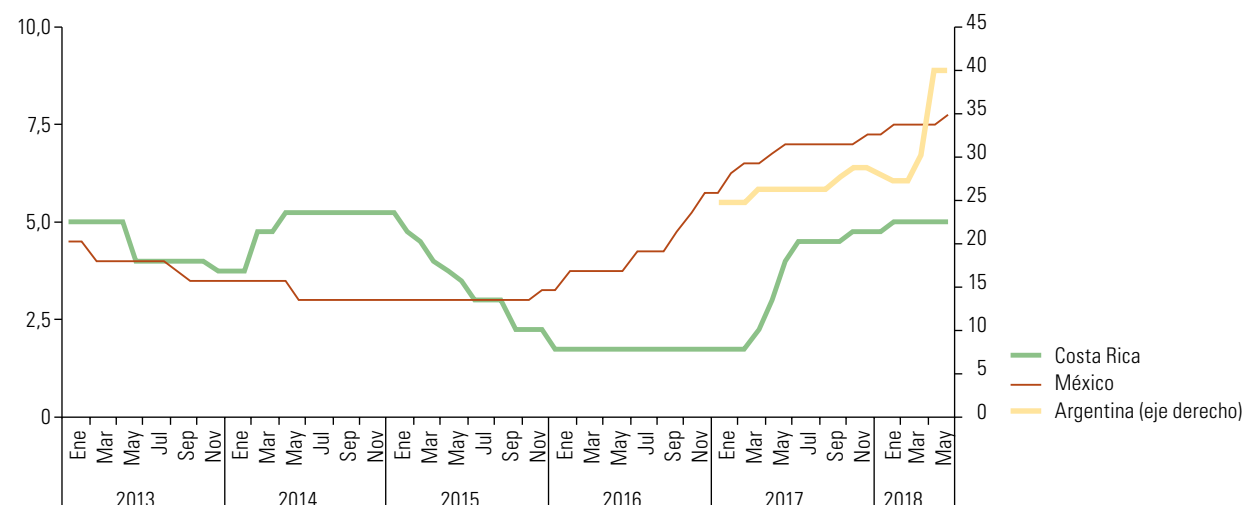
Gráfico I.49

América Latina (países seleccionados): tasa de política monetaria en los países que la emplean como principal instrumento, enero de 2013 a junio de 2018
(En porcentajes)

A. Países que mantuvieron o redujeron sus tasas



B. Países que incrementaron sus tasas



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

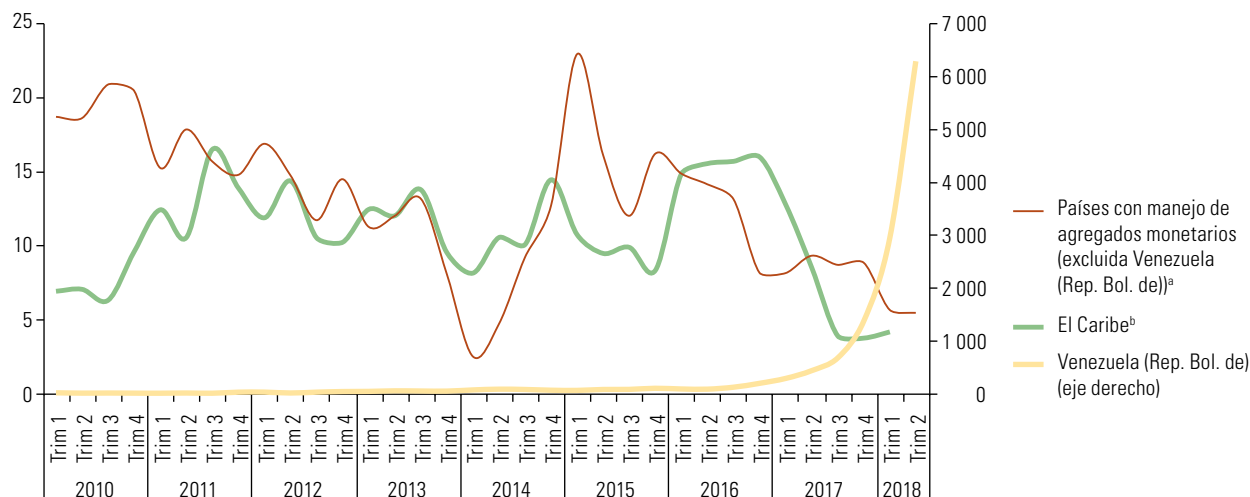
Si bien la inflación registró un repunte en el primer semestre de 2018, en general se mantiene dentro del rango objetivo establecido por las autoridades, por lo que los bancos centrales de la región mantuvieron un corte de la política monetaria similar al observado en 2017. Así, los bancos centrales del Brasil, Colombia y el Perú han reducido las tasas en dos oportunidades, con caídas acumuladas de 0,50 puntos porcentuales respecto de la TPM de cierre de 2017. Los bancos centrales de Chile y el Paraguay han mantenido inalteradas sus tasas en este período. En el caso argentino, la persistencia de la inflación —con tasas superiores al 25%— y la corrección que registró el peso en mayo motivaron un alza de la TPM. Cabe destacar que el alza acumulada de 11,25 puntos porcentuales es el resultado de dos incrementos —el primero efectuado en abril (3 puntos porcentuales) y el segundo, en mayo (9,75 puntos porcentuales)— que revirtieron dos reducciones de

tasas de 0,75 puntos porcentuales cada una, efectuadas en enero y febrero. En Costa Rica y México, las TPM se incrementaron. En el caso costarricense, el aumento fue de 0,25 puntos porcentuales en febrero y no se han producido modificaciones desde entonces. En el caso mexicano, la TPM se ha incrementado 0,25 puntos porcentuales en dos ocasiones —en febrero y en junio—, con un alza acumulada de 0,50 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2017. En los casos de Guatemala, Honduras y la República Dominicana, las TPM no han experimentado cambios en 2018.

En lo que respecta a las economías que emplean los agregados monetarios como principal instrumento de política, se observa, en general, una desaceleración del ritmo de crecimiento de la base monetaria. En el caso de las economías del Caribe de habla no hispana, se produjo una desaceleración muy notable en el primer semestre de 2017, cuando la tasa de crecimiento de la base monetaria pasó de situarse en torno al 16% a registrar cifras de alrededor del 4%. En el caso de las economías de América Latina (excluida la República Bolivariana de Venezuela), las tasas de crecimiento también aumentaron de manera bastante estable a lo largo del año, si bien registraron un incremento inferior al de las tasas observadas en 2016 (véase el gráfico I.50).

Gráfico I.50

América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): evolución de la base monetaria en los países que emplean agregados como principal instrumento de política monetaria, primer trimestre de 2010 a segundo trimestre de 2018 (En porcentajes)



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

^a Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador, El Salvador, Haití, Nicaragua, Panamá y Uruguay.

^b Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tabago.

Los países en que el crecimiento de la base disminuyó en mayor medida fueron los del Caribe de habla no hispana. Entre ellos, destacan los casos de Barbados, Belice y Dominica, cuyas tasas se redujeron más de 20 puntos porcentuales. En seis de estas economías, la base monetaria se contrajo en 2017, a causa de las reducciones de los depósitos en moneda extranjera. En el caso de las economías de América del Sur, la mayor desaceleración se registró en el Ecuador y el Uruguay. En ambos países, los cambios en el manejo de las reservas bancarias se tradujeron en caídas del crecimiento de la base de más de 6 puntos porcentuales. En 2017, otras economías de la región experimentaron un alza en su crecimiento. Entre ellas, destacan los casos del Estado Plurinacional de Bolivia y de Panamá en América Latina, y de Santa Lucía en el Caribe de habla no hispana, que registraron tasas de crecimiento de más de 20 puntos

porcentuales. La base monetaria en la República Bolivariana de Venezuela se ha venido incrementado a tasas superiores al 60% desde hace más de 22 trimestres y, desde el tercer trimestre de 2015, crece a tasas de más de tres dígitos.

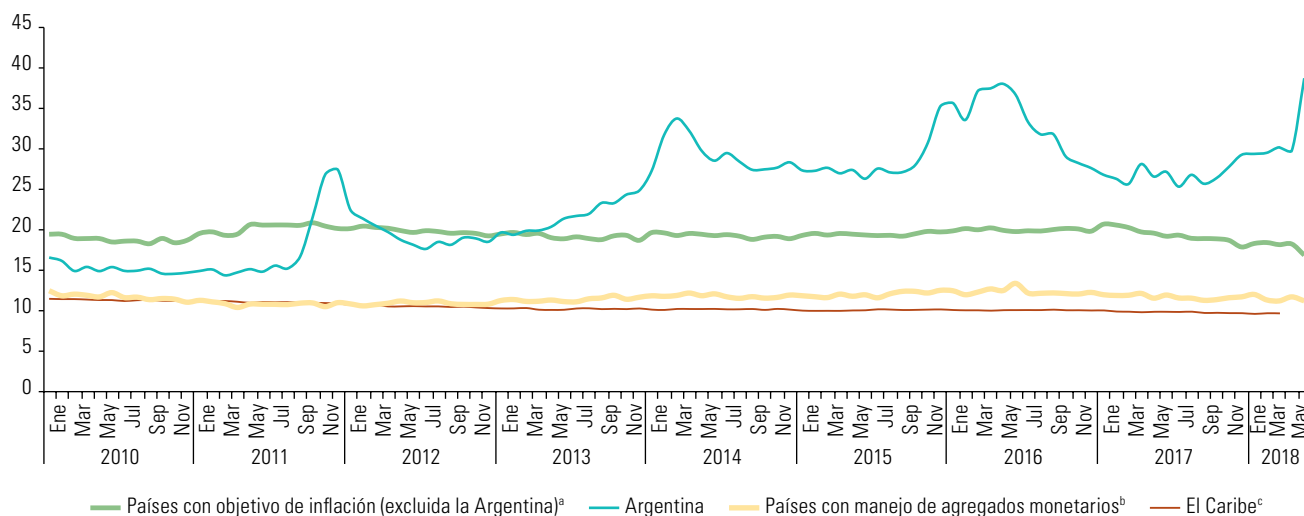
En 2018, en el caso de América Latina, se ha mantenido la desaceleración en el crecimiento de la base. Mientras que, en 2017, las tasas trimestrales superaban el 8%, en los primeros dos trimestres de 2018 se han registrado cifras de crecimiento inferiores al 6%. En el caso de las economías del Caribe de habla no hispana, en el primer trimestre de 2018 se registraron tasas de crecimiento de la base monetaria mayores que las observadas en 2017.

6. Las tasas de interés activas muestran una reducción y el crédito destinado al sector privado crece a un menor ritmo

En 2017, las tasas de interés activas se redujeron en toda la región, impulsadas por el descenso de las TPM, por una base monetaria que seguía creciendo —aunque a tasas menores— y por la disminución de las expectativas de inflación registradas ese año. Las tasas activas se redujeron en las economías con objetivos de inflación, en las que emplean los agregados como principal instrumento de política y en las economías del Caribe de habla no hispana. Dicha reducción se produjo en 25 países, y los mayores descensos se registraron en el Brasil, la República Dominicana y el Uruguay. Por otro lado, las tasas activas se incrementaron en 6 países, y los mayores aumentos fueron los registrados en la Argentina, Costa Rica y Nicaragua. En los primeros cinco meses de 2018, la situación se ha mantenido muy similar y las tasas han descendido otra vez, especialmente en las economías con objetivos de inflación (véase el gráfico I.51).

Gráfico I.51

América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): promedio de las tasas de interés activas, enero de 2010 a mayo de 2018
(En porcentajes)



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

^a Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Honduras, México, Paraguay, Perú y República Dominicana.

^b Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador, El Salvador, Haití, Nicaragua, Panamá, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

^c Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tabago.

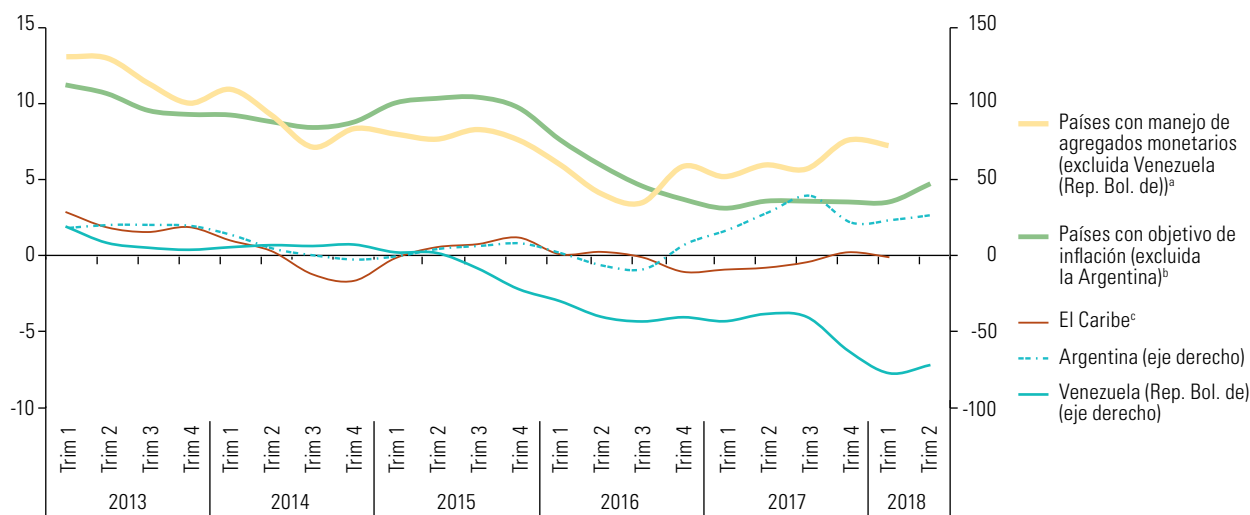
En lo que se refiere al crédito interno, en 2017 la tasa de crecimiento se mantuvo bastante estable en las economías con objetivos de inflación, excluida la Argentina. Se registraron tasas de crecimiento promedio cercanas al 7% en términos nominales y al 3,5% en términos reales. En los países que usan agregados como principal instrumento (excluida la República Bolivariana de Venezuela), si bien la tasa de crecimiento se mantuvo por encima del 10% en 2017, el crédito en términos nominales registró un descenso de 3,5 puntos porcentuales, al pasar de un promedio del 13,5% en 2016 al 10% en 2017. A pesar de la desaceleración nominal, en términos reales, la dinámica de la inflación redundó en un incremento de la tasa de crecimiento con respecto a 2016 de 1,2 puntos porcentuales (6,1% en promedio, en comparación con un 4,9% en 2016). Por su parte, el crédito en las economías del Caribe de habla no hispana se mantuvo estancado en términos reales en 2017, con una contracción del 0,4%, algo mayor a la del 0,2% registrada en 2016. Esta dinámica en el crédito real de las economías del Caribe de habla no hispana se produjo debido al menor crecimiento que registró el crédito interno al sector privado en 2017 (2,8%), 1 punto porcentual menor que el registrado en 2016.

En la Argentina, el ritmo de crecimiento del crédito interno otorgado al sector privado aumentó en 2017. La tasa de crecimiento trimestral promedio fue de un 26,6% en términos reales, como resultado del descenso de la inflación y del crecimiento en términos nominales del crédito, a tasas trimestrales promedio del 41,6%. En la República Bolivariana de Venezuela, la hiperinflación ha provocado caídas trimestrales promedio de más del 50% del crédito interno real, y una reducción del crédito durante diez trimestres consecutivos.

En 2018, los patrones son muy similares a los observados en 2017. En los países con objetivos de inflación —sin incluir a la Argentina—, el crecimiento real es del 3,4%, y en los que usan agregados, excluida la República Bolivariana de Venezuela, del 6,3%. En las economías del Caribe de habla no hispana, en el primer trimestre de 2018 aumentó el crecimiento del crédito interno a un 0,9%. En la Argentina, el crédito en términos reales creció un 23,3% en el primer trimestre de 2018, mientras que, en la República Bolivariana de Venezuela, se contrajo más de un 70% (véase el gráfico I.52).

Gráfico I.52

América Latina y el Caribe (grupos de países seleccionados): crédito interno en términos reales otorgado al sector privado, promedios de las tasas anualizadas, primer trimestre de 2013 a segundo trimestre de 2018
(En porcentajes)



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

^a Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador, El Salvador, Haití, Nicaragua, Panamá y Uruguay.

^b Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Honduras, México, Paraguay, Perú y República Dominicana.

^c Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tabago.

7. Tras la reducción observada en 2017, en 2018 aumenta la volatilidad cambiaria, al tiempo que el dólar se fortalece

El año 2017 se caracterizó por una reducción de la volatilidad cambiaria, entendida como una caída en la magnitud de las fluctuaciones observadas en las cotizaciones de las monedas de la región, pues las variaciones del tipo de cambio fueron menores que las registradas en 2016. Mientras que, en 2016, la mediana de la variación de los tipos de cambio en la región fue de un 3,0% en términos absolutos, en 2017, este valor fue de un 0,5%, también en términos absolutos. En 2017, solo tres economías registraron modificaciones en el tipo de cambio superiores al 5% en términos absolutos, mientras que, en 2016, fueron nueve.

Otro elemento que caracterizó el mercado cambiario de la región en 2017 fue el creciente número de economías que depreciaron su moneda, en línea con lo ocurrido en los mercados financieros internacionales. En el primer trimestre de 2017, 6 monedas de la región experimentaron una depreciación, mientras que 11 registraron una apreciación. En el cuarto trimestre, fueron 10 las monedas depreciadas y 7 las que se apreciaron. Al final del año, 9 de las economías de la región registraron apreciaciones en la cotización de sus monedas con respecto al cierre de 2016. La apreciación media fue del 3,6%, y Chile registró la cifra más elevada (8,2%), seguido de México (5,1%). Algunos de los factores que potenciaron la apreciación de estas monedas fueron el fortalecimiento de los precios del cobre, en el caso chileno, la disminución de la incertidumbre que afectó al dólar tras las elecciones en los Estados Unidos, en el caso mexicano, y las mejores perspectivas de crecimiento (véase el cuadro I.5).

Cuadro I.5

América Latina y el Caribe (países seleccionados): variaciones trimestrales del tipo de cambio nominal respecto del dólar, primer trimestre de 2016 a junio de 2018
(En porcentajes)

	2016				2017				2018		2015-2016	2016-2017	Diciembre de 2017 a 14 de junio de 2018
	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2			
Argentina	13,71	2,32	1,74	3,74	-3,10	8,06	4,15	7,54	8,15	34,03	23,16	17,27	44,95
Brasil	-9,36	-10,58	1,52	-0,35	-3,93	5,92	-4,38	4,62	-0,07	12,31	-17,91	1,80	12,24
Chile	-5,66	-0,67	-0,90	2,03	-1,56	0,54	-3,73	-3,69	-1,88	4,86	-5,86	-8,24	2,89
Colombia	-5,43	-2,72	-1,34	4,14	-4,22	5,88	-3,43	1,63	-6,42	1,86	-5,42	-0,46	-4,68
Costa Rica	0,19	1,94	0,91	-0,10	1,63	1,94	-0,14	-0,49	-0,64	0,34	2,97	2,95	-0,30
Guatemala	1,02	-0,95	-1,49	-0,02	-2,47	-0,03	0,12	0,01	0,74	1,14	-1,44	-2,38	1,89
Haití	10,11	1,46	4,01	2,19	1,92	-8,09	0,67	0,79	1,10	2,59	18,79	-4,95	3,72
Honduras	1,20	0,68	1,06	2,00	0,06	-0,26	-0,22	0,83	0,22	1,69	4,98	0,41	1,92
Jamaica	1,32	4,11	0,81	1,00	-0,56	0,16	0,94	-3,84	1,32	3,15	7,40	-3,32	4,51
México	0,42	5,80	6,04	6,92	-9,66	-3,23	0,74	7,69	-7,52	13,86	20,46	-5,15	5,30
Nicaragua	0,97	1,60	0,38	1,96	0,63	1,83	1,22	1,22	1,42	0,96	4,12	4,99	2,39
Paraguay	-2,65	-0,71	-0,60	3,28	-1,73	-1,47	2,03	-1,40	-0,71	2,24	-0,34	-2,61	1,51
Perú	-2,96	-0,83	2,98	-0,81	-3,20	-0,11	0,63	-0,86	-0,23	1,11	-1,58	-3,53	0,87
República Dominicana	0,69	0,23	0,28	1,27	1,39	0,20	0,39	1,38	2,34	0,12	2,50	3,39	2,46
Trinidad y Tabago	2,76	0,66	1,03	0,51	-0,15	0,30	0,23	-0,12	0,38	2,03	5,08	0,26	2,42
Suriname	27,67	38,55	8,93	-3,80	1,54	-0,42	-0,87	0,34	0,53	0,17	85,30	0,58	0,70
Uruguay	6,32	-3,97	-7,00	3,16	-2,53	0,02	1,63	-1,00	-1,27	11,08	-2,02	-1,92	9,67

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

Por otra parte, ocho economías de la región experimentaron una depreciación media del 3,96% en 2017, con respecto a las cifras del cierre de 2016. De las economías destacadas, la Argentina registró la mayor depreciación (17,3%), seguida de Nicaragua (5,0%) y la República Dominicana (3,4%). La pérdida de valor de estas monedas se vio impulsada por factores como las expectativas inflacionarias cada vez mayores, los procesos de sustitución de activos a favor de aquellos denominados en divisas y la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En la República Bolivariana de Venezuela, después de que el tipo de cambio paralelo se depreciara casi un 300% en 2016, el Gobierno y el banco central anunciaron cambios para ampliar la oferta de dólares oficiales, mediante un sistema de subastas para la adquisición de divisas a través del Sistema de Divisas de Tipo de Cambio Complementario Flotante de Mercado (DICOM) (tipo de cambio complementario usado para financiar importaciones prioritarias no esenciales). La creciente demanda y las limitaciones de la oferta provocaron una depreciación del 396% de este tipo de cambio en 2017. Pese a este nuevo instrumento, el tipo de cambio paralelo cerró 2017 con una depreciación del 3.027%.

En el primer semestre de 2018, la volatilidad cambiaria se ha incrementado, y se ha acentuado la depreciación de las monedas de la región, especialmente a partir del segundo trimestre del año. Entre diciembre de 2017 y junio de 2018, solo dos monedas de la región se han apreciado (el peso colombiano y el colón costarricense), pero en ningún caso la variación ha sido superior al 5%. En este período, son 16 las economías que han registrado una depreciación de su moneda y, en cinco casos —los del peso argentino, el real brasileño, el peso mexicano, el peso uruguayo y el bolívar venezolano—, la depreciación ha superado el 5%.

En el caso del peso argentino, la depreciación fue del 45,0%, como consecuencia del gran salto que se produjo en el tipo de cambio a partir de marzo. Esto provocó una fuerte intervención en el mercado cambiario y el anuncio de un acuerdo con el FMI, que permitió a la Argentina acceder a un crédito de 50.000 millones de dólares. En la República Bolivariana de Venezuela, las autoridades decidieron eliminar el tipo de cambio DIPRO (tipo de cambio protegido para actividades prioritarias), que se cotizaba a 10 bolívares por dólar y, en su lugar, emplear el DICOM (3.545 bolívares por dólar). El Gobierno venezolano también anunció la emisión de una criptomoneda con respaldo en las reservas petroleras y minerales del país, que buscaría la captación de recursos en divisas, al permitir realizar operaciones que normalmente se realizan en divisas, como el pago de las exportaciones petroleras, de las obligaciones laborales y del gasto en actividades turísticas. Aun con estos anuncios, entre diciembre de 2017 y junio de 2018, el tipo de cambio oficial se depreció un 2.320%, si se usa como referencia el DICOM, y el paralelo, un 2.015%. Pese a las diferencias en las magnitudes, tanto en el caso argentino como en el venezolano, el financiamiento monetario de gestiones fiscales deficitarias ha contribuido a depreciaciones de las monedas sostenidas en el tiempo, al tiempo que alimenta mayores expectativas de inflación y, con ello, estimula una mayor demanda de activos externos.

La combinación del descenso de las tasas de inflación y la depreciación de las monedas locales se tradujo en la depreciación real, en 2017, de la mayoría de las economías de la región (16), y una depreciación real superior al 5% en diez de ellas. En 2016, se habían producido apreciaciones reales en seis economías; la más acusada en México (8,2%). Hay que destacar que, pese a las correcciones antes mencionadas, a finales de 2017, cinco países presentaban atrasos cambiarios de más de un 30% con respecto a su promedio histórico; entre ellos, la Argentina, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de). En los seis primeros meses de 2018, los ajustes registrados en el tipo de cambio nominal en la Argentina y Venezuela (República Bolivariana de) permitieron reducir los atrasos cambiarios que exhibían dichas economías.

8. Las reservas internacionales continúan creciendo, aunque descienden con respecto al PIB

En 2017, se aceleró el ritmo de crecimiento de las reservas internacionales de la región, que pasaron de incrementarse un 2,4% en 2016 a aumentar un 3,4% —unos 28.000 millones de dólares— en 2017. La acumulación de reservas fue positiva en

18 países de la región, 3 menos que en 2016, y los aumentos más significativos en términos porcentuales fueron los registrados en la Argentina (42%), las Bahamas (56,1%) y Guatemala (28,5%). Las variaciones absolutas observadas en la Argentina (16.283 millones de dólares) y el Brasil (8.956 millones de dólares) representan cerca de un 90% de la variación total de ese año en la región. En 2017, descendieron las reservas en 11 economías, y las mayores caídas porcentuales se registraron en el Ecuador (42,4%), Barbados (37,6%) y Panamá (21,7%). En términos absolutos, las caídas más pronunciadas fueron las de México (2.575 millones de dólares), el Ecuador (1.808 millones de dólares) y Chile (1.500 millones de dólares).

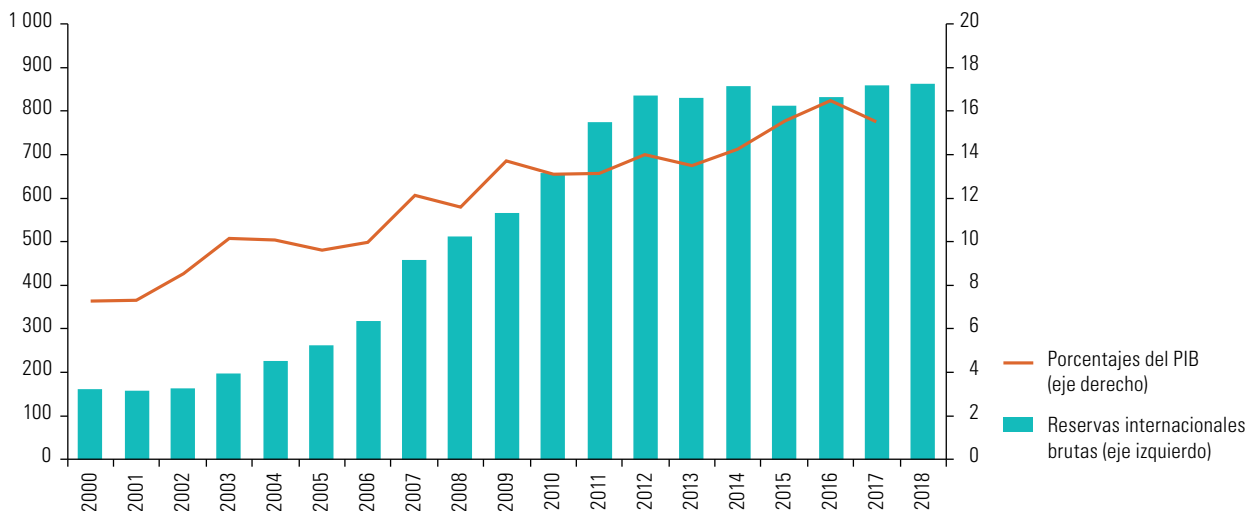
En la Argentina, el banco central estableció una política de intervención en el mercado cambiario, realizando compras de divisas para fortalecer su posición de reservas y contar con algunos grados de libertad en la conducción de la política monetaria cambiaria. En el Brasil, la finalización de las operaciones de venta con pacto de recompra (repos) —que buscaban estabilizar el tipo de cambio— y el mayor rendimiento de los activos de reserva impulsaron el incremento de las reservas.

En términos del PIB, las reservas internacionales registraron una caída en 2017, dado el mayor crecimiento que experimentó el producto de la región, los movimientos del tipo de cambio y el descenso de la inflación. Así, las reservas pasaron de representar un 16,5% del PIB en 2016 a representar un 15,5% del PIB en 2017. Dominica (39%), Trinidad y Tabago (37,8%) y San Kitts y Nevis (37,5%) son las economías en las que la relación de las reservas respecto del PIB es mayor, mientras que, en el Ecuador (2,4%), Barbados (4,2%) y Venezuela (República Bolivariana de) (3,8%), la relación de reservas respecto del PIB es menor.

En 2018, las reservas de la región continúan aumentando, aunque a una tasa menor que la observada en 2017. La principal razón es la caída de las reservas en el Perú, de 3.620 millones de dólares, a causa de las intervenciones realizadas por el banco central peruano en su mercado cambiario. Un elemento destacable es la dinámica de las reservas en la Argentina, donde, tras alcanzarse un acuerdo con el FMI, las reservas se han incrementado entre mayo y junio más de 11.000 millones de dólares y han compensado, así, la caída de cerca de 5.000 millones de dólares observada entre diciembre de 2017 y mayo de 2018.

Gráfico I.53

América Latina y el Caribe: evolución de las reservas internacionales, 2000-2018
(En miles de millones de dólares y porcentajes del PIB)



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

F. Riesgos del escenario internacional de 2018 y proyecciones de actividad para América Latina y el Caribe

1. Las proyecciones de actividad para América Latina y el Caribe se dan en un contexto internacional que muestra un cambio respecto de lo observado durante 2017

En la primera mitad de 2018 se han concretado algunos de los riesgos a los que la CEPAL hizo referencia en publicaciones anteriores, en particular los relativos a los posibles efectos de la política monetaria más restrictiva de los Estados Unidos y al aumento de las tendencias proteccionistas, de las tensiones comerciales y de la reforma impositiva en ese país.

En cuanto a la política monetaria más restrictiva, si bien el ajuste de la política monetaria de los Estados Unidos ha sido gradual, ha suscitado reajustes de cartera y afectado negativamente los flujos financieros hacia los mercados emergentes y la cotización de las monedas, que se depreciaron de forma generalizada respecto del dólar. Continúa previéndose un ciclo de alzas graduales de tasas de política monetaria en los Estados Unidos, que tendrá efectos en las decisiones de cartera aplicadas a los flujos financieros disponibles para las economías emergentes. Si esto se acompañara de aumentos en la aversión al riesgo, podrían observarse más limitaciones al financiamiento disponible y mayores depreciaciones de las monedas de los mercados emergentes, incluida América Latina. En un escenario como este, las consecuencias en los países dependerán, en parte, de la composición de los flujos financieros entrantes en términos del peso de los componentes más sensibles a los cambios en las tasas de interés internacionales. También estarán más expuestos aquellos con mayor proporción de deuda denominada en dólares y aquellos con mayor porcentaje de deuda de corto plazo cuya renovación tendría que hacerse a un costo mayor. Además, el período prolongado de baja volatilidad y condiciones financieras laxas que se observó hasta finales de 2017 indujo en algunos casos un aumento importante del endeudamiento —acompañado a veces de una mayor asunción de riesgos—, lo que aumenta la vulnerabilidad ante un empeoramiento de las condiciones financieras internacionales.

Los flujos financieros internacionales se ven afectados por la disposición de los inversionistas a asumir riesgos. La mayor volatilidad financiera actual ha implicado, no solo cambios en las percepciones de la incertidumbre y de los riesgos, sino también una mayor sensibilidad a los cambios y una mayor posibilidad de contagios sistémicos.

En lo relativo a las tensiones comerciales, estas han aumentado marcadamente durante el primer semestre de 2018. Las medidas proteccionistas implementadas por los Estados Unidos han generado una escalada de represalias que, dependiendo de su dimensión, afectaría no solo a los flujos comerciales, sino también a la dinámica productiva mundial a través de las cadenas globales de valor, los flujos financieros y de capital, y los flujos tecnológicos en un mundo globalizado. Si bien las perspectivas de crecimiento en las distintas regiones para el año en curso todavía no han sufrido revisiones generalizadas a la baja, sí existe una mayor incertidumbre respecto de lo que se avecina en 2019 y en años posteriores. La escalada proteccionista podría tener también grandes impactos en la actividad global a través del canal financiero. El aumento de la incertidumbre y la volatilidad financieras que se observó durante el primer semestre de 2018 no fue motivado solamente por la política monetaria estadounidense sino

también por las crecientes tensiones comerciales. Estas tensiones se manifestaron también en una mayor volatilidad de los mercados de materias primas —en particular en los precios de aquellos bienes sujetos a los aranceles anunciados— y también en nuevas caídas de los mercados accionarios. El peso de la incertidumbre sobre la inversión y los resultados esperados de las empresas, especialmente las de los sectores más expuestos a los conflictos comerciales, provocó caídas en las bolsas de distintas regiones del mundo. De producirse un deterioro más importante en las condiciones financieras internacionales, se acrecentaría el impacto sobre la actividad económica global con resultados cuyo pronóstico es complejo.

Además de lo anterior, sigue presente, al igual que en los últimos años, la preocupación por la evolución de la economía de China. Si bien hasta 2017 no se había producido la desaceleración que se había pronosticado año tras año, sí se espera que en 2018 la economía se muestre más lenta, aunque en forma moderada. Las autoridades chinas han venido implementando medidas para limitar los riesgos del alto nivel alto de endeudamiento y también del llamado sistema bancario paralelo, pero cualquier percepción de problemas en estos procesos o de desaceleración mayor a la prevista podría redundar en efectos marcados sobre los precios de las materias primas y también expandirse hacia los demás precios de los activos financieros mundiales.

Finalmente, están los riesgos geopolíticos, siempre presentes, a los que se agregan las incertidumbres todavía vigentes respecto del proceso del *brexit* —y la forma que tendrán en el futuro las relaciones comerciales entre el Reino Unido y la Unión Europea—, y respecto de procesos políticos como los ocurridos recientemente en Italia, que pueden provocar nuevas oleadas de volatilidad en los mercados. Estos procesos obedecen a la dificultad a nivel global para conciliar los objetivos y políticas nacionales con los acuerdos multilaterales. En este contexto surgen tensiones en diversos frentes, principalmente el comercial y el migratorio.

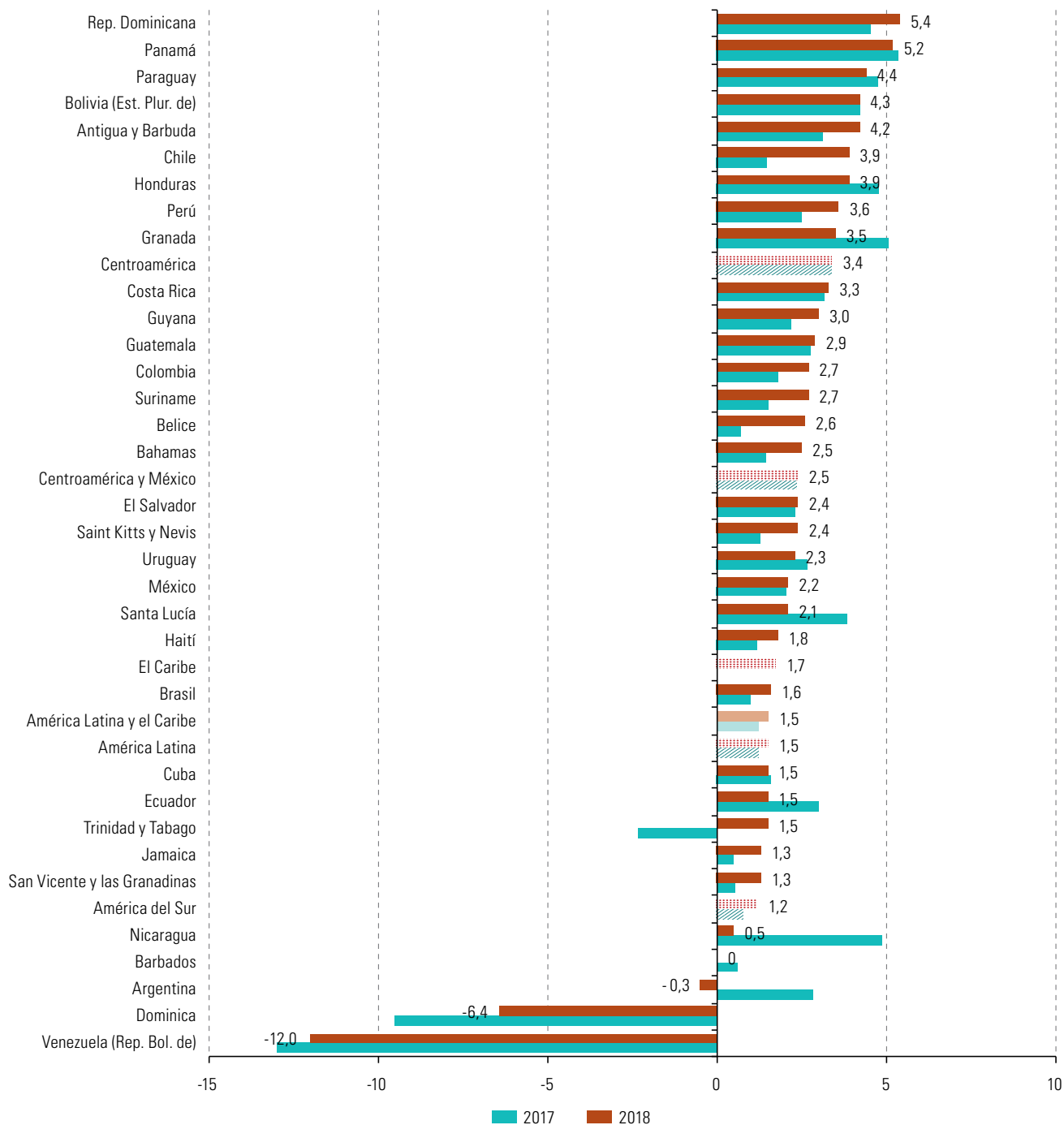
2. La proyección de crecimiento para América Latina y el Caribe se ha revisado a la baja y se prevé que este llegará al 1,5%, tanto por las actuales condiciones financieras externas menos favorables como por factores propios de ciertas economías

En 2018, el crecimiento del PIB de América Latina y el Caribe llegará al 1,5% (véase el gráfico I.54), lo que representa un ajuste a la baja de siete décimas con respecto a las proyecciones publicadas en abril. Esto es producto de revisiones a la baja de países de importante tamaño en la región como la Argentina, el Brasil y Venezuela (República Bolivariana de). Sin embargo, al evaluar el desempeño específico del resto de países se observa una gran heterogeneidad, dado que las proyecciones correspondientes a Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile, Colombia, el Paraguay y el Perú se han revisado al alza (principalmente por la mejora de sus términos de intercambio), mientras que en otros casos las previsiones de crecimiento se mantienen o disminuyen levemente.

Gráfico I.54

América Latina y el Caribe: tasa proyectada de crecimiento del PIB, 2018

(En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010)



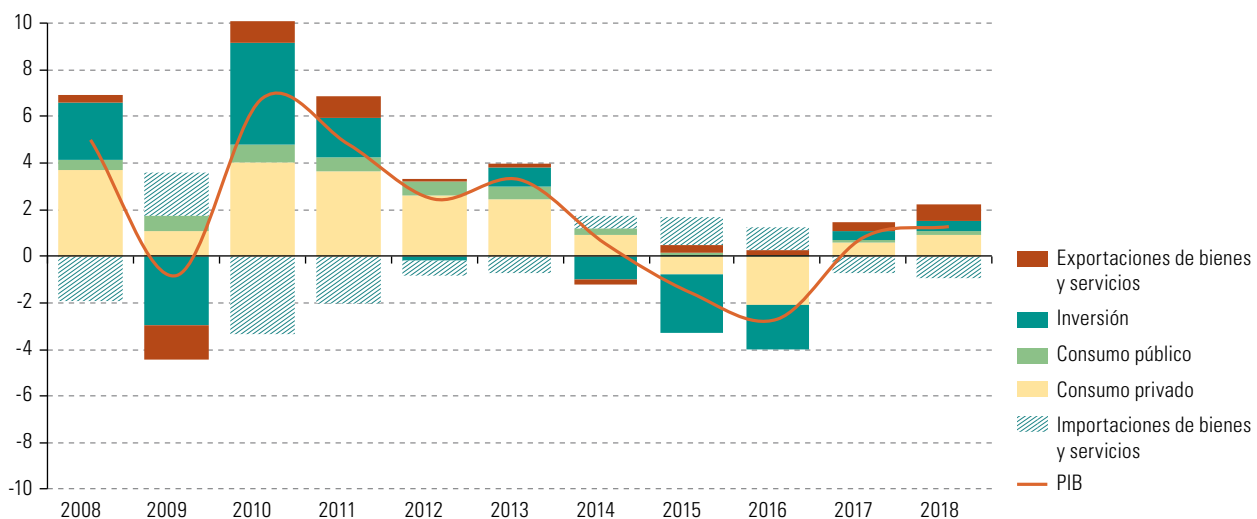
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

A pesar de la pérdida de dinamismo de la actividad económica de la región durante los primeros trimestres del año, su crecimiento en 2018 será superior al 1,2% registrado en 2017. Al igual que en años anteriores, se proyecta una dinámica de crecimiento cuya intensidad es distinta entre países y subregiones, y que responde, no solo a los impactos diferenciados del contexto internacional en cada economía, sino también a la dinámica de los componentes del gasto —principalmente el consumo y la inversión—, que ha mostrado patrones distintos en las economías del norte y en las del sur.

La actividad económica en América del Sur como subregión pasará de un crecimiento del 0,8% en 2017 a uno del 1,2% en 2018. En términos de gasto, se observa que en 2018 la demanda interna se incrementará un 1,5%. El resultado se explica tanto por el alza del consumo como de la inversión, predominando el primero en términos de contribución (véase el gráfico I.55). Respecto del comercio exterior de bienes y servicios, este año el volumen importado aumentará alrededor de un 5%, reflejando así la recuperación de la demanda interna, mientras que el volumen exportado lo hará en solo un 2%, en línea con una demanda externa que no muestra mayor dinamismo.

Gráfico I.55

América del Sur: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes del gasto al crecimiento, 2008 a 2018^a
(En porcentajes)



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

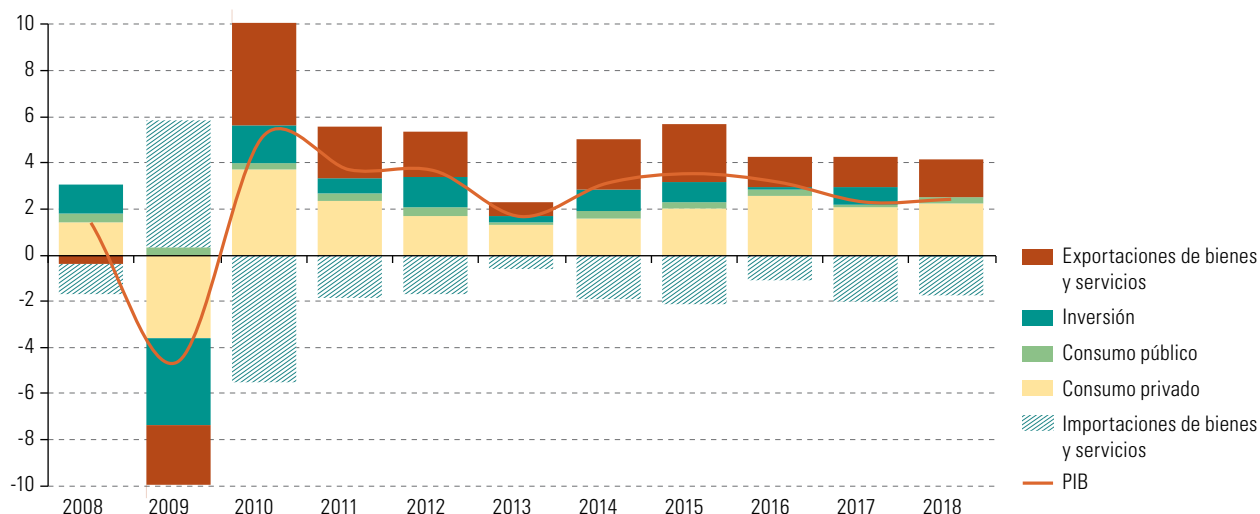
^a Las cifras de 2018 son proyecciones.

Por su parte, Centroamérica¹⁷ como subregión mantendrá el mismo ritmo de crecimiento que las economías exhibieron en 2017, del 3,4%, donde las pérdidas de dinamismo de Honduras, Nicaragua y, en menor medida, Panamá son contrarrestadas por la aceleración de la República Dominicana. Por su parte, en México la tasa de crecimiento aumentará dos décimas y pasará del 2,0% registrado en 2017 a un 2,2% en 2018. En Centroamérica y México existirá una recomposición de los componentes de la demanda agregada que explican el crecimiento, pues mientras el consumo privado continuará siendo su principal componente y no perdería fuerza, registrando un crecimiento del 3,3% en 2018, la contribución de la inversión sería nula y la de las exportaciones de bienes y servicios sería mayor (véase el gráfico I.56). Finalmente, las economías del Caribe de habla inglesa y holandesa mostrarán una tasa de crecimiento positiva del 1,7% en 2018 tras su estancamiento (0,0%) del año anterior.

¹⁷ La subregión incluye: Costa Rica, Cuba, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

Gráfico I.56

Centroamérica^a y México: tasa de variación del PIB y contribución de los componentes de la demanda agregada al crecimiento, 2008 a 2018^b
(En porcentajes)



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

^a Incluye Costa Rica, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua y República Dominicana.

^b Las cifras de 2018 son proyecciones.

Bibliografía

- ABM-AMRO (2018), "Emerging Markets Watch – EM capital flows: Singling out the weakest links" [en línea] <https://insights.abnamro.nl/en/2018/05/emerging-markets-watch-em-capital-flows-singling-out-the-weakest-links/>.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2018), "BIS global liquidity indicators at end-December 2017" [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli1804.htm>.
- ____ (2017), "Global liquidity indicators" [en línea] <http://www.bis.org/statistics/gli.htm>.
- Capital Economics (2018a), "How will China's tariffs affect commodity markets?"; 20 de junio.
- ____ (2018b), "Latin American Economics Focus. Assessing Lat Am's vulnerability to US protectionism"; 13 de junio.
- ____ (2018c), "Global Economic Outlook. Slowdown on the horizon"; 20 de abril.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2018a), *La convergencia entre la Alianza del Pacífico y el MERCOSUR: enfrentando juntos un escenario mundial desafiante* (LC/PUB.2018/10), Santiago.
- ____ (2018b), *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe, 2018* (LC/PUB.2018/4-P), Santiago.
- ____ (2018c), *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2017* (LC/PUB.2017/28-P), Santiago, febrero.
- ____ (2017), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2017* (LC/PUB.2017/17-P), Santiago, septiembre.
- ____ (2016), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2016* (LC/G.2684-P), Santiago.
- CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) (2018), "Trade Wars: Economic impacts of US tariff increases and retaliations. An international Perspective", *CPB Background Document*, junio.
- EY (Ernst & Young) (2018), *Global Banking Outlook 2018: Pivoting toward an innovation-led strategy* [en línea] [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-banking-outlook-2018/\\$File/ey-global-banking-outlook-2018.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-banking-outlook-2018/$File/ey-global-banking-outlook-2018.pdf).
- IIF (Instituto de Finanzas Internacionales) (2018), "Capital Flows to Emerging Markets Report" [en línea] <https://www.iif.com/publications/capital-flows-emerging-markets-report>.
- OMC (Organización Mundial del Comercio) (2018), "La fortaleza del crecimiento del comercio en 2018 dependerá de las decisiones de política", *Comunicado de prensa* (Press/820) [en línea] https://www.wto.org/spanish/news_s/pres18_s/pr820_s.htm.
- OMT (Organización Mundial del Turismo) (2018), *World Tourism Barometer*, vol. 16, marzo-abril.

Evolución de la inversión en América Latina y el Caribe: hechos estilizados, determinantes y desafíos de política



Introducción

La parte II del *Estudio Económico* se centra en el análisis de la inversión en América Latina y el Caribe. Esta parte se divide en tres capítulos. En el primer capítulo, “Hechos estilizados de la evolución de la formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe de 1995 a 2017”, se analiza el comportamiento de la inversión a nivel agregado para luego centrarse en los componentes de la inversión por activo y sector, y también a nivel de empresa.

El análisis muestra que desde la década de 1990 la inversión ha registrado un aumento tendencial. La descomposición por componente revela una mayor importancia de la construcción respecto de la maquinaria y equipo, aunque este último es el componente que muestra el comportamiento más dinámico en el tiempo. Ambos hechos estilizados son positivos para la región. Una mayor inversión implica mayores oportunidades de crecimiento, a la vez que el dinamismo de la maquinaria y equipo puede generar las bases para crecer por la vía de la innovación y la productividad. En términos sectoriales se observa que, tradicionalmente, la inversión privada predomina sobre la pública y esta última ha mostrado una tendencia a la baja desde los años ochenta y en particular desde la década de 1990. Un análisis a nivel sectorial de una muestra de cuatro países de la región (Brasil, Chile, Colombia y México) revela que la inversión se concentra en la propiedad de vivienda y que no necesariamente es realizada por los sectores con mayores encadenamientos con el resto de la economía. Finalmente, el análisis muestra que la inversión está altamente concentrada en un grupo reducido de empresas.

El segundo capítulo de esta parte, “Un análisis empírico de los determinantes de la inversión”, se centra en los casos de la Argentina, Colombia y México. Los casos nacionales refuerzan las conclusiones que se derivan del análisis a nivel regional, incluido el aumento tendencial de la inversión y la mayor importancia de la construcción respecto de la maquinaria y equipo. A la vez, este segundo componente muestra un crecimiento más destacado en la década de 2000, lo que coincide con el superciclo de las materias primas.

De la misma manera, a nivel sectorial se destaca que el grueso de la inversión es privada y que la inversión pública ha mostrado una disminución desde la década de 1980. El análisis econométrico apunta a la doble causalidad entre la inversión y el PIB. La inversión no solo determina el crecimiento económico a través de un aumento de la demanda agregada (efecto multiplicador), sino que depende también del crecimiento económico (efecto acelerador). Finalmente, los estudios de caso muestran la importancia de las variables asociadas al sector externo, ya sean tasas de interés internacionales, tipo de cambio real, flujos financieros o términos de intercambio. Esto implica que para economías muy abiertas como las de América Latina y el Caribe, el desempeño de la inversión y el crecimiento se vuelve altamente dependiente de las condiciones externas. Esto se da particularmente en aquellas economías cuya estructura productiva y la composición de la inversión están marcadamente concentradas en sectores expuestos a los vaivenes de la economía internacional.

En el tercer capítulo de esta parte, “Hechos estilizados y principales determinantes de la inversión: un análisis de países seleccionados de América Latina y el Caribe”, se repasan las características más importantes del ciclo de la inversión, para luego examinar los determinantes de la inversión a nivel macroeconómico y microeconómico.

En el capítulo se explica que el impulso que registra la inversión en la década de 1990 y, sobre todo, en la década de 2000, se explica, en parte, por las características del ciclo. En América Latina y el Caribe, el ciclo de la inversión es más corto que el ciclo del PIB. Además, la inversión tiende a experimentar contracciones que son más

intensas que las del PIB y también que las de otros componentes de la demanda agregada. En términos de composición por activos, la construcción es el componente que muestra las contracciones más fuertes y duraderas, con excepción del episodio de la crisis financiera mundial. Así, sesgar la composición de la inversión hacia una mayor proporción de la maquinaria y equipo no solo podría contribuir a aumentar la productividad, sino que además podría disminuir, en parte, la volatilidad que muestra la inversión a lo largo del tiempo.

El análisis econométrico refuerza el hecho de que en las economías de la región que son de mayor tamaño y que tienen una estructura productiva más diversificada, el principio de aceleración desempeña un papel importante en la determinación de la evolución de la inversión. En cambio, en las economías de tamaño mediano, si bien el acelerador no deja de ser relevante, otros factores, en gran parte asociados al sector externo, en conjunción con las políticas monetarias internas, tienen un poder explicativo más importante.

En el capítulo también se argumenta que la inversión no solo depende de variables macroeconómicas, sino que también está determinada por variables microeconómicas y de la situación particular de una empresa o un conjunto de empresas en un sector y en un contexto determinado, que se evalúa por sus hojas de balance y estado de situación financiera. Esto permite no solo prestar atención a la dimensión microeconómica de la inversión, sino también mostrar que las condiciones financieras son un componente fundamental para explicar el comportamiento de la inversión en el tiempo. En el capítulo se ilustra este punto demostrando que, más allá de un determinado umbral de apalancamiento (deuda sobre patrimonio), se observa una relación negativa entre el flujo de caja y el gasto en inversión, lo que indica que las empresas emplean la liquidez como margen de seguridad más que como vehículo de inversión. Así, puede afirmarse que las mejores condiciones de financiamiento no necesariamente implican una mayor inversión. Todo depende del estado y las características de las hojas de balance y los estados de situación financiera de las empresas. Este análisis debería permitir profundizar en los efectos de la política monetaria y del sistema financiero en la inversión y los canales de transmisión hacia la economía real.

Hechos estilizados de la evolución de la formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe de 1995 a 2017

Introducción

- A. La evolución de la inversión en su conjunto muestra un aumento tendencial de esta en el período 1995-2017
- B. El aumento tendencial de la inversión se explica por el desempeño de la maquinaria y equipo, que es su componente más dinámico
- C. El avance de la maquinaria y equipo no ha logrado contrarrestar la importancia de la construcción como principal componente de la inversión, ni a nivel agregado ni a escala sectorial
- D. Los sectores con mayor peso en la inversión suelen tener un encadenamiento bajo con el resto de la economía
- E. En el análisis de la inversión por país a nivel de empresas se obtiene el mismo patrón que a nivel agregado y sectorial, y se observa que la generación de inversión está muy concentrada

F. Conclusiones

Bibliografía

Anexo II.A1



Introducción

Al analizar cómo ha evolucionado la formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe desde mediados de los años noventa, se observa una trayectoria positiva. En su conjunto, en América Latina y el Caribe se ha realizado un esfuerzo inversor que supera el de otras regiones en cuanto al nivel de gasto en inversión. Esto ha permitido cerrar las brechas de inversión en términos del PIB que la región tenía con otras del mundo.

Pese a estos progresos, la manera en que se compone la inversión no es óptima, ya que esta sigue sesgada hacia la construcción, que es el componente que más pesa en el total de la formación bruta de capital fijo y el que tiene menor impacto en la productividad. Este último hecho estilizado se observa a nivel agregado y se mantiene en el plano de los sectores de actividad económica y de las empresas.

A nivel sectorial, un análisis de cuatro países de la región —Brasil, Chile, Colombia y México— correspondiente al período 1995-2014 muestra que, en la formación bruta de capital fijo, el grueso del esfuerzo inversor se concentra en la construcción. En los sectores que tienen una elevada participación en la formación bruta de capital fijo, entre ellos, los servicios comunales y personales, la minería, el transporte, y la electricidad y el agua, el esfuerzo inversor también se concentra en la construcción.

Un segundo resultado del análisis de la inversión a escala sectorial es que algunos de los sectores de mayor peso tienen un bajo encadenamiento con el resto de los sectores productivos. Un ejemplo de esto es el caso de los recursos naturales, que tienen un papel preponderante en el comportamiento de la inversión en algunos países.

Un tercer resultado del análisis demuestra que el patrón de comportamiento de la inversión a nivel macroeconómico y sectorial se reproduce en el plano microeconómico. Se hizo un análisis más detallado considerando una muestra de 2.228 empresas de la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú en el período 2008-2016, y se llegó a las mismas conclusiones: el componente de la construcción predomina sobre el de la maquinaria y equipo, y la inversión se concentra en actividades cuyo encadenamiento con el resto de la economía es bajo.

A estos tres hechos estilizados hay que añadir que la inversión está muy concentrada. Los resultados indican que el 1%, el 5% y el 10% de las empresas concentran en promedio el 25%, el 55% y el 69% del gasto en inversión de largo plazo.

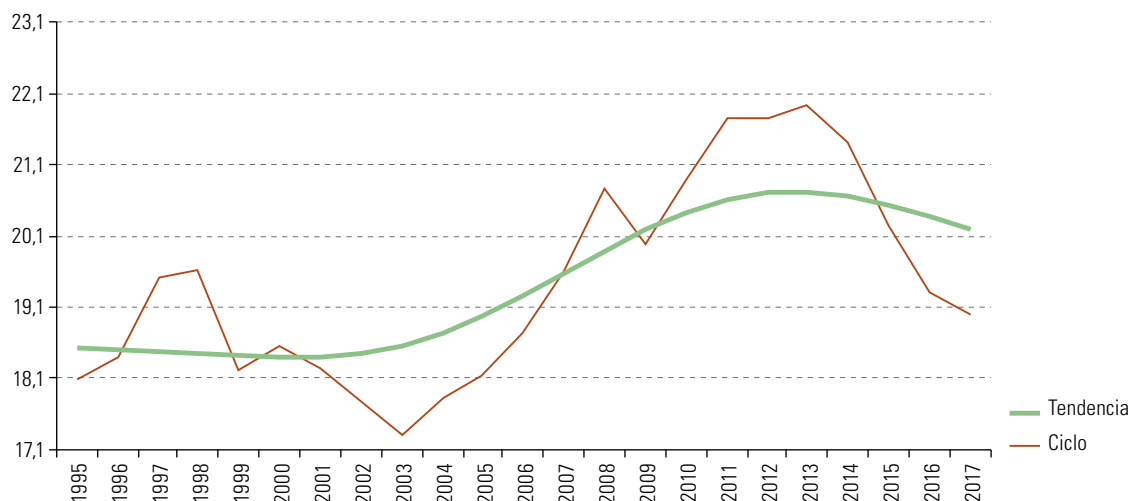
Este capítulo se divide en seis secciones. En la primera sección se describe cómo evolucionó la inversión a nivel agregado en el período 1995-2017. En la segunda sección se examina la inversión descompuesta por tipo de activo (construcción, y maquinaria y equipo). En la tercera sección se hace una primera aproximación al comportamiento de la inversión a nivel agregado y sectorial. En la cuarta sección se profundiza en este análisis considerando el país, el sector y la descomposición por maquinaria y equipo. En la quinta sección se presenta un análisis aún más detallado de la inversión a nivel de las empresas, considerando una muestra de 2.228 unidades productivas. Por último, en la sexta sección se resumen las conclusiones principales.

A. La evolución de la inversión en su conjunto muestra un aumento tendencial de esta en el período 1995-2017

Al analizar cómo evolucionó la formación bruta de capital fijo en el período 1995-2017, se advierte un aumento tendencial del esfuerzo inversor de América Latina y el Caribe. En este período, la formación bruta de capital fijo aumentó del 18,5% al 20,2% como proporción del PIB (véase el gráfico II.1). Esta alza refleja las características de los ciclos económicos en este período.

Gráfico II.1

América Latina y el Caribe: evolución de la tendencia y el ciclo de la formación bruta de capital fijo, 1995-2017 (En porcentajes del PIB)



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

Nota: La tendencia y el ciclo de la inversión se obtuvieron utilizando un filtro de Hodrick-Prescott.

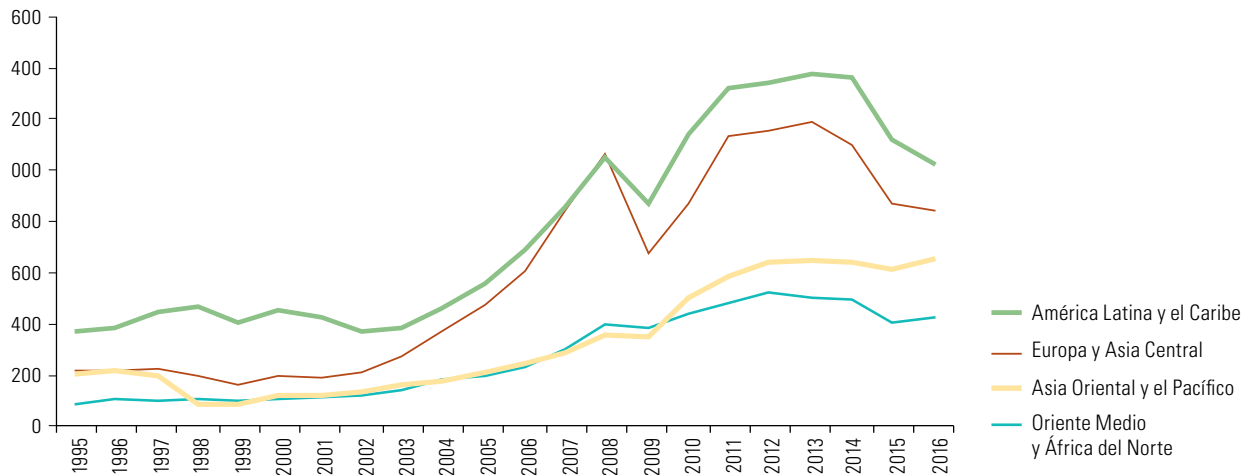
Los datos empíricos permiten distinguir tres ciclos a lo largo del período de estudio. El primero se extiende de 1995 a 2002, el segundo, de 2003 a 2008, y el tercero, de 2009 a 2016. Al comparar los tres ciclos, se observa que el mayor impulso inversor corresponde al segundo ciclo (2003-2008), que coincide con el auge del precio de las materias primas. Entre 2003 y 2008, la tasa de variación de la inversión se expandió un 10% promedio por año en términos reales.

El peor desempeño se observa en el último ciclo (2009-2016), en el cual la formación bruta de capital fijo se expandió solo un 0,94% en promedio. A este resultado contribuyeron los efectos de la crisis financiera mundial —que se dejaron sentir en la región en 2009 y provocaron una contracción de la inversión del 7,5% en dicho año— y la caída de los precios de las materias primas entre 2011 y 2015, que se asocia con una disminución de la tasa de crecimiento de la inversión del 4,3% entre 2014 y 2015.

El impulso inversor que América Latina y el Caribe ha experimentado en las dos últimas décadas se compara favorablemente con el de otras regiones en desarrollo. Un análisis comparativo del período 1995-2016 muestra que la formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe, medida en términos reales, ha tendido a situarse sistemáticamente por encima de la registrada en otras regiones en desarrollo, entre ellas Europa y Asia Central, Oriente Medio y África del Norte, y Asia Oriental y el Pacífico, con exclusión de China (véase el gráfico II.2).

Gráfico II.2

América Latina y otras regiones del mundo en desarrollo: formación bruta de capital fijo, 1995-2016
(En miles de millones de dólares en términos constantes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, World Development Indicators [base de datos en línea] <https://data.worldbank.org/products/wdi>.

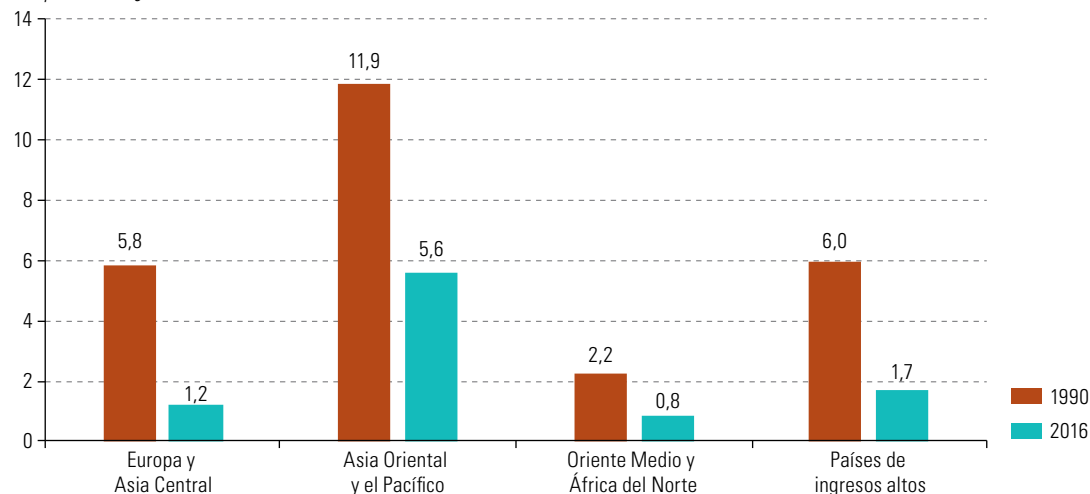
Nota: La comparación incluye solo a los países de ingresos medios y bajos. También se excluye a China de la región de Asia Oriental y el Pacífico.

En 1995 la formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe fue de 369.000 millones de dólares, tuvo un marcado aumento a partir de 2003 y, finalmente, se situó en 1 billón de dólares en 2016. Por su parte, los montos invertidos en las demás regiones fueron menores y, en 1995 y 2016, representaron, respectivamente, las siguientes cifras: Europa y Asia Central, 219.000 y 843.000 millones de dólares; Asia Oriental y el Pacífico, 202.000 y 658.000 millones de dólares, y Oriente Medio y África del Norte, 85.000 y 423.000 millones de dólares.

Este desempeño ha permitido a América Latina y el Caribe cerrar las brechas de inversión con respecto a otras regiones del mundo en desarrollo y también a los países desarrollados, a excepción de las economías que han sido las más dinámicas en materia de crecimiento en la última década, como China y la India (véase el gráfico II.3).

Gráfico II.3

Brechas de la formación bruta de capital fijo de América Latina y el Caribe con respecto a otras regiones del mundo, 1990-2016
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, World Development Indicators [base de datos en línea] <https://data.worldbank.org/products/wdi>.

Nota: Las brechas de inversión se obtienen restando la formación bruta de capital fijo en términos del PIB de América Latina y el Caribe a la de una región dada.

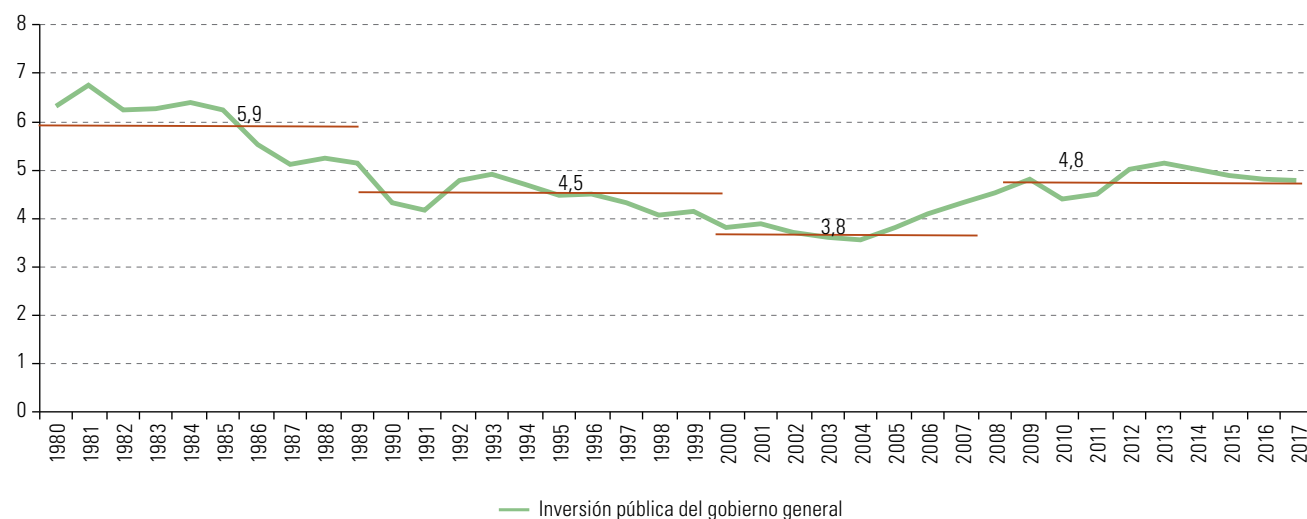
Entre 1990 y 2016, la brecha que había entre la inversión de Asia Oriental y el Pacífico, Europa y Asia Central, Oriente Medio y África del Norte y los países de ingresos altos, por un lado, y la de América Latina y el Caribe, por el otro, se redujo 6,3, 4,6, 1,4, y 2,4 puntos porcentuales del PIB, respectivamente.

En América Latina y el Caribe, la inversión es mayoritariamente privada. A nivel regional, la inversión privada representa aproximadamente el 75% de la inversión total, y la inversión pública, el porcentaje restante. El análisis de la evolución de la inversión pública en el período 1980-2017 muestra una tendencia a la baja entre 1980 y el principio de la década de 2000, y una recuperación a partir de la mitad de esta misma década.

Durante los años ochenta, la inversión pública desempeñaba un papel preponderante en la formación bruta de capital de América Latina, y alcanzó tasas cercanas al 7% del PIB a inicios de la década (véase el gráfico II.4). Como resultado, tras la crisis de la deuda, la región se vio obligada a realizar un fuerte ajuste en las cuentas públicas, que conllevó una reducción de los gastos de capital, manifestando un comportamiento procíclico. Este escenario provocó un cambio de paradigma en la política fiscal. El Estado se apartó de muchos sectores de la economía, y se inició la privatización de las empresas públicas, lo que generó una marcada caída de la inversión pública, en especial durante la década de 1990. Esta pérdida de dinamismo de la inversión tuvo repercusiones negativas sobre el crecimiento de las economías y del bienestar durante estos años. El proceso de ajuste se mantuvo hasta el inicio del auge de las materias primas, período en el que, gracias a mejoras sustanciales de los indicadores fiscales, fue posible iniciar una nueva senda de aumento del gasto de capital en la región, que alcanzó su nivel máximo en 2013.

Gráfico II.4

Inversión pública del gobierno general, 1980-2017
(En porcentajes del PIB)



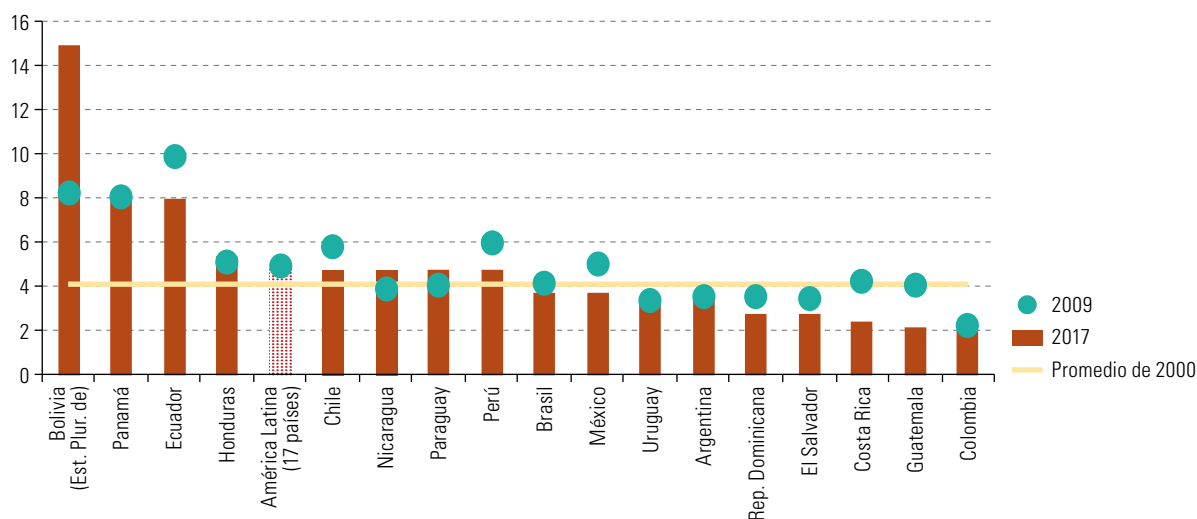
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Banco Mundial, DataBank [base de datos en línea] <http://databank.bancomundial.org/data/home.aspx>.

El nivel de inversión se ha incrementado en estos últimos años, aunque aún se encuentra muy por debajo de lo requerido por la región. El promedio simple de los gastos públicos de capital para 17 países —incluidas las empresas públicas en los países en que estas son relevantes— aumentó de 4,0 a 4,8 puntos del PIB entre 2000 y 2017 (véase el gráfico II.5). El desmejorado punto de partida ayuda a explicar

el comportamiento relativo más dinámico de la inversión; se observa una vigorosa recuperación con respecto al año 2000 en países como la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, el Ecuador, México, Panamá y el Paraguay. Otros países, como Chile, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Nicaragua y la República Dominicana, aún no han logrado recuperar el nivel de inversión que registraban en ese año.

Gráfico II.5

América Latina (17 países): inversión del sector público por país, 2000, 2009 y 2017^a
(En porcentajes del PIB)



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

^a La inversión pública se define como el gasto de capital del sector público, neto de transferencias intergubernamentales.

Si observamos la inversión pública tras la crisis de 2008 y 2009, se advierte un fuerte impulso del gasto de capital y, principalmente, un aumento de la inversión pública en infraestructura, que presentaba un marcado deterioro desde los años noventa¹. Dicho incremento se mantuvo en la mayoría de los países de la región hasta 2013-2014. Esta tendencia cambió drásticamente en 2015, debido al deterioro de las cuentas fiscales. Las presiones sobre los recursos fiscales provocaron el estancamiento y la contracción de la inversión pública, que, sin embargo, todavía son leves en muchos países de la región.

En 2017, este panorama parece mantenerse sin cambios en algunos países. En 11 de los 17 países sobre los que se dispone de información, se produjo una caída de los niveles de inversión en relación con las tasas alcanzadas en 2009. No obstante, el promedio de la región en 2017 es de un 4,8% del PIB, una cifra apuntalada principalmente por los países que aún mantienen tasas de inversión pública elevadas, como el Estado Plurinacional de Bolivia (15,0%), Panamá (8,2%), el Ecuador (8,0%) y Honduras (5,4%).

El análisis indica que el esfuerzo en inversión pública en los distintos países es heterogéneo. Sobre la base de los datos disponibles para la última década y media, los países se pueden agrupar en tres categorías según sus niveles de inversión: aquellos con tasas de inversión pública en relación con el PIB inferiores al 5% (Argentina, Brasil, México y Uruguay); aquellos con tasas situadas entre el 5% y el 7% (Chile, Costa Rica, Perú y República Dominicana) y aquellos con tasas de entre el 8% y el 10% del PIB (Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador y Panamá).

¹ Véase CEPAL, 2018, cap. III.

B. El aumento tendencial de la inversión se explica por el desempeño de la maquinaria y equipo, que es su componente más dinámico

Si se descompone la formación bruta de capital fijo por activo de construcción (incluida la construcción residencial y la no residencial) y de maquinaria y equipo, se observa que, si bien el primer componente es el que mayor peso relativo tiene en la inversión y respecto del PIB (véase el cuadro II.1), el segundo componente es el más dinámico. En el período 1993-2016, la construcción representó, en promedio, el 67,5% de la inversión total (el 12% en relación con el PIB). A su vez, esta se dividió prácticamente por igual entre la construcción residencial y la no residencial (30,9% y 36,6% en el período 1995-2015, respectivamente). Por su parte, la maquinaria y equipo representó el 32,4%.

Cuadro II.1

América Latina y Estados Unidos: componentes de la formación bruta de capital fijo, 1995-2016 (En porcentajes del PIB, porcentajes del total de la inversión y tasas de variación)

	1995-2003	2004-2009	2010-2016	1995-2016
América Latina				
Porcentajes del PIB				
Construcción no residencial	7,5	6,4	7,2	7,1
Construcción residencial	6,2	6,1	5,7	6,0
Total de la construcción	13,7	12,5	12,9	13,1
Maquinaria y equipo	4,7	6,7	8,1	6,3
Porcentajes del total de la inversión				
Construcción no residencial	40,8	33,3	34,3	36,6
Construcción residencial	33,7	31,8	27,1	30,9
Total de la construcción	74,5	65,1	61,4	67,5
Maquinaria y equipo	25,5	34,9	38,6	32,5
Tasas de variación				
Construcción no residencial	-0,4	6,5	0,7	1,9
Construcción residencial	1,5	3,9	0,5	1,8
Total de la construcción	0,4	5,2	0,5	1,8
Maquinaria y equipo	7,7	8,1	4,3	6,7
Estados Unidos				
Porcentajes del total de la inversión				
Construcción no residencial	15,8	17,7	17,9	17,2
Construcción residencial	26,5	28,1	20,1	24,6
Total de la construcción	42,3	45,8	38,0	41,7
Maquinaria y equipo	57,7	54,2	62,0	58,3

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos oficiales y cifras de la Oficina de Análisis Económicos de los Estados Unidos.

Nota: La inversión no residencial se compone de estructuras no residenciales e infraestructura, mientras que maquinaria y equipos se compone de equipo de transporte, equipo computacional, equipos de comunicación, productos de la agricultura y forestales y otra maquinaria y equipos.

Aunque la construcción es el componente más importante de la inversión, la maquinaria y equipo es su componente más dinámico. Entre el primer y el último período considerado (1995-2003 y 2010-2016), la maquinaria y equipo pasó de representar el 4,7% del PIB a representar el 8,1%. Por el contrario, el peso de la construcción en el PIB ha tendido a disminuir: pasó del 13,7% al 12,9% en los mismos períodos. De igual manera, si el desempeño se examina desde otra óptica, a lo largo del período 1995-2016 la maquinaria y equipo registra una tasa de crecimiento muy superior a la de la construcción: en los períodos 1995-2003, 2004-2009 y 2010-2016, la tasa de variación de la maquinaria y equipo fue del 7,7%, el 8,1% y el 4,3%, mientras que la de la construcción fue del 0,4%, el 5,2% y el 0,5%, respectivamente.

El mayor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo se ha traducido en un aumento de la participación de este rubro frente a la de la construcción. Entre 1995 y 2016, la participación de la inversión en maquinaria y equipo aumentó del 22% al 40% del total.

En términos comparativos, el coeficiente de inversión en maquinaria y equipo de América Latina se sitúa por debajo del de otras regiones o países. Los datos de países desarrollados como los Estados Unidos muestran que la participación de la inversión en maquinaria y equipo casi duplica la registrada en la región (véase el cuadro II.1)².

El aumento de la participación de la maquinaria y equipo es un hecho estilizado positivo para la región, ya que implica incorporar mayor contenido tecnológico. La nueva maquinaria y equipo tiende a ser más productiva que la existente. Además, invertir en este rubro es más productivo que hacer otros tipos de inversión, como es el caso de la formación bruta de capital fijo en construcción (Di Bella y Cerisola, 2009). En este sentido, la inversión en maquinaria y equipo es la que más puede contribuir al crecimiento de la economía.

² Estos cálculos provienen de la Oficina de Análisis Económicos de los Estados Unidos. Los datos disponibles de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) muestran un patrón similar. Véase OCDE (2018).

C. El avance de la maquinaria y equipo no ha logrado contrarrestar la importancia de la construcción como principal componente de la inversión, ni a nivel agregado ni a escala sectorial

El análisis más detallado de la formación bruta de capital fijo en cuanto a su composición sectorial a nivel de país y por activo muestra que el grueso de la inversión se concentra en sectores ligados a la construcción. En el cuadro II.2 se presenta dicho análisis en relación con cuatro países de América Latina —Brasil, Chile, Colombia y México— en el período 1995-2004, de acuerdo con la base de datos LA-KLEMS³.

A nivel sectorial, el sector propiedad de vivienda constituye la principal fuente de generación de inversión en los países considerados. Según los datos disponibles para el período 1995-2014, este sector representa, en promedio, el 33% de la inversión total (la suma de construcción y maquinaria y equipo) en el caso del Brasil, el 25% en los casos de Chile y de Colombia, y el 31% en el de México.

En términos de activos, como ocurre a nivel agregado de la región, se invierte más en construcción que en maquinaria y equipo. En promedio, la inversión en construcción representa el 13,5%, el 13,2%, el 9,7% y el 12,4% del PIB en el Brasil, Chile, Colombia y México, respectivamente. Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo se sitúa en el 5,2%, el 6,3%, el 10,0% y el 7,0% del PIB en los mismos países.

Aparte de la propiedad de la vivienda, un segundo sector que tiene una participación importante en la inversión total es el de los servicios comunales, sociales y empresariales. Para el período 1975-2014, este sector representó el 19%, el 15%, el 13% y el 14% en los casos del Brasil, Chile, Colombia y México, respectivamente. A nivel de los activos, en este sector también predomina la construcción sobre la maquinaria y equipo en los casos del Brasil, Chile y México (85%, 81% y 85% del total de la inversión por tipo de activo, respectivamente).

El análisis a nivel más detallado por país muestra que, en los casos de Chile y Colombia, los sectores ligados a la construcción son los que más atraen la inversión. En el caso de Chile, los datos disponibles de 2014 y el período 1975-2015 indican que el sector minero representa, en promedio, el 25% y el 16% de la inversión total. En el caso de Colombia, la inversión se explica tanto por el sector manufacturero como por el minero (el 9,0% y el 8,5% del total). El mismo patrón se registra en los otros sectores que resaltan por su importancia, entre ellos la electricidad, el gas y el agua (Colombia, Brasil y Chile), el transporte (Chile) y el comercio (Chile y México).

La industria manufacturera, en cuyo caso el peso de la maquinaria y equipo es mayor que el de la construcción, solo representa una parte importante de la inversión en el Brasil y México. En ambos casos, la inversión en el sector de la manufactura representa alrededor del 20% del total (el 3,9% del PIB). Asimismo, como ocurre a nivel agregado, en el sector de la manufactura la inversión en maquinaria y equipo tiende a superar a la que se hace en construcción. La primera representa el 52% y el 73% del total de la inversión en manufactura en el Brasil y México, respectivamente.

³ La base de datos LA-KLEMS fue impulsada, en primer lugar, por la CEPAL y, posteriormente, por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Se basa en la metodología denominada KLEMS —capital (K), trabajo (L), energía (E), materiales (M) y servicios (S)—, que se ha convertido en una herramienta fundamental en el análisis de los determinantes del crecimiento económico, desde la perspectiva teórica centrada en la evolución de la oferta y la productividad. Dicha metodología forma parte de la iniciativa WORLD KLEMS, promovida, especialmente, por Dale W. Jorgenson (véase Jorgenson, Fukao y Timmer, 2016). Se cuenta con plataformas estadísticas que ayudan a cuantificar la contribución de los factores de la producción y de la productividad total de los factores al crecimiento económico, tanto a nivel agregado para diversas economías como desagregado en 67 grupos de subsectores (Hofman y otros, 2017). Un punto esencial del proyecto es que sus procedimientos, utilizados por los bancos centrales o institutos estadísticos nacionales responsables en la materia, siguen la misma metodología, a fin de garantizar que los conceptos sean coherentes y homogéneos en los distintos países y que los resultados referidos a la contabilidad del crecimiento sean comparables a nivel internacional. El desarrollo de la base de datos LA-KLEMS (www.laklems.net) ha cobrado particular importancia en un contexto en el que el crecimiento económico en América Latina ha sufrido cambios estructurales en las últimas dos décadas. Ha abierto el camino para investigar el peso de diferentes factores explicativos de la divergencia o la convergencia de la productividad y el dinamismo del crecimiento económico de América Latina frente a otras economías en diversas regiones que también cuentan con la metodología KLEMS para la contabilidad del crecimiento (EU KLEMS, LA-KLEMS y Asia KLEMS). Las bases de datos KLEMS están construidas de manera que pueda contabilizarse la productividad total de los factores y medir su contribución respectiva al crecimiento económico.

Cuadro II.2 Brasil, Chile, Colombia y México: descomposición de la formación bruta de capital por sector de actividad económica y por activo, 1995 y 2014
(En porcentajes del PIB)

Sector de actividad económica	Brasil					Chile				
	Construcción	Maquinaria y equipo	Total	Participación de la construcción en el total	Participación de la maquinaria y equipo en el total	Construcción	Maquinaria y equipo	Total	Participación de la construcción en el total	Participación de la maquinaria y equipo en el total
Agropecuaria, silvícola y pesca	0,00	1,43	1,43	0,00	100,00	0,38	0,19	0,57	66,46	33,54
Minería	0,08	0,36	0,45	18,22	81,78	2,32	0,83	3,15	73,78	26,22
Industria manufacturera	1,80	1,93	3,73	48,18	51,82	0,42	1,19	1,61	26,00	74,00
Alimentario, bebidas y tabaco	0,46	0,54	1,01	46,05	53,95					
Textil, prendas de vestir y cuero	0,08	0,14	0,22	37,67	62,33					
Maderas y muebles	0,04	0,01	0,05	83,03	16,97					
Papel e imprentas	0,12	0,13	0,25	48,48	51,52					
Química, petróleo, caucho y plástico	0,35	0,53	0,88	39,92	60,08					
Fabricación de minerales no metálicos metálica básica	0,25	0,09	0,34	72,94	27,06					
Productos metálicos, maquinaria y equipos y resto	0,49	0,49	0,98	49,89	50,11					
Electricidad, gas y agua	1,37	0,05	1,42	96,54	3,46	0,95	0,43	1,38	68,66	31,34
Construcción	0,17	0,46	0,63	26,68	73,32	0,05	0,59	0,64	7,33	92,67
Comercio, restaurantes y hoteles	0,73	0,13	0,86	84,83	15,17	0,57	0,25	0,82	69,24	30,76
Transporte	0,06	0,05	0,11	53,99	46,01	0,93	1,62	2,54	36,44	63,56
Comunicaciones	0,01	0,16	0,17	5,41	94,59					
Servicios financieros y empresariales	0,08	0,14	0,21	36,07	63,93	0,39	0,58	0,97	39,97	60,03
Propiedad de vivienda	6,24	0,00	6,24	100,00	0,00	4,79	0,00	4,79	100,00	0,00
Servicios comunales, sociales y personales	2,99	0,53	3,52	85,04	14,96	2,37	0,56	2,94	80,80	19,20
Total	13,52	5,24	18,76	72,06	27,94	13,16	6,25	19,41	67,80	32,20

Cuadro II.2 (conclusión)

Sector de actividad económica	Colombia				México					
	Construcción	Maquinaria y equipo	Total	Participación de la construcción en el total	Participación de la maquinaria y equipo en el total	Construcción	Maquinaria y equipo	Total	Participación de la construcción en el total	Participación de la maquinaria y equipo en el total
Agropecuaria, silvícola y pesca	0,13	0,71	0,84	15,03	84,97	0,46	0,16	0,63	73,83	26,17
Minería	1,06	1,17	2,23	47,49	52,51	0,96	1,08	2,04	47,02	52,98
Industria manufacturera	0,67	1,73	2,39	27,87	72,13	1,06	2,86	3,91	26,97	73,03
Alimentario, bebidas y tabaco	0,22	0,62	0,83	25,94	74,06	0,20	0,27	0,47	42,13	57,87
Textil, prendas de vestir y cuero	0,07	0,17	0,24	30,63	69,37	0,03	0,05	0,08	36,53	63,47
Maderas y muebles	0,02	0,04	0,07	36,04	63,96	0,01	0,02	0,03	35,24	64,76
Papel e imprentas	0,03	0,06	0,09	33,20	66,80	0,03	0,07	0,10	31,38	68,62
Química, petróleo, caucho y plástico	0,09	0,29	0,38	23,34	76,66	0,37	0,38	0,75	48,93	51,07
Fabricación de minerales no metálicos y metálica básica	0,07	0,25	0,32	20,49	79,51	0,06	0,14	0,19	29,70	70,30
Productos metálicos, maquinaria y equipos y resto	0,17	0,29	0,46	36,42	63,58	0,36	1,93	2,29	15,77	84,23
Electricidad, gas y agua	1,30	0,23	1,53	84,67	15,33	0,44	0,06	0,50	88,10	11,90
Construcción	0,06	0,22	0,29	22,36	77,64	0,03	0,18	0,21	16,39	83,61
Comercio, restaurantes y hoteles	0,10	1,09	1,20	8,72	91,28	1,00	1,06	2,06	48,51	51,49
Transporte	0,07	1,67	1,74	3,96	96,04	0,34	0,58	0,93	37,08	62,92
Comunicaciones	0,12	1,52	1,65	7,57	92,43	0,11	0,25	0,35	30,03	69,97
Servicios financieros y empresariales	0,07	0,16	0,24	31,51	68,49	0,49	0,32	0,81	60,07	39,93
Propiedad de vivienda	4,90	0,00	4,90	100,00	0,00	6,34	0,00	6,34	100,00	0,00
Servicios comunales, sociales y personales	1,16	1,50	2,67	43,60	56,40	2,37	0,41	2,78	85,29	14,71
Total	9,65	10,02	19,67	49,07	50,93	13,59	6,96	20,55	66,14	33,86

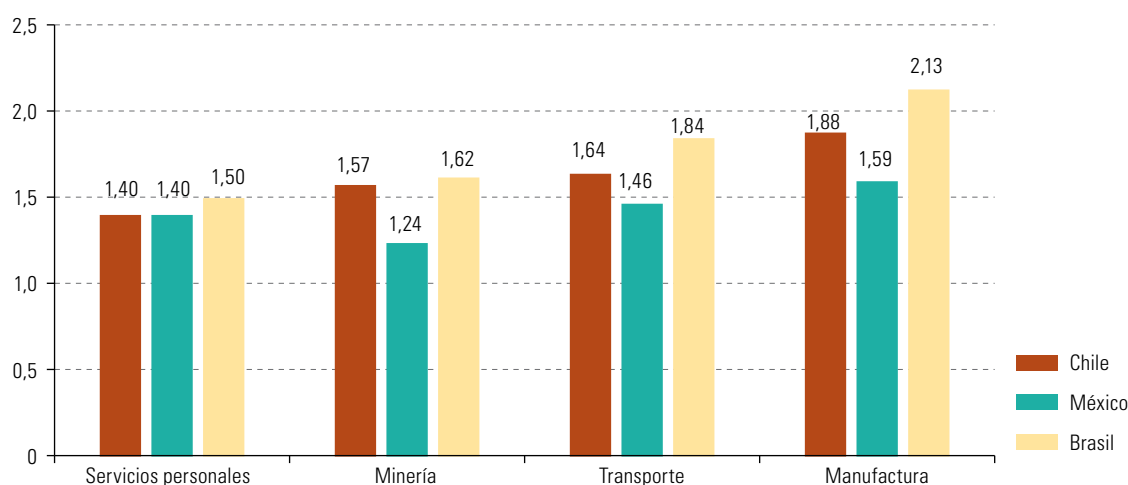
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de A. Hofman y otros, "Crecimiento económico y productividad en Latinoamérica: el proyecto LA-KLEMS", *El Trimestre Económico*, vol. LXXXIV (2), N° 334, abril-junio de 2017.

D. Los sectores con mayor peso en la inversión suelen tener un encadenamiento bajo con el resto de la economía

Un análisis del potencial de encadenamiento por sector en el que se utilizan los coeficientes directos e indirectos del enfoque matricial de Leontief muestra que los sectores más importantes en cuanto a la inversión no siempre son los que tienen mayor impacto por su encadenamiento con otros sectores productivos (véanse el gráfico II.6 y una explicación de los coeficientes de Leontief en el anexo II.A1).

Gráfico II.6

Brasil, Chile y México: coeficientes de encadenamiento derivados de la matriz de Leontief



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

En el caso del Brasil, los coeficientes de encadenamiento de los servicios personales, la minería, el transporte y la industria manufacturera se sitúan en 1,5, 1,62, 1,84 y 2,13, respectivamente. En otras palabras, si el gasto en inversión en el sector minero aumenta el 1%, se genera un aumento del 1,62% en el producto de dicho sector. En el caso de la manufactura, un aumento del 1% genera un incremento del 2,13% en el producto total.

En el caso de Chile, los coeficientes de encadenamiento de los servicios personales, la minería, el transporte y la industria manufacturera, que tienen un peso importante en la formación bruta de capital fijo, se sitúan en 1,40, 1,57, 1,64, y 1,88, respectivamente. Es decir que un aumento del 1% en el gasto en inversión en el sector de los servicios personales genera un aumento del 1,4% en el producto de ese sector. En cambio, en el caso de la manufactura, un aumento del 1% genera un incremento del 1,88% en el producto total.

Finalmente, en el caso de México se repite un fenómeno similar. Los coeficientes de encadenamiento de los servicios personales, la minería, el transporte y la industria manufacturera se sitúan en 1,40, 1,24, 1,46 y 1,59, respectivamente. Es decir, un aumento del 1% en el gasto de inversión en el sector de transporte genera un aumento del 1,46% en el producto de dicho sector. En cuanto a la manufactura, un aumento del 1% genera un incremento del 1,59% en el producto total.

E. En el análisis de la inversión por país a nivel de empresas se obtiene el mismo patrón que a nivel agregado y sectorial, y se observa que la generación de inversión está muy concentrada

El análisis de la formación bruta de capital fijo a nivel sectorial se complementó con un análisis a nivel de empresas. Se utilizó la base de datos de Bloomberg y se obtuvo una muestra de 2.228 empresas de seis países de la región: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú (véase el recuadro II.1). Este grupo de empresas es el que cotiza en bolsa y el que por su tamaño e importancia puede explicar una parte significativa de la formación bruta de capital fijo en los países considerados.

Recuadro II.1

Descripción de la muestra de empresas y la base de datos

La base de datos utilizada contiene información de 2.228 empresas de seis países de la región: 153 de la Argentina, 1.274 del Brasil, 279 de Chile, 92 de Colombia, 227 de México y 203 del Perú. Los datos se obtuvieron de Bloomberg y provienen de los informes de los estados de resultados de las distintas empresas al final de cada año. Lo anterior implica que solo hay información de empresas que se transan en el mercado de capitales y cuyos resultados correspondientes a los años respectivos se hacen públicos.

La base de datos está construida en formato panel, es decir, hay datos de las mismas empresas en relación con los años comprendidos entre 2008 y 2016. La base contiene información del emisor de la acción, el nombre de la empresa, el país, el *ticker* (que es el código asociado de Bloomberg), el sector y el subsector industrial en que opera, según la clasificación industrial Industry Classification Benchmark (ICB). Entre las variables que se pueden encontrar en la base se encuentran las siguientes: el rendimiento del capital (*return on equity* (ROE)), el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA), el total de activos, el total de la deuda, los activos tangibles, el efectivo y equivalentes de efectivo, y otras.

A los efectos de este estudio, interesa una variable específica que es la de los activos fijos tangibles, que representa la inversión de largo plazo que hace una empresa en un año determinado. Esta variable, a su vez, se puede desagregar en dos componentes: activos fijos netos o propiedad, planta y equipos, e inversiones de largo plazo y otros créditos.

De acuerdo con la información que se obtiene de Bloomberg, los activos fijos netos se definen como los activos fijos brutos menos los montos de la depreciación acumulada. Comprenden los activos de naturaleza permanente que se necesitan para las operaciones normales de la empresa y que no suelen convertirse en efectivo durante el ejercicio fiscal de reconocimiento. Pueden incluir propiedades de inversión, si la empresa las desglosa en los activos fijos netos, además de activos fijos intangibles, como servidumbres de paso y derechos sobre terrenos.

En cuanto a la variable correspondiente a las inversiones de largo plazo, Bloomberg la define como las inversiones mantenidas al costo o al valor de mercado, cuyo propósito es únicamente la inversión. Incluye el valor de rescate en efectivo de las pólizas de seguros de vida, las inversiones de préstamos a largo plazo, las cuentas por cobrar de operaciones a largo plazo y las cuentas por cobrar que generan intereses a largo plazo, los instrumentos disponibles para la venta y que se mantienen hasta su madurez clasificados como de largo plazo, los instrumentos (con una madurez mayor que un año) que generan intereses de las empresas relacionadas, las inversiones en subsidiarias no consolidadas, o las inversiones asociadas o relacionadas que se valúan al costo.

En el caso de las empresas no inmobiliarias, las propiedades de inversión se incluyen en las inversiones de largo plazo, a menos que la empresa las clasifique como activos fijos netos. En lo que respecta a las empresas inmobiliarias, las propiedades de inversión están incluidas en los activos fijos netos. Se excluyen las membresías de clubes y bolsas.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Bloomberg.

Los resultados muestran que, a nivel de las empresas, la inversión se concentra en sectores ligados a los recursos naturales (minería y energía), la electricidad, las comunicaciones, la construcción y los materiales, y las manufacturas de alimentos. Los sectores de los recursos naturales representan, en promedio, el 42% de la inversión total que realizó el conjunto de la muestra considerada de empresas en los seis países. Por su parte, los sectores de la electricidad, las comunicaciones, la construcción y la manufactura representan el 14%, el 7%, el 7% y el 5% del total. Con respecto a cada país en particular, los datos indican que, en el período 2010-2016, el 71,2% de la inversión de largo plazo en la Argentina se concentró en los sectores de gas y petróleo, electricidad y alimentos. En el Brasil, los sectores de gas y petróleo, metales industriales y telecomunicaciones representaron el 54,2% del total. En Chile, la electricidad, los metales industriales y la silvicultura y papel tuvieron una participación del 49,9%. En el caso de Colombia, los sectores de gas y petróleo, electricidad y construcción y materiales representaron el 82% de la inversión total. En México, los principales sectores que capturaron el esfuerzo inversor (48,7% del total) fueron electricidad, telecomunicaciones y metales industriales y minería. Por último, en el Perú, metales industriales y minería, electricidad y alimentos constituyeron el 53,8% de la inversión (véase el cuadro II.3).

Cuadro II.3

Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: inversión de largo plazo por sector, 2008-2016^a

(En porcentajes)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio 2010-2016
Argentina										
Productores de gas y petróleo	43,5	41,7	41,4	51,8	49,1	54,4	58,6	62,4	54,7	53,2
Electricidad	13,1	13,3	12,9	11,3	11,3	10,3	10,2	10,0	11,2	11,0
Productores de alimentos	3,6	6,2	6,3	7,0	7,7	6,8	5,8	5,0	15,0	7,6
Telecomunicaciones móviles	8,3	8,6	8,6	6,8	8,2	7,7	7,0	6,2	5,5	7,1
Metales industriales y minería	8,2	8,0	7,5	5,5	5,5	4,8	3,8	3,3	2,5	4,7
Otros	23,3	22,2	23,2	17,7	18,1	15,9	14,6	13,2	11,1	16,2
Brasil										
Productores de gas y petróleo	18,4	20,2	20,5	21,5	23,7	27,5	28,2	26,1	26,3	24,8
Metales industriales y minería	17,0	16,4	19,9	19,1	19,5	19,8	19,4	17,9	17,2	19,0
Telecomunicaciones de línea fija	8,1	8,5	10,2	9,6	9,3	9,8	10,2	12,0	11,6	10,4
Electricidad	23,7	16,4	14,0	13,2	9,5	9,3	8,2	7,2	7,8	9,9
Productores de alimentos	4,1	5,8	6,4	6,7	6,0	5,5	5,7	6,2	6,3	6,1
Transporte industrial	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	4,1	3,8	4,6	4,7	3,9
Productos químicos	3,0	2,8	3,2	3,2	2,9	3,1	2,9	3,2	3,1	3,1
Otros	22,8	26,7	22,4	23,3	25,5	20,9	21,6	22,8	23,0	22,8
Chile										
Electricidad	27,5	27,7	27,2	24,9	24,1	23,2	24,4	23,7	23,2	24,4
Metales industriales y minería	12,2	11,5	11,3	11,9	12,5	14,6	15,3	16,3	16,1	14,0
Silvicultura y papel	8,8	11,5	10,3	10,4	11,1	11,5	12,1	12,7	12,1	11,5
Productores de gas y petróleo	8,4	7,7	7,2	7,5	7,3	7,1	7,0	7,1	7,2	7,2
Gas, agua y otras utilidades	5,2	5,2	5,1	6,3	6,1	6,2	5,7	5,0	5,6	5,7
Minoristas de alimentos y medicamentos	5,3	5,0	5,2	5,8	6,2	5,6	5,0	4,4	4,4	5,2
Otros	32,6	31,4	33,7	33,1	32,7	31,9	30,4	30,7	31,5	32,0

Cuadro II.3 (conclusión)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio 2010-2016
Colombia										
Productores de gas y petróleo	28,7	28,1	33,1	40,8	40,3	39,2	38,1	30,5	26,3	35,5
Electricidad	42,8	41,2	29,4	24,0	27,0	30,7	29,2	29,5	34,2	29,1
Construcción y materiales	9,7	9,3	17,5	19,6	15,7	14,5	19,0	18,9	19,7	17,8
Minoristas de alimentos y medicamentos	4,2	4,4	3,9	4,1	3,3	3,0	1,5	6,3	5,8	4,0
Telecomunicaciones de línea fija	0,9	0,7	4,7	4,6	3,2	3,0	2,7	2,9	2,5	3,4
Otros	13,8	16,2	11,5	6,9	10,4	9,6	9,6	12,0	11,5	10,2
México										
Electricidad	18,9	19,1	20,0	21,1	21,4	23,9	23,1	22,7	22,1	22,0
Telecomunicaciones móviles	12,0	16,9	16,5	16,7	17,0	16,2	18,2	16,9	16,8	16,9
Metales industriales y minería	9,4	9,4	9,4	8,9	9,0	9,6	10,3	10,9	10,8	9,8
Construcción y materiales	13,8	11,8	10,9	9,8	9,3	8,7	8,5	8,3	7,8	9,1
Minoristas generales	8,2	7,9	8,7	8,5	8,6	9,1	8,8	8,3	8,1	8,6
Telecomunicaciones de línea fija	11,8	11,8	11,2	10,9	9,9	7,5	5,3	5,6	6,8	8,2
Otros	26,0	23,2	23,3	24,3	24,7	25,0	25,7	27,3	27,7	25,4
Perú										
Metales industriales y minería	35,3	31,9	29,6	27,6	26,1	29,5	31,6	34,2	34,3	30,4
Electricidad	21,2	18,9	17,5	16,7	14,6	13,6	12,6	11,7	12,4	14,1
Productores de alimentos	10,4	9,8	10,8	10,3	9,6	9,5	8,9	8,8	7,5	9,3
Productores de gas y petróleo	1,2	6,4	6,5	3,2	11,0	10,1	9,6	10,3	10,8	8,8
Construcción y materiales	4,6	5,5	6,7	9,3	8,3	8,5	8,5	8,1	7,9	8,2
Telecomunicaciones de línea fija	8,5	7,7	7,1	6,5	5,3	4,9	4,5	4,2	4,2	5,2
Otros	18,8	19,8	21,9	26,4	25,2	23,9	24,5	22,7	22,9	23,7

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Bloomberg.

^a Según la clasificación de sectores Industry Classification Benchmark (ICB).

Cuadro II.4

Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: concentración promedio de la inversión de largo plazo a nivel de las empresas, 2008-2016

(En número)

País	Total de empresas	Empresas correspondientes al primer percentil (1%)	Empresas correspondientes al segundo percentil (5%)	Empresas correspondientes al tercer percentil (10%)
Argentina	156	2	8	16
Brasil	1 281	13	64	128
Chile	279	3	14	28
Colombia	92	1	5	9
México	228	2	11	23
Perú	205	2	10	21
Total	2 241	22	112	224

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Bloomberg.

Aparte del hecho de que la inversión se concentra en la construcción y los sectores con menor intensidad en maquinaria y equipo y en algunos sectores que muestran bajos encadenamientos, los datos también indican que la inversión está muy concentrada a nivel de las empresas. Para ilustrar este punto, se dividió la muestra de empresas en 100 grupos de intervalos iguales, ordenados por gasto en inversión, y se procedió a estimar el porcentaje de inversión de largo plazo que se concentraba en cada grupo. Los resultados muestran que el grueso de la inversión se concentra en los primeros tres grupos (el primer, el segundo y el tercer percentil). Así, a modo de ejemplo, en el caso de las 205 empresas del Perú, 2, 10 y 21 empresas se sitúan en el primer, segundo y tercer percentil, respectivamente.

Los resultados del período 2008-2016 con respecto al conjunto de países considerados muestran que el primer, el segundo y el tercer percentil de empresas concentran en promedio el 27,2%, el 56,7% y el 71,2% de la formación bruta de capital fijo. Los valores máximos de cada percentil se sitúan en el 34,2%, el 61,1% y el 74,2% de la inversión total (véase el cuadro II.5). Los resultados no varían sustancialmente a nivel de país (véase el gráfico II.7).

Cuadro II.5

Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: concentración promedio de la inversión de largo plazo a nivel de las empresas, clasificación por percentil, 2008-2016
(En porcentajes)

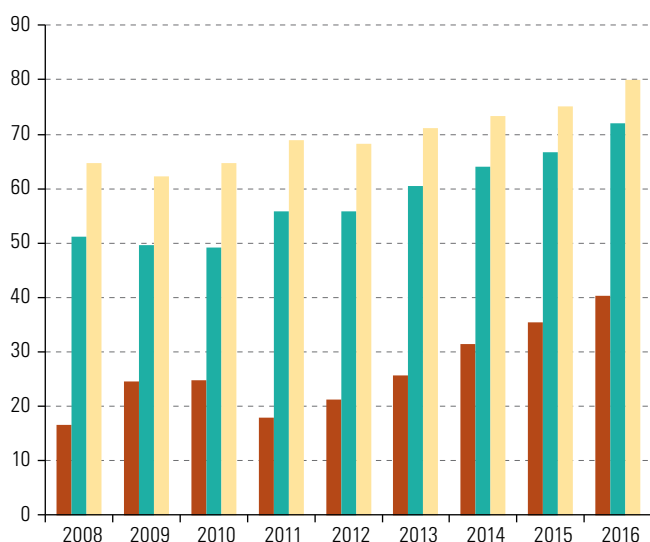
Percentil	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
Primero (1%)	25,8	25,5	24,8	22,7	23,4	25,5	30,6	32,7	34,2	27,2
Segundo (5%)	52,9	51,1	51,0	55,1	57,3	59,5	62,0	61,1	60,0	56,7
Tercero (10%)	68,3	68,3	67,9	70,2	70,7	72,6	74,2	74,3	73,9	71,2

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Bloomberg.

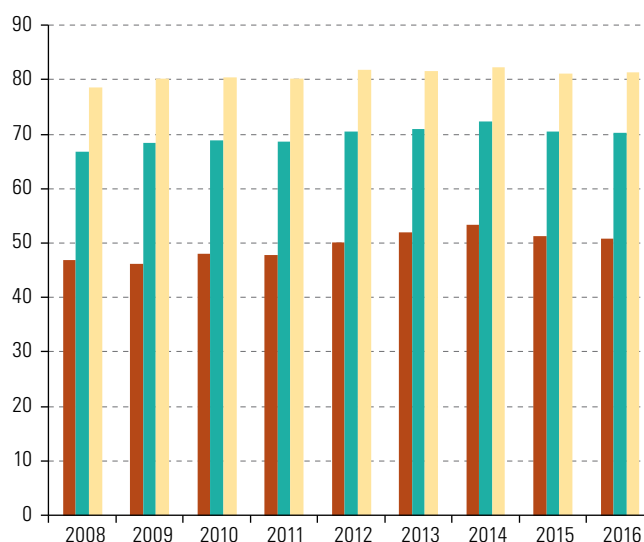
Gráfico II.7

Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: inversión de largo plazo, clasificación de empresas por percentil, 2008-2016
(En porcentajes promedio)

A. Argentina



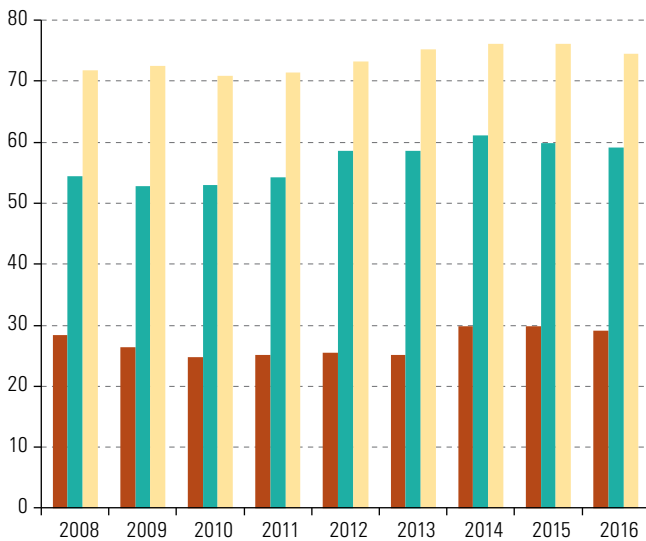
B. Brasil



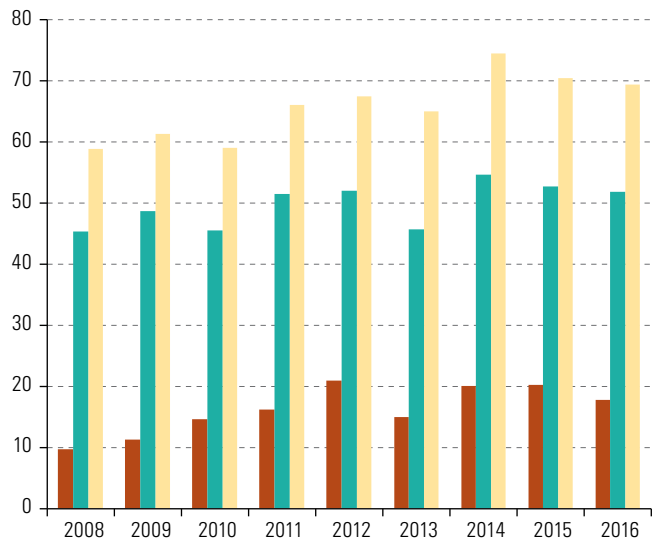
■ Primer percentil (1%) ■ Segundo percentil (5%) ■ Tercer percentil (10%)

Gráfico II.7 (conclusión)

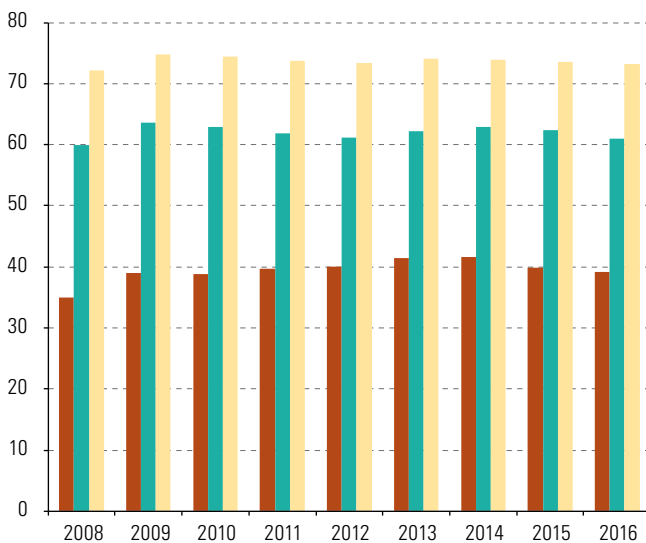
C. Chile



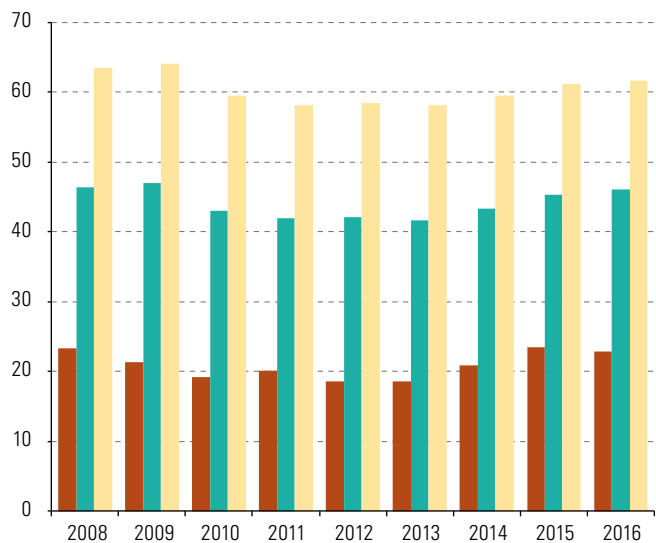
D. Colombia



E. México



F. Perú



■ Primer percentil (1%) ■ Segundo percentil (5%) ■ Tercer percentil (10%)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Bloomberg.

F. Conclusiones

En las dos últimas décadas, en América Latina y el Caribe se ha registrado un aumento tendencial de la formación bruta de capital fijo. El impulso inversor, visible sobre todo durante el superciclo de las materias primas (2003-2008), ha tendido a atenuarse a partir de 2011 debido, en parte, a un contexto externo menos favorable caracterizado por menores precios de las materias primas, mayor incertidumbre y, más recientemente, por el hecho de que se han endurecido las condiciones de financiamiento. Esto ha repercutido a la baja en las tasas de crecimiento de la región en su conjunto. Retomar el dinamismo de la inversión con vistas a mejorar el desempeño en materia de crecimiento constituye uno de los desafíos centrales de la política económica de los países de la región.

Para ello, es necesario cambiar el modo en que se compone la formación bruta de capital fijo. El análisis a nivel agregado muestra que esta se concentra en la construcción en detrimento de la maquinaria y equipo, que es el componente que más contenido tecnológico incorpora y, por ende, el que mayor potencial tiene para contribuir a aumentar la productividad y acelerar el crecimiento económico. Las conclusiones del análisis agregado se mantienen cuando se afina la mirada y se observa el plano de la actividad económica sectorial y el nivel microeconómico de la empresa.

Un análisis a nivel sectorial de una muestra de cuatro países de la región (Brasil, Chile, Colombia y México), que representan cerca del 80% de la inversión de América Latina y el Caribe en su conjunto, demuestra que la inversión se concentra en la propiedad de vivienda. En otros sectores que también tienen una elevada participación en la formación bruta de capital fijo, como la minería, el transporte, la electricidad, gas y agua, y los servicios personales, también se advierte una dominancia de la construcción en relación con la maquinaria y equipo.

De los datos se extrae, además, que algunos de estos sectores tienen un bajo efecto multiplicador en el resto de la economía. Esto implica que retomar una senda de mayor crecimiento no solo pasa por que la composición de la inversión se desplace hacia la maquinaria y equipo, sino que además se trata de canalizar el gasto en inversión hacia sectores y actividades que tengan un mayor encadenamiento.

Finalmente, la elevada concentración del esfuerzo inversor en un grupo reducido de empresas constituye un tercer hecho estilizado. De una muestra de 2.228 empresas que cotizan en bolsa y provienen de seis países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), el 10% concentra el 71,2% de la inversión de largo plazo. Esto sugiere que el comportamiento y las políticas de la inversión no solo responden, en su conjunto, a variables macroeconómicas, sino también a factores de índole microeconómico. Ambos enfoques son necesarios para identificar los determinantes y las variables causales de la inversión.

Bibliografía

- Banco Mundial (2018), World Development Indicators [base de datos en línea] <https://data.worldbank.org/products/wdi>.
- Bloomberg (2018), "Data and content: Bloomberg professional services" [en línea] <https://www.bloomberg.com/professional/solution/data-and-content/>.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2018), *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe, 2018* (LC/PUB.2018/4-P), Santiago.
- Di Bella, G. y M. Cerisola (2009), "Investment-specific productivity growth: Chile in a global perspective," *IMF Working Paper*, N° WP/09/264, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Hofman, A. y otros (2017), "Crecimiento económico y productividad en Latinoamérica: el proyecto LA-KLEMS," *El Trimestre Económico*, vol. LXXXIV (2), N° 334, abril-junio.
- Jorgenson, D., K. Fukao y M. Timmer (eds.) (2016), *The World Economy: Growth or Stagnation?*, Cambridge, Cambridge University Press.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2018), "Investment by asset" [en línea] <https://data.oecd.org/gdp/investment-by-asset.htm#indicator-chart>.

Anexo II.A1

Análisis de la inversión y el crecimiento desde una perspectiva metodológica de insumo-producto: breve introducción a la metodología básica

Una matriz de insumo-producto se puede representar de la siguiente forma:

$$x = \begin{matrix} x_1 \\ x_2 \\ \vdots \\ x_i \\ \vdots \\ x_n \end{matrix}, Z = \begin{matrix} Z_{11} & Z_{12} & \dots & Z_{1j} & \dots & Z_{1n} \\ Z_{21} & Z_{22} & \dots & Z_{2j} & \dots & Z_{2n} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ Z_{i1} & Z_{i2} & \dots & Z_{ij} & \dots & Z_{in} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ Z_{n1} & Z_{n2} & \dots & Z_{nj} & \dots & Z_{nn} \end{matrix}, f = \begin{matrix} f_1 \\ f_2 \\ \vdots \\ f_i \\ \vdots \\ f_n \end{matrix} \quad (1)$$

donde x es el vector de producción, Z es la matriz de flujos interindustriales y f es el vector de demanda final.

Cada elemento de x se genera con una combinación de $Z_{i,j}$, de forma que

$$a_{ij} = \frac{Z_{ij}}{x_j} = Zx^{-1} \quad (2)$$

donde a_{ij} representa los coeficientes técnicos o insumos requeridos para generar x . En conjunto para cada x , el resultado es una matriz de coeficientes técnicos A , de modo que, en forma matricial, la matriz de insumo-producto se puede escribir como sigue:

$$x = Ax + f \quad (3)$$

Al despejar la ecuación (3) para encontrar la demanda final:

$$f = x - Ax \quad (4)$$

Al factorizar:

$$f = x(1 - A) \quad (5)$$

Por lo tanto, x se puede reescribir como:

$$x = (I - A)^{-1}f \quad (6)$$

que es la ecuación básica de insumo-producto. El componente $(I - A)^{-1}$ de esta ecuación se conoce como la inversa de Leontief y su contenido corresponde a los encadenamientos hacia atrás.

De manera análoga, partiendo de la matriz Z se pueden generar los coeficientes de distribución sobre la base de la distribución de la producción de insumos:

$$b_{ij} = x^{-1}Z \quad (7)$$

A partir de la ecuación (7), se puede generar una matriz de distribución B que deriva en la siguiente ecuación:

$$x' = VA'(I - B)^{-1} \quad (8)$$

donde $VA(I - B)^{-1}$ es la matriz de Ghosh y su contenido corresponde a los encadenamientos hacia adelante.



Un análisis empírico de los determinantes de la inversión

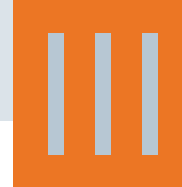
Introducción

- A. El ciclo de la inversión y sus características
- B. Análisis macroeconómico de los determinantes de la inversión en América Latina
- C. Resultados de la estimación de la ecuación de inversión
- D. Un análisis de la importancia relativa de los determinantes de la inversión
- E. Los determinantes de la inversión: un análisis micro a nivel de empresas

F. Conclusión

Bibliografía

Anexo III.A1



Introducción

En el capítulo II, “Hechos estilizados de la evolución de la formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe de 1995 a 2017”, se plantea que la evolución de la inversión en la región responde en parte a las características del ciclo económico. Se destaca además que la inversión no solo debe analizarse desde una perspectiva macroeconómica, sino que también debe abordarse desde la microeconomía y, en particular, a partir de las decisiones de inversión de las empresas.

En este capítulo se completa el análisis anterior, centrándose en ambos temas. Se repasan las características más importantes del ciclo de la inversión, para luego examinar los determinantes de la inversión a nivel macroeconómico y microeconómico.

El ciclo de la inversión en América Latina el Caribe y sus subregiones tiene una frecuencia menor que el ciclo del PIB (es decir, la inversión tiene un ciclo de duración más corta), lo que le otorga mayor volatilidad. La inversión tiende también a registrar contracciones más intensas que el PIB y, en general, que el resto de los componentes de la demanda agregada, incluidos el consumo y las exportaciones. Finalmente, la evidencia muestra que las fases recesivas del ciclo de la inversión se reflejan con mayor duración e intensidad en la construcción que en la maquinaria y equipo.

La caracterización del ciclo de la inversión permite pasar a un análisis de los determinantes de la inversión. Estos incluyen el índice de actividad, la tasa de política monetaria interna, la tasa de interés externa, los precios de los productos básicos, el tipo de cambio real y un indicador de riesgo (el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI)). La significancia de los determinantes se establece a través de un análisis econométrico y un análisis que permite identificar la importancia relativa de estas variables.

Las estimaciones econométricas se llevaron a cabo para un grupo de países (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) y muestran, a nivel agregado, que dichas variables tienen los signos esperados, siendo las más relevantes el nivel de actividad, los precios de los productos básicos y el índice de riesgo. El análisis de la importancia de los determinantes de la inversión por país matiza estos resultados e indica que la significancia de la actividad económica como determinante de la inversión es más elevada en las economías de mayor tamaño, que son también las que tienen una mayor diversificación sectorial y productiva. Por el contrario, en las economías especializadas en recursos naturales los precios de los productos básicos explican una proporción significativa de la inversión. También se destacan especificidades que dependen del país en particular y del contexto.

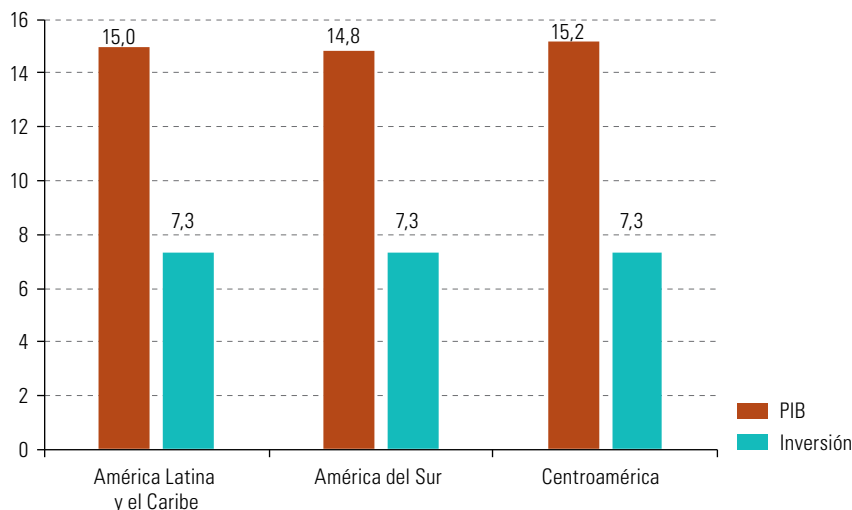
Finalmente, en el capítulo se profundiza en los determinantes de la inversión, centrándose en los procesos de decisión de la inversión a nivel microeconómico sobre la base de indicadores de las hojas de balance y de los estados de situación financiera de una muestra de 2.241 empresas que comprenden 34 sectores de actividad económica de la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú que cotizan en el mercado de valores de sus respectivos países, para el período comprendido entre 2009 y 2016. En esta sección se ejemplifica de qué manera las variables financieras impactan en la inversión a nivel de empresa, analizando la relación entre flujos de caja, apalancamiento e inversión.

La aplicación de un modelo de umbral no lineal muestra que por encima de un umbral de apalancamiento de 0,77 la relación entre el flujo de caja y la inversión se vuelve negativa. Los resultados del modelo también apuntan a una relación negativa entre las tasas de interés reales internacionales y la inversión.

A. El ciclo de la inversión y sus características

El ciclo de la inversión en la región tiene cuatro características. En primer lugar, tiende a tener una duración más corta que el ciclo del PIB, lo que implica que tiene una mayor volatilidad. La evidencia disponible para el período 1990-2016 muestra que la duración mediana del ciclo (definida como la suma de la duración del ciclo contractivo y expansivo) del PIB tiende a duplicar la del ciclo de la inversión tanto a nivel regional como subregional (véase el gráfico III.1).

Gráfico III.1
América Latina y el Caribe, América del Sur y Centroamérica: duración mediana de los ciclos del PIB y de la inversión, primer trimestre de 1990 a cuarto trimestre de 2016 (En trimestres)



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

Una segunda característica del ciclo de la inversión es que esta tiende a experimentar una contracción más intensa que la del PIB. También la intensidad de la fase contractiva de la inversión es mayor que la de la fase expansiva del ciclo. Este hecho se registra tanto a nivel regional como de las subregiones (América del Sur y Centroamérica).

En los cuadros III.1 a III.3 se muestra la amplitud de las fases contractiva y expansiva de la inversión con respecto a la del PIB en tres ciclos a lo largo del período de estudio. El primero se extiende de 1990 a 2001, el segundo de 2002 a 2008 y el tercero de 2009 a 2016.

En el caso de América Latina y el Caribe, en los tres ciclos considerados la contracción de la inversión es, en promedio, cinco veces mayor que la del PIB. En cambio, en la fase expansiva del ciclo la amplitud de la inversión es tres veces mayor que la del PIB en el primer ciclo (1990-2001), cercana a la experimentada por el PIB en el segundo ciclo (2002-2008) e inferior a la del PIB en el último ciclo (2009-2016). En el caso de América del Sur se observa un patrón similar. En el caso de Centroamérica, la contracción de la inversión con respecto a la del PIB es aún mayor en el primer y el tercer ciclo (1990-2001 y 2009-2016).

Cuadro III.1

América Latina y el Caribe: cociente entre la amplitud (cambio porcentual) y efecto acumulativo de la contracción y la expansión en los componentes de la demanda agregada y los registrados en el PIB, primer trimestre de 1990 a cuarto trimestre de 2016

Variables	Primer trimestre de 1990 a cuarto trimestre de 2001		Primer trimestre de 2002 a cuarto trimestre de 2008		Primer trimestre de 2009 a cuarto trimestre de 2016	
	Amplitud	Efecto acumulativo	Amplitud	Efecto acumulativo	Amplitud	Efecto acumulativo
Contracción						
Consumo	1,28	0,85	0,94	0,94	1,33	1,33
Inversión	5,01	6,68	4,81	4,81	5,00	5,00
Gasto público	1,70	1,13	1,13	1,13	1,46	1,46
Exportaciones	2,35	1,57	2,37	2,37	2,53	2,53
Importaciones	3,99	4,66	3,74	3,74	2,92	2,92
Expansión						
Consumo	1,20	1,12	1,14	1,11	0,96	0,72
Inversión	3,25	1,86	1,12	0,24	0,84	0,17
Gasto público	1,19	0,68	0,38	0,10	0,50	0,20
Exportaciones	2,03	1,16	0,73	0,16	0,53	0,13
Importaciones	2,45	1,05	1,07	0,35	0,60	0,12

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Cuadro III.2

América del Sur: cociente entre la amplitud (cambio porcentual) y efecto acumulativo de la contracción y la expansión en los componentes de la demanda agregada y los registrados en el PIB, primer trimestre de 1990 a cuarto trimestre de 2016

Variables	Primer trimestre de 1990 a cuarto trimestre de 2001		Primer trimestre de 2002 a cuarto trimestre de 2008		Primer trimestre de 2009 a cuarto trimestre de 2016	
	Amplitud	Efecto acumulativo	Amplitud	Efecto acumulativo	Amplitud	Efecto acumulativo
Contracción						
Consumo	1,19	1,19	0,89	0,89	0,80	0,64
Inversión	4,30	5,74	5,13	5,13	3,15	3,78
Gasto público	1,34	1,12	1,07	1,07	0,77	0,61
Exportaciones	1,83	1,22	2,12	2,12	1,52	1,21
Importaciones	3,17	4,23	3,88	3,88	2,01	2,01
Expansión						
Consumo	1,20	1,03	0,97	0,97	1,45	1,88
Inversión	3,28	1,88	1,12	0,22	1,61	0,81
Gasto público	1,21	0,69	0,29	0,06	0,82	0,66
Exportaciones	1,97	1,12	0,67	0,13	0,71	0,32
Importaciones	2,46	1,40	0,99	0,30	0,79	0,40

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Cuadro III.3

Centroamérica: cociente entre la amplitud (cambio porcentual) y efecto acumulativo de la contracción y la expansión en los componentes de la demanda agregada y los registrados en el PIB, primer trimestre de 1990 a cuarto trimestre de 2016

Variables	Primer trimestre de 1990 a cuarto trimestre de 2001		Primer trimestre de 2002 a cuarto trimestre de 2008		Primer trimestre de 2009 a cuarto trimestre de 2016	
	Amplitud	Efecto acumulativo	Amplitud	Efecto acumulativo	Amplitud	Efecto acumulativo
Contracción						
Consumo	0,82	0,62	0,73	0,73	1,33	1,33
Inversión	7,54	7,54	4,88	4,88	8,09	10,79
Gasto público	3,45	3,45	1,61	1,61	2,82	3,75
Exportaciones	3,28	3,28	4,28	4,28	4,13	5,51
Importaciones	5,32	7,99	3,03	3,03	3,36	6,73
Expansión						
Consumo	1,21	1,52	1,91	5,25	0,85	0,83
Inversión	3,95	2,31	2,59	2,27	0,58	0,08
Gasto público	1,54	0,90	1,48	2,59	0,35	0,09
Exportaciones	2,22	1,11	1,74	2,61	0,57	0,11
Importaciones	1,97	0,66	2,11	3,17	0,45	0,06

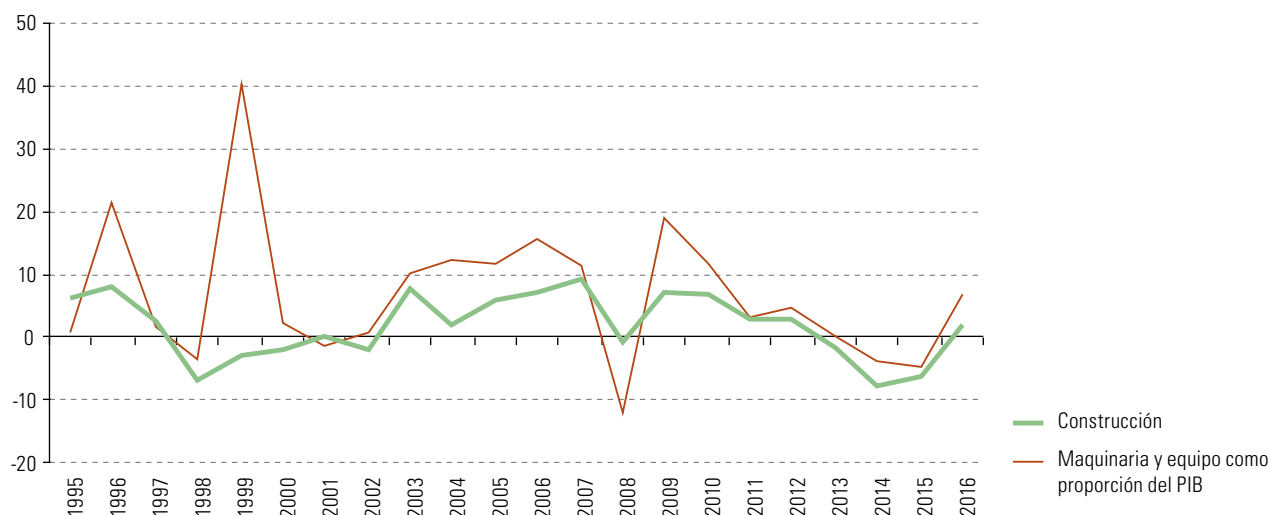
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

En tercer lugar, la evidencia indica que las fases recesivas del ciclo de la inversión se reflejan con mayor duración e intensidad en la construcción que en la maquinaria y equipo. La información disponible para el período 1995-2016 revela que el componente de construcción registró ocho contracciones, mientras que la maquinaria y equipo registró solo cinco.

En dos subperíodos (1998-2000 y 2013-2015) la construcción anotó tres años de contracciones sucesivas. En el caso de la maquinaria, los únicos años de contracción sucesiva de la inversión fueron 2014 y 2015. En términos de intensidad, la construcción registra caídas más pronunciadas que la inversión en maquinaria y equipo, a excepción del año 2009 (cuando se produjo el impacto de la crisis financiera mundial) (véase el gráfico III.2).

Gráfico III.2

América Latina: tasas de variación de la inversión en maquinaria y equipo y en construcción, 1995-2016
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de LA-KLEMS.

La intensidad de la contracción de la inversión con respecto a la del PIB se evidencia además en que la pérdida acumulada de la inversión en el ciclo (estimada como el producto de su amplitud por su duración) durante la fase contractiva del ciclo económico supera ampliamente la ganancia acumulada en su fase de auge. En la región en su conjunto, la pérdida acumulada durante la fase contractiva equivale a más de dos veces la ganancia acumulada en la fase expansiva. A nivel subregional, se observa el mismo comportamiento, con algunos matices. Centroamérica y el Caribe muestran la mayor y la menor pérdida acumulada, respectivamente. En tanto, en América del Sur la pérdida acumulada durante la contracción es un 56% superior a la ganancia acumulada en la expansión.

B. Análisis macroeconómico de los determinantes de la inversión en América Latina

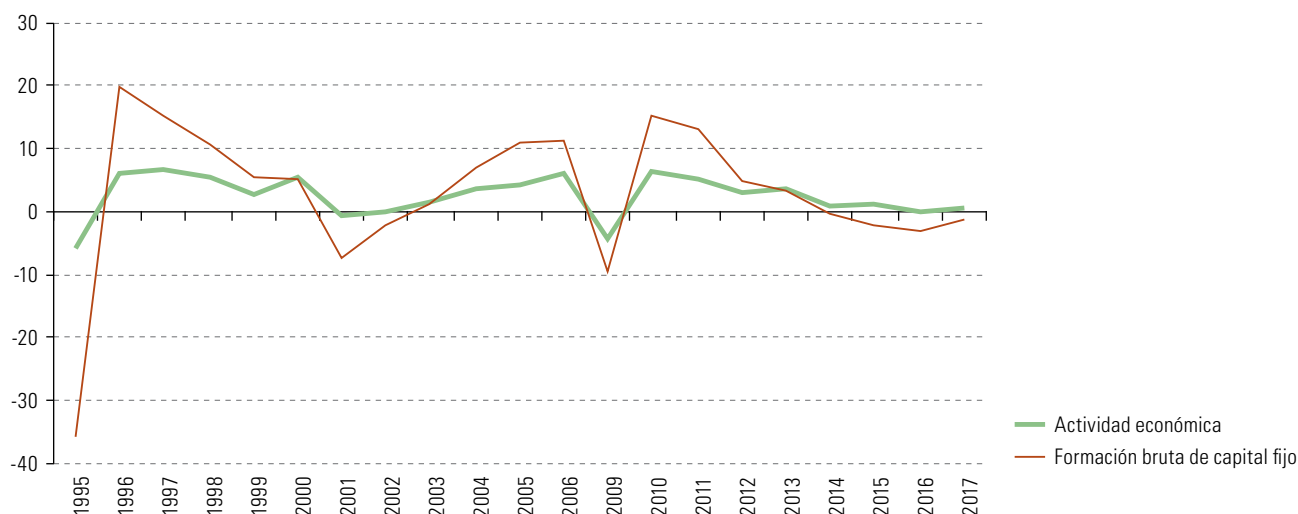
Con el fin de analizar los determinantes de la evolución de la inversión se consideraron seis variables a partir de la revisión de la literatura sobre inversión y, en particular, sobre América Latina y el Caribe (véase el anexo III.A1)¹. Estas incluyen tanto variables reales como monetarias/financieras. Las variables son el nivel de actividad, las tasas de interés interna y externa en términos reales, el índice de precios de los productos básicos, un indicador de acceso al crédito externo y el tipo de cambio real.

1. El nivel de actividad

El nivel de actividad tiene una estrecha vinculación estadística con la inversión. La evidencia empírica disponible para el período 1994-2017 sobre la base de datos anuales muestra que el coeficiente de correlación entre las tasas de variación de la formación bruta de capital fijo y de la actividad económica (medida por el índice de actividad económica) es positivo (0,93) y estadísticamente significativo al 1% de significancia (véase el gráfico III.3).

Gráfico III.3

América Latina (países seleccionados^a): evolución de las tasas de variación de la actividad económica y de la formación bruta de capital fijo, datos anuales, 1995-2017
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial, Bloomberg y Datahub.

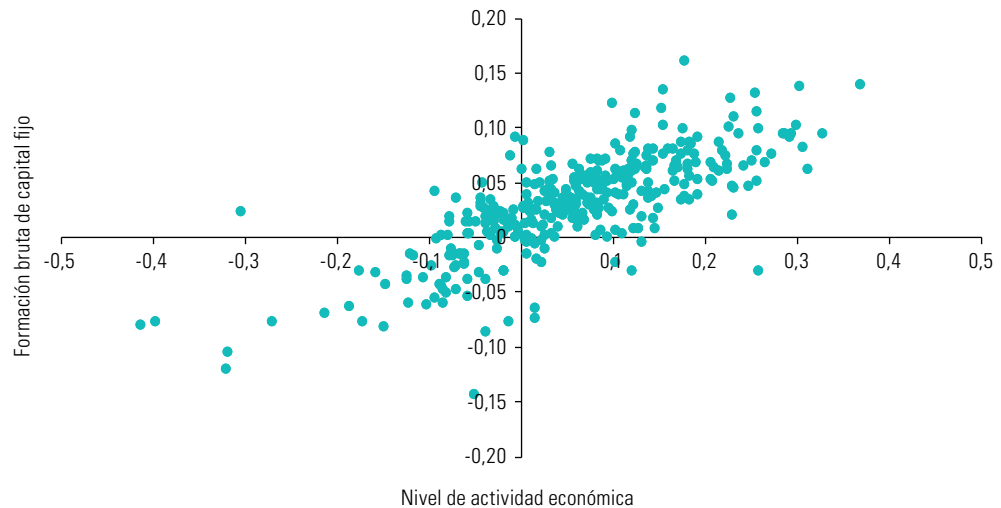
^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

¹ La base de datos empleada para el análisis estadístico contiene datos trimestrales del período 1995-2016 correspondientes a la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú. Esta base de datos es producto del cruce de datos elaborados por la CEPAL, el Banco Mundial, Bloomberg y Datahub. Por otro lado, para el análisis gráfico de tendencias se usaron datos anuales del Banco Mundial del período comprendido entre 1980 y 2016.

Esta relación estadística no se altera al cambiar la periodicidad de los datos o al realizar el análisis por país. Al utilizar datos trimestrales, el coeficiente de correlación obtenido (0,76) sigue siendo positivo y estadísticamente significativo (véase el gráfico III.4). Un análisis de la correlación en que se utilice una periodicidad similar a la de los ciclos establecida en esta sección refuerza las conclusiones del análisis. Para los períodos 1994-2001, 2002-2008 y 2010-2017 los coeficientes de correlación son positivos y estadísticamente significativos (0,86, 0,68 y 0,60, respectivamente).

Gráfico III.4

América Latina (países seleccionados^a): dispersión entre la formación bruta de capital fijo y la inversión, 1994-2017



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial, Bloomberg y Datahub.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

A nivel de país también se produce la misma relación, como se observa en el gráfico III.5. Los coeficientes de correlación entre la tasa de variación de la actividad económica y la de la formación bruta de capital fijo para el período 1994-2017 obtenidos utilizando datos trimestrales son 0,90 en el caso de la Argentina, 0,91 en el del Brasil, 0,84 en el de Chile, 0,48 en el de Colombia, 0,82 en el de México y 0,79 en el del Perú.

La relación entre inversión y producto se establece a través de dos mecanismos, el multiplicador y el acelerador. La formulación básica del modelo del multiplicador para la tasa de crecimiento del PIB real en un período determinado está dada por:

$$(Y_t - Y_{t-1}) / Y_{t-1} = \alpha [(\Delta I_t / I_{t-1}) (I_{t-1} / Y_{t-1}) + (\Delta X_t / X_{t-1}) (X_{t-1} / Y_{t-1})] \quad (1)$$

$$\alpha = 1 / (m + s) \quad (2)$$

El paréntesis del lado izquierdo de la expresión (1) corresponde a la tasa de crecimiento del PIB real en el período t. Los dos sumandos dentro del paréntesis rectangular del lado derecho corresponden a la contribución de la inversión y de las exportaciones al crecimiento del PIB. Cada uno, por construcción, se define como el producto de su tasa de crecimiento en el período de que se trate por su participación en el PIB del año inicial. La letra alfa (α) en el lado derecho representa el "multiplicador" tradicional, dado, como se indica en la expresión (2), por el coeficiente de ahorro (s) y el de penetración de las importaciones (m).

Por su parte, el acelerador se basa en una relación subyacente óptima entre el producto y el acervo de capital. Si aumenta el producto o su tasa de crecimiento, se requiere un aumento del acervo de capital. En su versión más simple se formula como:

$$K_t^d = vY_t \tag{3}$$

Donde

K_t^d = acervo de capital planeado en el tiempo t

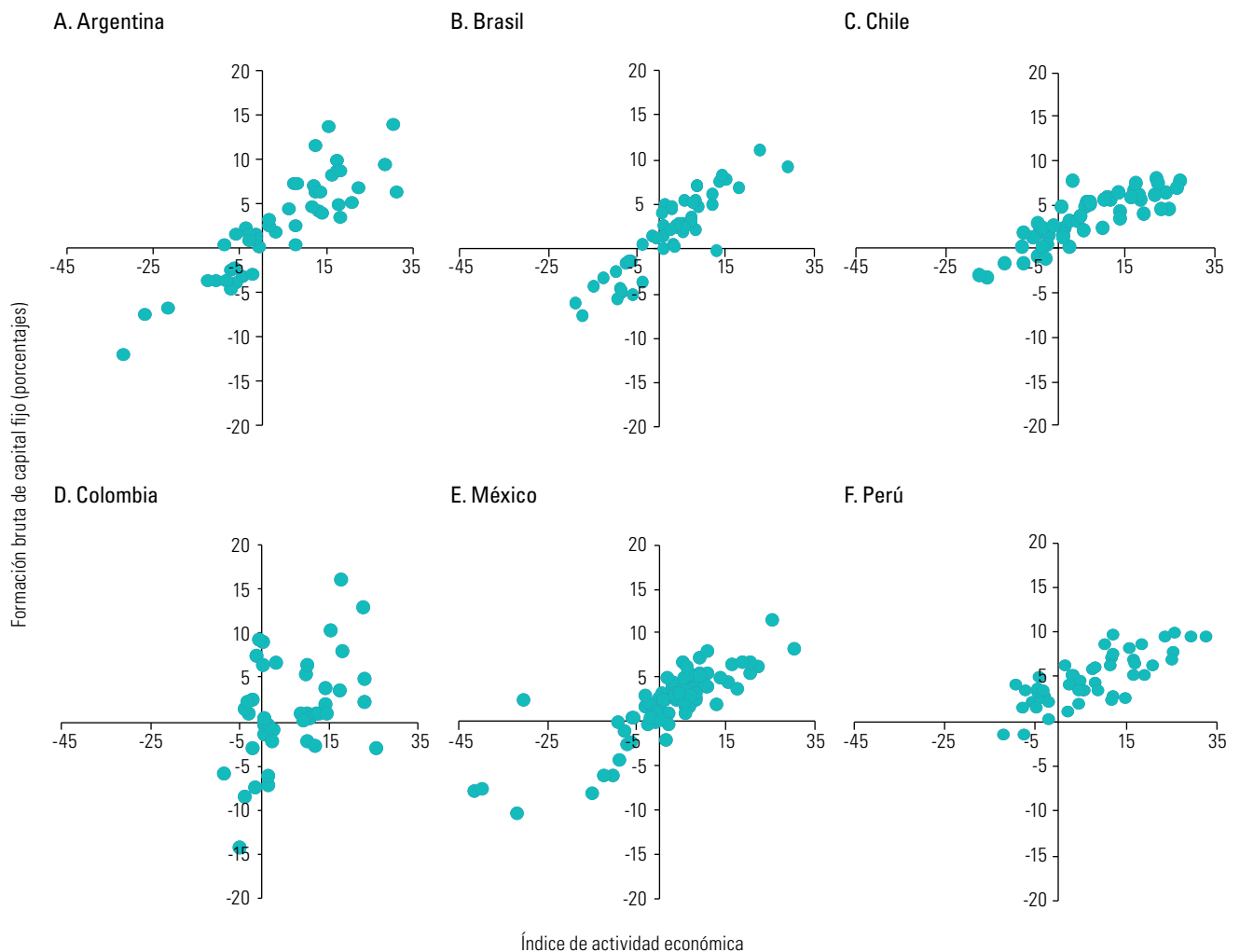
Y_t = producto en el tiempo t

v = relación capital-producto

Asumiendo que en un período inicial t , el acervo de capital es el óptimo, un aumento del producto planeado implica un aumento del acervo planeado de capital. Mediante un procedimiento de simple sustitución se llega así a la ecuación (4) $K_{t+1}^d - K_t^d = v\Delta Y_t$. De acuerdo con esta, para que la inversión neta sea positiva, el producto debe crecer. En esta formulación, v es el acelerador (Junankar, 2008). El efecto acelerador explica por qué el ciclo de la inversión tiende a ser más volátil que el del producto.

Gráfico III.5

América Latina (países seleccionados): dispersión entre la tasa de formación bruta de capital fijo y el índice de actividad económica, 1994-2017



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial, Bloomberg y Datahub.

2. La tasa de interés interna

Una segunda variable que se considera en la mayoría de los estudios empíricos sobre la inversión es la tasa de interés interna de la economía. En este capítulo se utiliza la tasa de política monetaria que fija el banco central.

Según el enfoque tradicional, esta variable captura el principal canal de transmisión de la política monetaria. Al ajustar la tasa de política monetaria, el banco central afecta la tasa a la cual los bancos y los intermediarios financieros toman fondos prestados. Dada la existencia de rigideces nominales, un cambio en la tasa de política monetaria altera la tasa de interés en términos reales.

Este canal de transmisión también establece que las tasas de interés de corto plazo afectan las de largo plazo a través de mecanismos de expectativas, arbitraje y reequilibrio de cartera. Obviamente, el impacto de la tasa de corto plazo en las de largo plazo, que son las que determinan las decisiones de inversión, depende de una serie de factores, como la estructura de los mercados financieros, y también de condiciones y factores externos, entre otros.

Uno de los principales mecanismos a través de los cuales la tasa de interés real afecta la inversión es el costo de uso del capital, que es uno de los determinantes de la inversión en bienes durables². Una disminución de la tasa de interés se traduce a su vez en una disminución del costo de uso del capital en relación con el retorno sobre la inversión, lo que incentiva a aumentar la inversión.

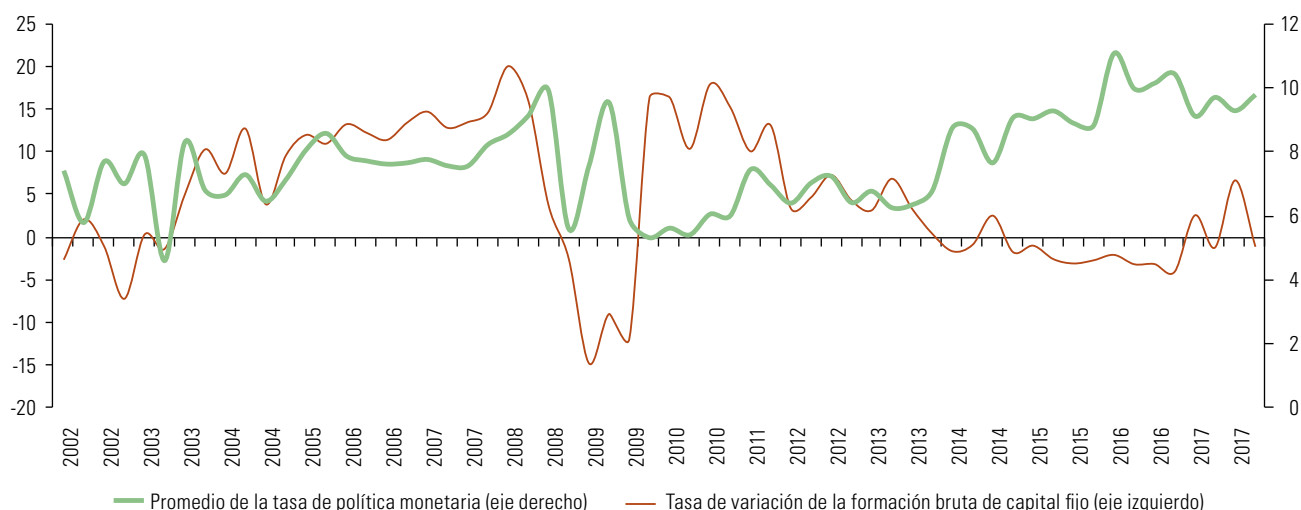
Según Claessens y Kose (2018), en un número de estudios se encontró un impacto débil de la tasa de interés de política monetaria en la inversión. Esto se atribuye al hecho de que el impacto de las tasas de interés se transmite tanto a través de los activos como de los pasivos de las empresas. Por consiguiente, el impacto final de las tasas de interés depende del estado de las hojas de balance, incluida la madurez de los activos y pasivos.

La información disponible del período 2002-2017 para el conjunto de países considerado en este capítulo muestra que la relación entre la tasa de política monetaria y la tasa de variación de la formación bruta de capital fijo tiene el signo negativo esperado solo a partir de 2009. Entre 2002 y 2009 el coeficiente de correlación entre ambas variables es positivo y estadísticamente significativo (0,49). En el período 2009-2017, la relación entre ambas variables se torna negativa y el coeficiente de correlación se ubica en -0,79 (véase el gráfico III.6).

² El modelo que ejemplifica esta tradición es llamado Q de Tobin, donde q es la razón entre la productividad marginal del capital en relación con su costo de reposición (R) y la tasa de retorno sobre las acciones (r_k). Formalmente: $q = \frac{R}{r_k}$. Como señala Tobin (1971), si los inversionistas están contentos con una baja tasa de retorno en capital real en relación con su productividad marginal, su demanda causará que su valoración (del equipo de capital) sea mayor que el costo de reposición, incentivo para expandir la producción de bienes de capital. El curso de la actividad económica depende entonces de las dos tasas de retorno. Una es la productividad marginal del capital determinada por la tecnología, la oferta de factores y las expectativas sobre la economía. Esto no puede ser controlado por los administradores de dinero. No obstante, Brainard y Tobin (1968) reconocen que la eficiencia marginal del capital (productividad marginal del capital) es resultado de eventos exógenos al sector financiero. Pero un aumento de q puede ocurrir debido a eventos financieros que reduzcan r_k , la tasa que requieren los inversionistas para tener capital (en forma de valores). Este es el único nexo en el modelo mediante el cual los eventos financieros, incluidas las políticas monetarias, afectan la economía real. En otras teorías de la inversión, como, por ejemplo, la de Minsky, el impacto de la tasa de interés afecta la inversión a través de su efecto sobre el precio de demanda de un bien de capital. Para Minsky, la decisión de invertir de una empresa depende de la relación entre los precios de oferta y de demanda de los bienes de capital. El precio de oferta (P_o) corresponde al costo de reposición de un bien de capital. En un contexto de mercados "imperfectos", este puede expresarse como $P_o = \frac{W}{P_{me}}(1 + \mu)$, donde W = salario nominal; P_{me} = productividad media del trabajo, y μ = margen de utilidad sobre costos. Por su parte, el precio de demanda (P_D) se define como el valor presente del valor de los rendimientos futuros esperados o, más bien, la suma de los rendimientos futuros esperados capitalizados por un factor K. Es decir, $P_D = \sum_{t=1}^{\infty} Q_t^e * K$, donde Q_t^e = rendimientos futuros esperados y K = bien de capital. Cuando el precio de demanda de un bien de capital es superior a su precio de oferta, existe la posibilidad de generar beneficios y, por consiguiente, incentivos para aumentar el acervo de capital (es decir, para invertir). Lo contrario ocurre cuando el precio de demanda es menor que el precio de oferta. El nivel de inversión se mantendrá en un nivel constante si el precio de demanda de un bien de capital es igual a su precio de oferta.

Gráfico III.6

América Latina (países seleccionados^a): evolución de la tasa de variación de la formación bruta de capital fijo y de la tasa de política monetaria, promedios trimestrales, 2002-2017
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial, Bloomberg y Datahub.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Los promedios trimestrales pueden esconder la heterogeneidad de la dinámica entre la tasa de política monetaria y la formación bruta de capital fijo. A nivel de los países no siempre se observa el comportamiento detectado a nivel regional. De hecho, en el caso de Chile se observa una fuerte correlación positiva (0,25). En cambio, en la Argentina, el Brasil y México ocurre lo contrario y la correlación entre ambas variables es negativa (-0,37, -0,17, y -0,28, respectivamente) (véase el cuadro III.4).

País	Correlación	Período
Argentina	-0,37	2005-2017
Brasil	-0,17	2004-2017
Chile	0,25	2004-2017
Colombia	-0,02	2006-2017
México	-0,28	1994-2017
Perú	0,17	2004-2017

Cuadro III.4

América Latina (países seleccionados): coeficiente de correlación, datos trimestrales, 2005-2017

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial, Bloomberg y Datahub.

3. La tasa de interés externa y el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI)

Las variables tasa de interés externa e índice de bonos de mercados emergentes reflejan las condiciones de acceso al financiamiento. En el caso de la tasa de interés, se optó por la tasa de interés en bonos del Tesoro de los Estados Unidos a largo plazo (diez años).

Se escogió esta variable porque captura dos efectos. En primer lugar, refleja la postura de la política monetaria de los Estados Unidos y, de manera más particular, el uso de la tasa de los fondos federales como el principal instrumento de la política monetaria de ese país. Al afectar la rentabilidad relativa de invertir, la tasa de los fondos federales impacta en las condiciones de liquidez de la economía internacional. Uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria a la liquidez global es el canal de reequilibrio de cartera.

El reequilibrio de cartera se refiere a una disminución de la prima de riesgo de un activo (la diferencia entre el retorno esperado de un activo y la tasa de interés libre de riesgo) producida por cambios en su oferta neta. En el caso de los bonos del tesoro, la prima de riesgo se explica principalmente por la prima por plazo, es decir, por el exceso de retorno que los inversionistas requieren para compensar el riesgo de tasa de interés derivado de la tenencia de bonos de largo plazo en relación con la tenencia de bonos de corto plazo. Los precios de los bonos a largo plazo tienen una mayor sensibilidad a los cambios de la tasa de interés que los bonos a corto plazo. La caída de la prima por plazo se refleja en la disminución de los rendimientos a largo plazo de los bonos del tesoro y también, eventualmente, en el rendimiento de otros activos, aumentando así sus precios.

De esta manera, una disminución de la tasa de los fondos federales, a través del efecto de reequilibrio de cartera, conduce a disminuir las tasas de interés de una amplia gama de activos (incluidos bonos corporativos y acciones), flexibilizando las condiciones financieras en la economía y aumentando el gasto agregado a través de un mayor endeudamiento a largo plazo y de efectos de riqueza y de hojas de balance (Beckworth y Hendrickson, 2010; Bernanke, 2013).

En el caso de un activo con una larga duración, como un bono del tesoro (o un título de renta fija), el efecto de reequilibrio de cartera puede producirse al crear una escasez de la oferta local de ese activo con esa madurez dada, ya que el mercado de esos activos se equilibra a una cantidad menor y un precio más elevado, es decir, a un menor rendimiento (D'Amico y otros, 2012). A la vez, el cambio resultante en las tasas relativas de retorno genera el incentivo para que los inversionistas sustituyan activos de bajo rendimiento por activos con mayores rendimientos (Gagnon y otros, 2010).

Los resultados obtenidos en un número de estudios muestran una relación negativa entre las compras de activos en gran escala y la prima por plazo de los títulos del tesoro, y una relación positiva entre las compras de activos en gran escala y el retorno sobre otros activos como los bonos en general y los bonos corporativos. De hecho, la información disponible indica que las compras de activos en gran escala a partir de la implementación de las políticas de expansión cuantitativa impulsaron el mercado internacional de los bonos, lo que generó una importante fuente de financiamiento para las economías en desarrollo, incluidas las de América Latina y el Caribe.

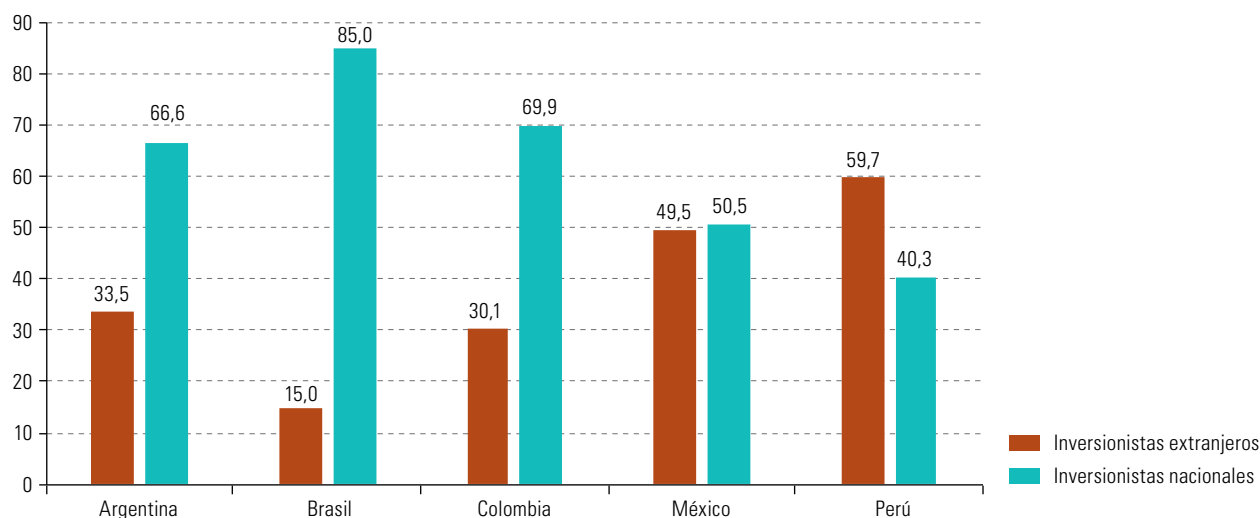
En segundo lugar, las tasas de largo plazo también afectan la tasa de referencia de rentabilidad global y el apetito por riesgo, dos variables que determinan conjuntamente el precio de los bonos emitidos por los mercados emergentes en los mercados local e internacionales. Además, dada la fuerte presencia de inversionistas extranjeros en los mercados locales de las economías emergentes y en América Latina (véase el gráfico III.7), las variaciones de la tasa de interés de largo plazo afectan las curvas de rendimientos (Mohanty, 2014).

Aparte de la tasa de interés externa, otra variable que captura las condiciones externas de financiamiento es el índice de bonos de mercados emergentes, el principal indicador de riesgo de las economías emergentes, definido como la diferencia entre la tasa de interés que pagan los países por bonos denominados en dólares emitidos por dichas economías y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, considerados libres de riesgo³. No obstante, como se verá más adelante, el impacto del índice de bonos de mercados emergentes sobre el acceso al financiamiento y sobre la inversión no es tan generalizado como el de las tasas de interés externas.

³ El índice de bonos de mercados emergentes se basa en el comportamiento de la deuda externa emitida por cada país. Cuanto menor sea la certeza de que un país cumplirá con sus obligaciones, más alto será su EMBI y viceversa. La tasa mínima que exigiría un inversionista para invertir en determinado país sería igual a la tasa de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos más el EMBI del país. El EMBI existe desde 2008 para el conjunto de países de la región que se analizan.

Gráfico III.7

América Latina (países seleccionados): participación de inversionistas extranjeros y nacionales en la emisión de deuda soberana, 2013
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial.

4. Los precios de los productos básicos

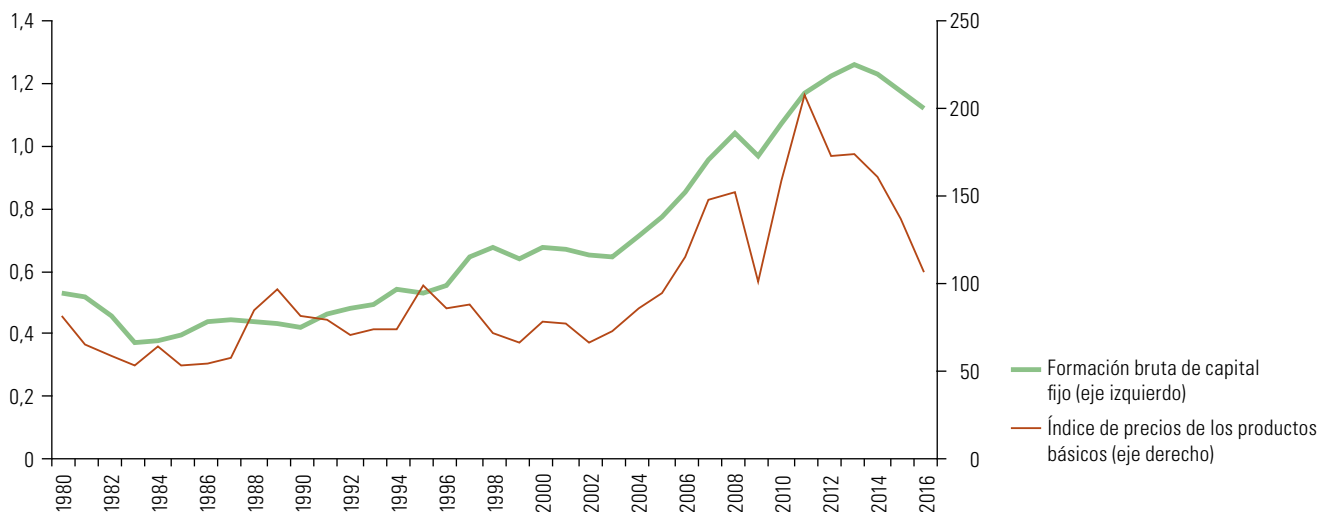
Una cuarta variable que ha adquirido relevancia en la determinación de la inversión es la evolución del precio de los productos básicos. Los recursos naturales y los sectores basados en ellos representan un componente significativo de la actividad real de algunos países de la región, fundamentalmente de América del Sur. El análisis del PIB por el lado del gasto muestra que los recursos naturales explican una parte importante del comportamiento de sus dos componentes más dinámicos, las exportaciones y la inversión. La explotación de recursos naturales es también uno de los determinantes principales de los flujos externos de largo plazo, como la inversión extranjera directa (IED). Además de contribuir a la expansión de la capacidad productiva, los flujos de IED ayudan a mantener la estabilidad de la balanza de pagos y son una importante fuente de liquidez para la economía.

Como se muestra en el gráfico III.8, la evolución de la formación bruta de capital fijo medida en términos reales y la de los precios de los productos básicos se mueven de manera conjunta en el ciclo y el coeficiente de correlación es de 0,89 para el período del que se tienen datos disponibles, que abarca desde 1980 hasta 2016.

Las correlaciones por ciclos económicos muestran cambios en la dinámica de la formación bruta de capital fijo con respecto a la del índice de precios de los productos básicos. En particular, se observa un punto de inflexión, o cambio de relación, en el año 2002, pues se pasó de una correlación negativa de -0,11 en el ciclo 1990-2001 a una positiva de 0,99 en el ciclo 2002-2008. A su vez, en el último ciclo considerado (2010-2016) la relación es positiva y estadísticamente significativa (0,38), pero menor que la observada en el ciclo anterior (véase el cuadro III.5).

Gráfico III.8

América Latina (países seleccionados^a): evolución de la formación bruta de capital fijo y del índice de precios de los productos básicos, 1980-2016
(En billones de dólares en términos reales)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial, Bloomberg y Datahub.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Cuadro III.5

América Latina (países seleccionados^a): correlación entre las tasas de variación de los precios de los productos básicos y de la formación bruta de capital fijo, por ciclos, 1990-2016

Periodo	Correlación
1990-2001	-0,1146
2002-2008	0,9890
2010-2016	0,3795

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial, Bloomberg y Datahub.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

5. El tipo de cambio real

El tipo de cambio real está directamente ligado a la inversión a través de su impacto en las exportaciones y las importaciones. Un tipo de cambio real favorable a las exportaciones puede traducirse en una mayor demanda agregada e impulsar la inversión a través del mecanismo acelerador. Un tipo de cambio real que favorezca las importaciones puede también impulsar la inversión, ya que, como se demuestra en el capítulo IV y en CEPAL (2017), un componente relevante de las compras externas son los bienes de capital y la maquinaria y equipo importada.

Como se muestra en el gráfico III.9, la relación entre la variación del tipo de cambio real y de la formación bruta de capital fijo es negativa (el coeficiente de correlación es -0,41), lo que indica que predomina el efecto sobre las importaciones, en relación con el correspondiente a las exportaciones. Es decir, una apreciación del tipo de cambio real se asocia con un aumento de la formación bruta de capital fijo.

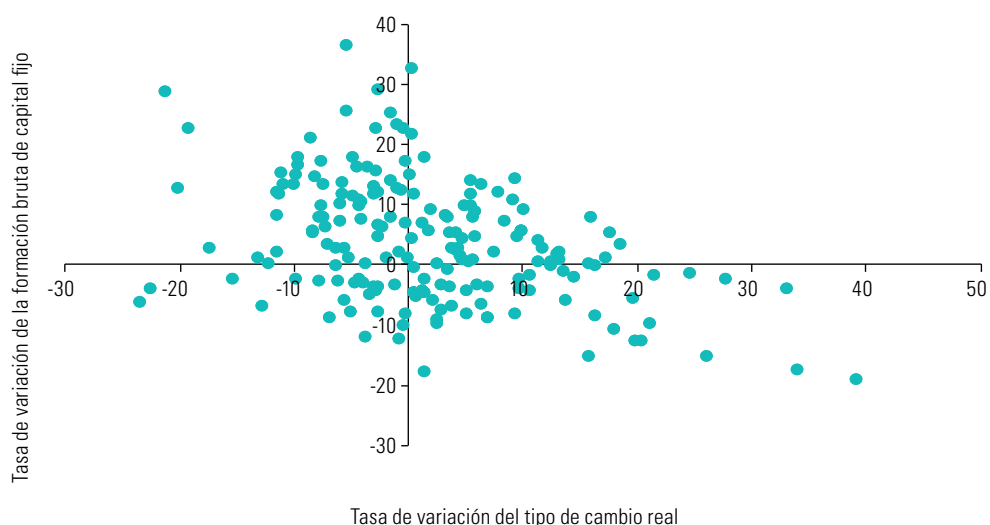


Gráfico III.9
América Latina (países seleccionados^a): tasa de variación del tipo de cambio real y de la formación bruta de capital fijo, 1995-2017
(En porcentajes)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial, Bloomberg y Datahub.
^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

No obstante, este canal puede no ser tan significativo ya que, en general, se observa que las intervenciones en el mercado cambiario se realizan más en períodos de apreciación que de depreciación cambiaria. La información sobre Chile, Colombia, México y el Perú entre finales de la década de 1990 y 2011 muestra que en tres de los casos considerados (Chile, Colombia y Perú) la proporción de intervenciones en períodos de apreciación supera ampliamente la correspondiente a las realizadas en períodos de depreciación (véase el cuadro III.6)⁴.

Cuadro III.6

Chile, Colombia, México y Perú: intervenciones en el mercado cambiario y proporción de las intervenciones cambiarias realizadas en períodos de apreciación y de depreciación cambiaria, 1996-2011
(En porcentajes)

País	Período inicial	Período final	Proporción de intervenciones cambiarias en relación con los días laborables	Proporción de intervenciones en períodos de depreciación	Proporción de intervenciones en períodos de apreciación
Chile	01/01/2004	15/06/2011	21	41	59
Colombia	03/01/2000	30/06/2011	19	7	93
México	31/07/1996	06/06/2011	42	89	11
Perú	01/02/2000	03/06/2011	61	34	66

Fuente: C. Broto, "The effectiveness of forex interventions in four Latin American countries", *Documentos de Trabajo*, N° 1226, Banco de España, 2012.

⁴ Obviamente en economías pequeñas y abiertas como las de América Latina y el Caribe el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real (en la medida en que el tipo de cambio real esté determinado por el tipo de cambio nominal) son uno de los mecanismos centrales de transmisión de los impulsos externos, incluidas la política monetaria, la liquidez, la volatilidad y las percepciones de riesgos. El movimiento observado en los tipos de cambio puede depender del grado de flexibilidad cambiaria y de las intervenciones cambiarias. En suma, las intervenciones cambiarias con las que se busca estabilizar el tipo de cambio nominal y real tienden a compensar su efecto sobre la inversión. También hay que añadir que el hecho de que el tipo de cambio se comporte como un activo financiero tiende a complejizar su impacto en la inversión. En un contexto de apertura y globalización financiera, el tipo de cambio nominal es un precio que responde a los retornos esperados (ya sean ganancias o pérdidas potenciales) en los mercados a futuro. En este sentido, el tipo de cambio se comporta como el precio de un activo. Formalmente, el valor presente de cualquier activo (incluido el tipo de cambio) (VP_t) puede expresarse como la sumatoria de los rendimientos esperados futuros ΣR^e descontados a la tasa de interés (i) más el costo de almacenamiento (c). $VP_t = \frac{R^e}{i+c}$. El valor actual del tipo de cambio debería ajustarse de forma de alinear el flujo de retornos esperados con la tasa de interés (es decir, $i = (\frac{R^e}{VP_t}) - c$). Pero al determinarse el tipo de cambio en los mercados a futuro, su nivel pasa a depender del conocimiento del futuro.

C. Resultados de la estimación de la ecuación de inversión

Sobre la base del análisis anterior, se estimó un modelo econométrico para realizar una estimación del impacto de cada uno de los determinantes de la inversión analizados previamente sobre la tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo (véase el cuadro III.7).

Cuadro III.7

América Latina (países seleccionados^a): variables utilizadas en la estimación de la ecuación de inversión, 1995-2017

Variables	Número de observaciones	Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo
Tasa de variación de la formación bruta de capital fijo (en porcentajes)	363	5,54	11,51	-41,42	36,70
Tasa de política monetaria en términos reales	363	9,18	8,17	0,50	74,75
Índice de precio de los productos básicos	352	132,16	45,13	43,38	220,03
Tasa de variación del índice de actividad económica (en porcentajes)	363	3,13	4,45	-14,27	16,20
Tasa de largo plazo (en porcentajes)	363	1,67	2,03	0,07	6,54
Índice de bonos de mercados emergentes (EMBI)	238	3,07	2,60	1,08	17,86

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Los datos corresponden a un panel con variable de tiempo trimestral. La cantidad de observaciones es de 352 si se excluye la variable incertidumbre macroeconómica (índice de bonos de mercados emergentes (EMBI)) de la muestra. Incluida esta, se obtiene un panel de 238 observaciones. La cantidad de observaciones varía por país; para la Argentina, los datos corresponden al período 2005-2017; para el Brasil, 2004-2017; para Chile, 2004-2017; para Colombia, 2006-2017; para México, 1994-2017, y para el Perú, 2004-2017.

El modelo especificado es el siguiente:

$$I_{it} = C + B_1IA + B_2TPM + B_3IPCM + B_4TLP + B_5TCR + B_6\gamma_i + \mu_t + e_{it} \quad (4)$$

Donde:

I : tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo en el tiempo t en el país i

IA : tasa de variación del índice de actividad económica en el tiempo t en el país i

TPM : tasa de política monetaria en el tiempo t en el país i

$IPCM$: índice de precios de los productos básicos en el tiempo t en el país i

TLP : tasa de interés externa en el tiempo t en el país i

TCR = tasa de variación del tipo de cambio real en el tiempo t en el país i

γ : efecto fijo por país i

μ_t : efecto fijo por tiempo

Se estimaron tres modelos para el conjunto de los países considerados. Los resultados se presentan en el cuadro III.8.

Variables	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Tasa de variación del índice de actividad económica (IA)	1,703*** (0,152)	1,04*** (0,25)	0,96*** (0,25)
Tasa de política monetaria (TPM)	-0,243** (0,112)	-2,24*** (0,56)	-1,50*** (0,41)
Índice de precios de los productos básicos (IPCM)	0,0384*** (0,0109)	0,073** (0,031)	0,053* (0,032)
Tasa de interés externa (TLP)	0,0990 (0,288)	-1,96 (7,27)	
Tasa de variación del tipo de cambio real (TCR)		-0,15 (0,097)	-0,92 (9,08)
Constante	1,087*** (240,1)	-77,13*** (98,36)	
Observaciones	352	188	282
R-cuadrado	0,643	0,78	86,5

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Nota: Los errores estándares robustos se presentan entre paréntesis.

*** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$, y * $p < 0$.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Cuadro III.8

América Latina (países seleccionados^a): resultados de la estimación econométrica de la ecuación de inversión, 1995-2017

El primer modelo incluye la tasa de variación del índice de actividad económica (IA), la tasa de política monetaria (TPM), el índice de precios de los productos básicos (IPCM) y la tasa de interés externa (TLP). Con este modelo, todos los parámetros estimados tienen el signo esperado. El modelo explica el 64% de la desviación de la tasa de variación de la inversión con respecto a su media.

Las variables más significativas incluyen la tasa de variación del índice de actividad económica y la tasa de política monetaria. Según este modelo, un aumento de un 1% de la tasa de crecimiento del índice de actividad económica genera un aumento del 1,7% de la tasa de variación de la inversión. Este resultado concuerda con el rango de valores que puede tomar el acelerador, como lo muestran los casos de la Argentina y México, presentados en el capítulo IV. Por su parte, un aumento de la tasa de política monetaria de 1,0 punto porcentual conlleva una reducción del 0,24% de la tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo. En menor medida el índice de precios de los productos básicos es también significativo: un aumento de 1,0 punto se traduce en un aumento del 3,84% de la tasa de variación de la inversión. El modelo 2 y el modelo 3 incluyen además el tipo de cambio real. Los modelos 2 y 3 otorgan un mayor impacto a la tasa de política monetaria y a los precios de los productos básicos.

D. Un análisis de la importancia relativa de los determinantes de la inversión

La importancia relativa se refiere a la cuantificación del peso de un regresor en una regresión lineal. Esta importancia está dada por la medida en que este regresor contribuye a R^2 (R al cuadrado)⁵, para lo cual se han desarrollado diferentes métodos estadísticos. La relevancia de cuantificar la importancia relativa radica en que un regresor que tiene poco impacto en términos de coeficiente podría tener un mayor peso en términos de explicar la variación de la variable dependiente (véase una explicación de la metodología en el recuadro III.1).

⁵ R al cuadrado es una medida estadística que representa la proporción de la varianza de la variable dependiente que viene explicada por una variable (o un conjunto de variables) independientes.

Recuadro III.1

Metodología para el análisis de la importancia relativa de los determinantes de la inversión

La metodología estadística que se usa en este análisis es la desarrollada por Ulrike Grömping en 2006, que utiliza seis métricas diferentes para estimar la importancia relativa de los regresores. Si el modelo lineal puede ser formulado como:

$$y = B_0 + B_1x_1 + B_2x_2 + B_3x_3 + B_4x_4 + B_5x_5 + e_{it}$$

Entonces

$$R^2 = \frac{\sum_{i=1}^5 (\hat{y}_i - \bar{y})}{\sum_{i=1}^5 (y_{it} - \bar{y})}$$

R^2 mide la proporción de la varianza de y , que es explicada por los cinco regresores del modelo utilizado en la ecuación anterior. Los diferentes métodos estadísticos se basan en esta fórmula para estimar la importancia relativa. Uno de estos métodos estadísticos es el desarrollado por Lindeman, Merenda y Gold en 1980. El algoritmo consiste en hacer p permutaciones (cantidad de variables independientes) y observar el cambio de R^2 en la medida en que se agrega o se quita el regresor x_i del modelo, es decir:

$$\text{reduccion_var} = \text{var}(Y|x_j, j \in P) - \text{var}(Y|x_k, k \in M \cap S)$$

Donde P es el conjunto de todas las permutaciones de p regresores y M es el conjunto de las variables a agregar al modelo en la permutación j .

El resto de los métodos estadísticos se basan en algoritmos similares (véase Grömping (2006)).

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de U. Grömping, "Relative importance for linear regression in R: the package relaimpo", *Journal of Statistical Software*, vol. 17, Nº 1, 2006.

Los resultados correspondientes a las variables incluidas en la regresión econométrica se presentan para la Argentina, el Brasil, Colombia, México y el Perú. De acuerdo con los resultados, el nivel de actividad y, por consiguiente, el efecto acelerador predomina en aquellas economías que cuentan con un sector manufacturero importante, que son también las de mayor tamaño, la Argentina, el Brasil y México. Para estas economías, se explica por el nivel de actividad, en promedio, el 67,8%, el 53,9% y el 69,7%, respectivamente, de la desviación de la tasa de crecimiento de la inversión con respecto a su media (es decir, R^2).

En los casos de Colombia y el Perú, que son productores y exportadores de recursos naturales, el precio de los productos básicos desempeña un papel importante en la determinación de R^2 . La tasa de política monetaria interna y la tasa de interés de largo plazo explican solo el 4,5% y el 4,6% de R^2 , respectivamente, en Colombia y el 3,3% y el 12,0% de R^2 , respectivamente, en el Perú. El índice de bonos de mercados emergentes tiene un papel explicativo relevante en el caso de la Argentina (21,2% de la desviación de la tasa de crecimiento de la inversión con respecto a su media). Finalmente, la tasa de tipo de cambio real es importante en el caso del Brasil (explica el 19,8% de la desviación de la tasa de crecimiento de la inversión con respecto a su media) (véase el cuadro III.9).

Cuadro III.9

América Latina (países seleccionados): resultados de la estimación de la importancia relativa de los determinantes de la inversión, con y sin índice de actividad, 1995-2017

País	R^2	Tasa de variación del índice de actividad económica (IA)	Índice de precios de los productos básicos (IPCM)	Tasa de interés externa (TLP)	Índice de bonos de mercados emergentes (EMBI)	Tasa de política monetaria (TPM)	Tasa de variación del tipo de cambio real (TCR)
Con índice de actividad							
Argentina	90,7	67,8	2,2	2,7	21,2	6,0	...
Brasil	90,5	53,9	9,5	2,2	5,2	9,4	19,8
Colombia	55,4	12,5	66,2	4,6	7,6	4,5	4,6
México	77,8	69,7	10,5	10,7	5,9	1,3	1,8
Perú	87,1	46,5	22,5	12,0	3,1	3,3	12,7
Promedio	80,3	50,1	22,2	6,5	8,6	4,9	9,7
Sin índice de actividad							
Argentina	64,0		5,4	4,0	65,8	24,8	...
Brasil	70,4		4,1	11,1	9,3	2,8	72,7
Chile	38,4		29,0	4,6	4,3	16,9	45,1
Colombia	53,4		69,9	8,6	10,3	...	4,7
México	37,2		28,2	36,2	20,3	11,8	3,6
Perú	69,8		46,4	30,2	2,5	2,4	18,6
Promedio	53,8		35,5	18,1	9,3	8,5	28,9

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de U. Grömping, "Relative importance for linear regression in R: the package relaimpo", *Journal of Statistical Software*, vol. 17, N° 1, 2006.

Debido a la estrecha asociación entre la formación bruta de capital fijo y la actividad económica, en el cuadro también se muestran los resultados de la estimación de la importancia relativa de los determinantes de la inversión para el conjunto de países considerados sin incluir la tasa de variación del índice de actividad económica. En este caso, las otras variables adquieren una mayor importancia. Para la Argentina, las variables más relevantes incluyen el índice de bonos de mercados emergentes y la tasa de política monetaria, que explican el grueso de la desviación de la tasa de crecimiento de la inversión respecto de su media (más del 75%). Para el Brasil, la variación del tipo de cambio real es la variable con mayor peso (72,7% de R^2), seguida por la tasa de interés externa y el índice de bonos de mercados emergentes (que explican el 11,1% y el 9,3% de R^2 , respectivamente). En el caso de Chile destacan la variación del tipo de cambio real, el índice de precios de los productos básicos y la tasa de política monetaria (que explican el 45,1%, el 29,0% y el 16,9% de R^2 , respectivamente). En el caso de Colombia, el índice de precios de los productos básicos explica casi el 70% de la desviación de la tasa de variación de la inversión con respecto a su media. En el caso de México, las variables más importantes son la tasa de interés externa, seguida por el índice de precios de los productos básicos y el índice de bonos de mercados emergentes (85% de R^2). Finalmente, en el caso del Perú se identifican el índice de precios de los productos básicos y la tasa de interés externa como las dos variables centrales (76,6% de R^2).

E. Los determinantes de la inversión: un análisis micro a nivel de empresas

El análisis del capítulo II, “Hechos estilizados de la evolución de la formación bruta de capital fijo en América Latina y el Caribe de 1995 a 2017” muestra que la inversión está concentrada en un nivel muy reducido de empresas y que, por consiguiente, su evolución no solo depende de variables macroeconómicas ya sean externas o internas que afecten a las economías en su conjunto (es decir, a nivel macroeconómico), como la tasa de interés internacional, el tipo de cambio o el crecimiento del producto. La inversión depende de variables microeconómicas y de la situación particular de una empresa o un conjunto de empresas en un sector y en un contexto determinado. La situación particular de una empresa o un grupo de empresas en un sector y en un momento determinado se evalúa por sus hojas de balance y estado de situación financiera.

Con este fin, en esta sección se analiza y evalúa la situación financiera del sector corporativo (financiero y no financiero) de la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú. Para ello, se computaron indicadores que reflejan el estado de liquidez, la solvencia y la rentabilidad de una muestra de 2.241 empresas que corresponden a un número de empresas de cada país que informan sus balances y estados financieros para el período 2009-2016. Como indicador del estado de liquidez, se utilizó el coeficiente de liquidez inmediata (*quick ratio* (QR)). Como indicadores de la solvencia, se emplearon la relación de cobertura de intereses, la relación entre la deuda de corto plazo y la deuda total, y la estructura de activos (relación entre activos corrientes y activos totales). Por último, como indicadores de la rentabilidad, se utilizaron la tasa de rendimiento sobre el capital ($ROE = \frac{\text{ingreso neto}}{\text{capital}}$) y el margen neto de beneficios.

Sobre la base de este cómputo se presentan los resultados a nivel agregado de tres maneras distintas para cada año considerado: i) en términos de medianas de todas las empresas; ii) en términos del porcentaje de empresas que difieren de la mediana de todas las empresas para cada indicador, y iii) en términos del porcentaje de empresas que difieren de un criterio o norma establecido para cada indicador sobre la base de la literatura relevante o de estudios empíricos disponibles. Las desviaciones se informan de manera que reflejen el porcentaje de empresas que se encuentran en una situación financiera más precaria que la definida en el criterio o norma establecido (véase el cuadro III.10).

Los indicadores de liquidez, como el coeficiente de liquidez inmediata, reflejan la capacidad de una empresa para pagar sus obligaciones a corto plazo. El coeficiente de liquidez inmediata, también conocido como cociente de prueba ácida, considera únicamente los activos de mayor liquidez (activos menos inventarios) como una medida de la capacidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. Tradicionalmente se considera que los coeficientes de liquidez que igualan o superan el valor 1 indican que las empresas son capaces de cumplir con sus obligaciones a corto plazo, en tanto que los valores del coeficiente de liquidez menores que 1 son un indicador del caso contrario.

Los indicadores de solvencia, como la relación entre deuda y patrimonio (es decir, el apalancamiento), miden la capacidad de una empresa para cubrir sus obligaciones a largo plazo. Los indicadores de solvencia muestran el grado en que una empresa depende del endeudamiento para financiar su actividad productiva. El endeudamiento se compara con los activos y el capital.

No hay ningún umbral absoluto para los coeficientes de apalancamiento. Estos pueden variar ampliamente, dependiendo de la fase del ciclo económico, del tamaño y de los niveles de desarrollo del país y también del tipo de actividad productiva de la empresa (los coeficientes de apalancamiento tienden a ser más altos en el caso de la manufactura que de los servicios). La información empírica en el caso de Europa muestra que el apalancamiento medido por la razón entre la deuda y los activos totales fue de un 36,2% en 1999, alcanzó un máximo de un 46,2% en 2009 (durante la crisis financiera mundial) y disminuyó a un 43,0% en 2011 (BCE, 2012). En un estudio más reciente que incluyó un conjunto de 618.000 empresas que operan en Eslovenia, España, Grecia, Italia y Portugal, correspondiente al período 2005-2014, se encontró que el apalancamiento (deuda respecto de activos financieros) alcanzaba un promedio de 0,48 (con una mediada de 0,45) y presentaba una desviación estándar de 0,3 (Gebauer, Setzer y Westphal, 2017). Este estudio sitúa el umbral de sobreapalancamiento (definido como una situación en que la deuda tiene un efecto estadísticamente significativo en la inversión) en un rango entre 0,80 y 0,85. Pérez Caldentey, Favreau-Negront y Méndez (2018) aplican la misma metodología para una muestra de 279 empresas de la Argentina, el Brasil, Chile, México y el Perú, y establecen el umbral de sobreapalancamiento en 0,81.

Otro indicador considerado es la relación de cobertura de intereses (ganancias antes de intereses e impuestos divididas por el interés), que es un indicador de la facilidad con que una empresa puede pagar intereses sobre su deuda y el grado en que depende de la deuda a corto plazo para pagar sus obligaciones. Como ocurre en el caso del apalancamiento, no hay ningún umbral absoluto para la relación de cobertura de intereses. No obstante, como en el caso del coeficiente de liquidez inmediata, parece una referencia útil determinar si este indicador se encuentra por encima o por debajo de 1. Valores inferiores a 1 pueden ser un reflejo de una posición financiera más débil.

Para la relación entre la deuda de corto plazo y la deuda total, se toma un valor de 0,5 como umbral. Por último, para la rentabilidad, no se utiliza ningún criterio específico. Simplemente se determina si tanto el rendimiento sobre el capital (ROE) como el margen neto de beneficios aumentan o disminuyen en los períodos 2009-2010 y 2011-2016.

La información a nivel agregado para el conjunto de empresas muestra, en general, con la excepción de la relación entre la deuda de corto plazo y la deuda total, un deterioro, según lo indica la evolución de los indicadores financieros presentados para el período considerado.

El coeficiente de liquidez inmediata se sitúa en promedio por encima del umbral establecido en 1,0, y no registra cambios en el período considerado. No obstante, entre 2010 y 2016 el porcentaje de empresas que se ubican bajo este umbral ha aumentado del 32,2% al 39,7% y el porcentaje de empresas que se ubican bajo la mediana ha crecido de un 49,7% a un 50,2%.

Los indicadores de solvencia, con la excepción de la relación entre la deuda de corto plazo y la deuda total, también evidencian un empeoramiento de la posición financiera del sector corporativo. La relación de cobertura de intereses muestra una caída entre 2010 y 2016 (de una mediana de 4,8 a una de 3,3), al mismo tiempo que se observa un aumento del porcentaje de empresas que se sitúan por debajo de la mediana (del 36,0% al 39,0%).

Cuadro III.10

América Latina (países seleccionados^a): indicadores financieros seleccionados de empresas que reportan hojas de balances y estado de resultados, 2010-2016

Indicadores financieros	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Liquidez	Coefficiente de liquidez inmediata (QR)						
Mediana	1,0	1,1	1,1	1,0	1,6	1,0	1,0
Porcentaje de empresas cuyo coeficiente de liquidez inmediata es menor que 1,0	32,2	39,9	41,3	45,9	39,5	39,7	39,7
Porcentaje de empresas cuyo coeficiente de liquidez inmediata es menor que la mediana	49,7	47,9	45,2	47,1	46,8	48,1	50,2
Solvencia	Relación de cobertura de intereses (RCI)						
Mediana	4,8	3,8	3,2	3,4	3,5	3,1	3,3
Porcentaje de empresas cuya relación de cobertura de intereses es menor que 1,0	37,8	27,7	28,4	27,9	30,9	33,8	31,1
Porcentaje de empresas cuya relación de cobertura de intereses es menor que la mediana	36,0	40,1	41,0	39,0	39	39,0	39,0
	Relación entre deuda y patrimonio (DP)						
Mediana	48,4	49,2	56,2	58,8	55,7	57,1	58,0
Porcentaje de empresas cuya relación entre deuda y patrimonio es mayor que 0,80	29,1	32,6	34,6	31,4	32,3	37,1	38,0
Porcentaje de empresas cuya relación entre deuda y patrimonio es mayor que la mediana	45,8	46,5	46,8	47,3	48,4	49,0	49,6
	Relación entre la deuda de corto plazo y la deuda total (DCDL)						
Mediana	0,56	0,57	0,45	0,49	0,49	0,48	0,47
Porcentaje de empresas cuya relación entre deuda de corto plazo y deuda total es mayor que 0,50	29,2	35,3	36,7	38,8	42,9	43,0	41,7
Porcentaje de empresas cuya relación entre deuda de corto plazo y deuda total es mayor que la mediana	41,9	47,1	48,7	48,5	48,4	48,2	48,1
Rentabilidad	Rendimiento sobre el capital (ROE)						
Mediana	9,7	11,6	8,0	7,5	6,7	5,4	7,8
Porcentaje de empresas cuyo rendimiento sobre el capital (ROE) disminuyó	47,7			61,2			
Porcentaje de empresas cuyo rendimiento sobre el capital (ROE) es menor que la mediana	50,0	49,7	50,0	49,7	49,3	48,6	50,0
	Margen neto de beneficios (MNB)						
Mediana	9,4	7,2	5,8	6,6	6,5	6,2	7,4
Porcentaje de empresas cuyo margen neto de beneficios disminuyó	43,8			54,2			
Porcentaje de empresas cuyo margen neto de beneficios es menor que la mediana	50,0	50,0	50,0	50,3	50,0	50,0	50,0

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Bloomberg.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

De manera similar, se registra un aumento del coeficiente de apalancamiento promedio (de 48,4 en 2010 a 58,0 en 2016), así como un incremento del porcentaje de empresas que se sitúan por encima del umbral de 0,80 (del 29,1% al 38,0%) y del porcentaje de empresas que superan la mediana (del 45,8% al 49,6%) entre esos mismos años. En contraposición con el comportamiento de estos indicadores, se evidencia una caída de la mediana de la relación entre la deuda de corto plazo y la deuda total (de 0,56 en 2010 a 0,47 en 2016), si bien el porcentaje de empresas cuya relación entre deuda de corto plazo y deuda total se sitúa por encima de 0,50 aumentó del 29,2% al 41,7% entre 2010 y 2016.

Con el fin de ilustrar de qué manera la situación de las hojas de balance de las empresas puede afectar sus decisiones de inversión, se toma como punto de partida un hecho estilizado desarrollado, entre otras fuentes, en CEPAL (2015 y 2016). Este hecho es que las empresas financian sus inversiones tanto en capital de trabajo como en capital fijo con fondos internos (ingresos retenidos) y externos. En la medida en que las empresas utilicen fuentes externas de financiamiento, la deuda y el apalancamiento deberían expandirse con mayores niveles de gasto de capital y financiamiento. Si las empresas no se enfrentan a restricciones a su financiamiento externo, no debería haber una relación entre su flujo de caja, sus participaciones líquidas (determinadas en parte por las ganancias retenidas) y la inversión⁶.

⁶ Véase Fazzari, Hubbard y Petersen (1988).

Sin embargo, cuando las empresas pasan un determinado umbral de deuda pueden sentirse más limitadas económicamente y, como efecto de ello, pueden aumentar sus ganancias retenidas y las reservas de efectivo para protegerse contra la iliquidez y, en última instancia, la insolvencia. Como resultado, más allá de un cierto umbral de apalancamiento, la relación entre el flujo de caja y la inversión debe ser negativa.

Los cambios en las tasas de interés externas también pueden afectar los planes de inversión. Cuando las tasas de interés internacionales aumentan, incrementándose así el diferencial con las tasas nacionales, las autoridades monetarias locales se sentirán tentadas —y, de hecho, pueden verse obligadas— a aumentar el costo de los préstamos para las empresas que obtienen financiamiento principalmente local.

Las empresas que piden préstamos en los mercados de capitales internacionales (es decir, las firmas emisoras de bonos) también pueden ver limitadas sus opciones de financiamiento externo. Debido a la relación inversa entre las tasas de interés y el valor actual de un bono, un aumento de las tasas de interés se traduce en una caída del precio del bono. En consecuencia, cualquier expectativa de un aumento de las tasas de interés conducirá a una reducción de las explotaciones de bonos, para evitar una pérdida de capital. Esto puede traducirse en una disminución de los préstamos a través del mercado de bonos. Ambos mecanismos de transmisión pueden operar para contraer el gasto en inversión de largo plazo.

A fin de capturar las relaciones entre el flujo de caja (para diferentes niveles de umbral), las tasas de interés externas y la inversión, se utiliza un modelo de regresión de umbral de panel desarrollado por Hansen (1999). La regresión postula una relación no lineal entre el flujo de caja y la inversión, y una relación lineal entre las tasas de interés externas y la inversión. La ecuación estimada se especifica a continuación:

$$I_{it} = C + B_1 CF_{it-1} I_{(D_{it-1} < \gamma)} + B_2 CF_{it-1} I_{(\gamma < D_{it-1})} + \varphi Z_{it-1} + e_{it} \quad (5)$$

Donde:

C = constante

I_{it} = inversión (tasa de crecimiento de los activos tangibles) para la empresa i en el tiempo t

CF_{it-1} = flujo de caja para la empresa i en el tiempo $t-1$

D_{it-1} = deuda total sobre el patrimonio

γ = umbral de apalancamiento

$CF_{it-1} I_{(D_{it-1} < \gamma)}$ = flujo de caja en relación con los activos, para la empresa i en el tiempo $t-1$ por debajo del umbral de apalancamiento

$CF_{it-1} I_{(\gamma < D_{it-1})}$ = flujo de caja en relación con los activos, para la empresa i en el tiempo $t-1$ por encima del umbral de apalancamiento

r_{t-1}^{ext} = tasa de interés internacional en el tiempo $t-1$

$CATA_{t-1}$ = activos corrientes en relación con los activos totales en el tiempo $t-1$

$CLTL_{t-1}$ = pasivos corrientes en relación con los pasivos totales en el tiempo $t-1$

$Size_{t-1}$ = logaritmo de los activos en el tiempo $t-1$

De acuerdo con el método utilizado, el umbral de apalancamiento se sitúa en promedio en 0,77. Los resultados que se resumen en el cuadro III.11 muestran que sobre este umbral existe una relación negativa entre la variación del flujo de caja respecto de los activos y la variación de la inversión. En particular, un aumento de 1 punto porcentual en el flujo de caja con respecto a los activos de la firma se traduce en una caída de un 0,75% de la tasa de crecimiento de los activos tangibles. Este resultado es estadísticamente significativo al 95% de confianza.

Cuadro III.11

América Latina (países seleccionados^a): resultados de la estimación econométrica de la ecuación de inversión, 2006-2016

Variables independientes	Coefficiente	Errores estándares robustos
C	10,3***	1,33
$CF_{it-1}I_{(D_{it-1}<\gamma)}$	-0,14	0,15
$CF_{it-1}I_{(\gamma < D_{it-1})}$	-0,75**	0,29
r_{t-1}^{ext}	-0,007	0,007
$CATA_{t-1}$	-0,43***	0,15
$CLTL_{t-1}$	-0,14	0,09
$Size_{t-1}$	-0,47***	0,06
Número de observaciones		1,827
R^2		0,17

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Nota: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$, y * $p < 0$.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Por otro lado, un aumento del tamaño de la firma de 1 punto porcentual tiene un impacto negativo de -0,47% sobre la inversión y un aumento de 1 punto porcentual de los activos corrientes en relación con los activos totales tiene un impacto negativo de -0,43% en la inversión; ambos resultados son significativos al 1%. El impacto de la tasa de interés internacional y la estructura de pasivos es negativo, lo que tiene sentido, a pesar de que estos coeficientes son no estadísticamente significativos.

F. Conclusiones

El impulso que registra la inversión en la década de 1990 y, sobre todo, en la década de 2000 se explica en parte por las características del ciclo. En América Latina y el Caribe, el ciclo de la inversión es más corto que el ciclo del PIB. Además, la inversión tiende a experimentar contracciones que son más intensas que las del PIB y también que las de otros componentes de la demanda agregada. En términos de su composición por activos, la construcción es el componente que muestra las contracciones más fuertes y duraderas, con la excepción del episodio de la crisis financiera mundial. Así, sesgar la composición de la inversión hacia una mayor proporción de la maquinaria y equipo podría disminuir en parte la volatilidad que muestra la inversión a lo largo del tiempo.

El análisis de los determinantes de la inversión a nivel regional y por país muestra una estrecha relación entre esta variable y el nivel de actividad. Esto se explica, en parte, por el efecto multiplicador que tiene la inversión como uno de los componentes autónomos (junto con las exportaciones) de la demanda agregada. El efecto multiplicador, a través de su impulso en el gasto, permite utilizar la capacidad productiva instalada.

El segundo factor que explica la estrecha relación entre el nivel de actividad y la inversión es el efecto acelerador. El efecto acelerador se refiere al grado en que el capital y la inversión responden ante aumentos del producto y del gasto. El coeficiente de aceleración está asociado, por consiguiente, con la creación de la capacidad. Un coeficiente de aceleración elevado permite generar aumentos significativos del capital y de la capacidad productiva. Si la composición de la inversión y del capital está sesgada hacia la maquinaria y equipo, entonces puede redundar en un aumento de la productividad. También cabe la posibilidad de que un coeficiente de aceleración elevado genere mayor volatilidad en el ciclo de la inversión.

Articular la utilización de la capacidad, a través del gasto, con la creación de la capacidad, a través del grado en que la inversión responde a la actividad económica, es un importante desafío para la política económica.

En las economías de la región que son de mayor tamaño y que tienen una estructura productiva más diversificada, el principio de aceleración desempeña un papel importante en la determinación de la evolución de la inversión. Esto podría indicar que el multiplicador tiende a tener un papel relativamente menor y quizás subsidiario respecto de aquel del acelerador. De hecho, el análisis demuestra que entre todas las variables explicativas que se consideran en la literatura, como las tasas de interés internas, el acceso a financiamiento externo, el riesgo y el tipo de cambio real y los precios de los productos básicos, el índice de actividad económica es la variable predominante en la determinación de la evolución de la inversión. Por esto, se requiere un análisis más en profundidad de los mecanismos de transmisión del acelerador. En cambio, en las economías de tamaño mediano, si bien el acelerador no deja de ser relevante, otros factores, en gran parte asociados al sector externo, en conjunción con las políticas monetarias internas, tienen un poder explicativo más importante.

El comportamiento de la inversión no solo responde a factores macroeconómicos, sino también a consideraciones microeconómicas. Esto cobra una significación central en las economías de América Latina y el Caribe, que se caracterizan por la elevada concentración sectorial y a nivel de empresas de la contribución a la generación del producto y del esfuerzo de inversión.

El análisis desarrollado en el capítulo muestra que el enfoque microeconómico de la inversión puede abordarse a través del análisis de las hojas de balance y el estado de situación de las empresas. Esto permite centrarse no solo en la dimensión microeconómica de la inversión, sino también demostrar que las condiciones financieras son un componente fundamental para explicar el comportamiento de la inversión en el tiempo.

El examen realizado ilustra este punto, mediante el análisis de la relación entre flujos de caja, apalancamiento e inversión, y plantea otro desafío para la política económica, a saber, que la relación entre estas variables es no lineal. Así, a partir de un determinado umbral las condiciones financieras pueden ser tales que conduzcan a una caída de la inversión. De manera más específica, puede afirmarse que mejores condiciones de financiamiento no necesariamente implican una mayor inversión. Todo depende del estado y las características de las hojas de balance y los estados de situación financiera de las empresas. Este análisis debería permitir profundizar en los efectos y los canales de transmisión de la política monetaria y del sistema financiero hacia la inversión.

Bibliografía

- Aghion, P., D. Hemous y E. Kharroubi (2009), *Credit Constraints, Cyclical Fiscal Policy and Industry Growth*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Agosin, M. R. (1994), "Saving and investment in Latin America", *Discussion Papers*, N° 90, Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Aravena, C., L. E. Escobar y A. Hofman (2015), "Fuentes del crecimiento económico y la productividad en América Latina y el Caribe, 1990-2013", *serie Macroeconomía del Desarrollo*, N° 164 (LC/L.4024), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Arbeláez, M. A. y J. J. Echavarría (2002), "Credit, financial liberalization and manufacturing investment in Colombia", *Research Network Working Paper*, N° R-450, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Aroche, F. (2006), "Trees of the essential economic structures: a qualitative input-output method", *Journal of Regional Science*, vol. 46, N° 2.
- Aroche, F. y M. A. Márquez (2016), "Una red económica norteamericana", *Ensayos Revista de Economía*, vol. 35, N° 1.
- Azofra Palenzuela, V. y F. López Iturriaga (1997), "Modelos de inversión en activo fijo: determinantes y propuestas", *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, N° 12.
- Banco Central del Ecuador (2018), "Formación bruta de capital fijo", Subgerencia de Programación y Regulación, Dirección Nacional de Síntesis Macroeconómica, febrero.
- Banco Mundial (2018), World Development Indicators [base de datos en línea] <https://data.worldbank.org/products/wdi>.
- Bardaji, J. y otros (2006), "Equipment investment in France and the euro zone: similarities and differences with respect to the previous cycle", *Conjoncture in France*, Instituto Nacional de Estadística y Estudios Económicos (INSEE), diciembre.
- Barro, R. J. (1991), "Economic growth in a cross section of countries", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, N° 2, mayo.
- BCE (Banco Central Europeo) (2012), "Corporate indebtedness in the euro area", *ECB Monthly Bulletin*, Fráncfort del Meno, febrero.
- Beckworth, D. y J. Hendrickson (2010), "The portfolio balance channel of monetary policy: evidence from the U.S. financial accounts", Bowling Green, Western Kentucky University (WKU) [en línea] <http://people.wku.edu/david.beckworth/portfolio.pdf>.
- Bernanke, B. (2013), *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Princeton, Princeton University Press.
- Bilsborrow, R. (1968), "The determinants of fixed investment by manufacturing corporations in Colombia", tesis para optar al grado de doctor, Universidad de Michigan.
- Blades, D. (2000), *Manteniendo series consistentes de cuentas nacionales*, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Blecker, R. (2009) "External shocks, structural change, and economic growth in Mexico, 1979-2007", *World Development*, vol. 37, N° 7.
- Bloomberg (2018), "Data and content: Bloomberg professional services" [en línea] <https://www.bloomberg.com/professional/solution/data-and-content/>.
- Blundell, R. y S. Bond (1998), "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models", *Journal of Econometrics*, N° 87.
- Bonelli, R. y A. Castelar Pinheiro (2007), "Growth diagnosis in Mercosur: the regional and competitiveness dimensions", *Textos para Discussão*, N° 182, Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (FUNCEX).
- Boundi Chraki, F. (2016), "Análisis input-output de encadenamientos productivos y sectores clave en la economía mexicana", *Revista Finanzas y Política Económica*, vol. 8, N° 1.
- Brainard, W. y J. Tobin (1968), "Pitfalls in financial model building", *American Economic Review*, vol. LVIII, N° 2.
- Bravo, F. y J. Restrepo (2002), "Funciones agregadas de inversión para la economía chilena", *Documentos de Trabajo*, N° 158, Banco Central de Chile.
- Broto, C. (2012), "The effectiveness of forex interventions in four Latin American countries", *Documentos de Trabajo*, N° 1226, Banco de España.
- Bry, G. y C. Boschan (1971), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, Nueva York, National Bureau of Economic Research.

- Bustos, A., E. Engel y A. Galetovic (2000), "Impuestos y demanda por capital", *Documento de Trabajo*, N° 858, Centro de Economía Aplicada, Universidad de Chile.
- Campo, R. G. (2004), "Determinantes de la inversión en Nicaragua: un estudio empírico", tesis de Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Cárdenas, M. (1995), "La inversión en Colombia: 1950-1994", *Coyuntura Económica*, vol. XXV, N° 4, diciembre.
- Cárdenas, M. y M. Olivera (1995), "La crítica de Lucas y la inversión en Colombia: nueva evidencia", *Ensayos sobre Política Económica*, N° 27, Banco de la República.
- Carrasco, O. F., C. A. Johnson y H. A. Núñez (2005), "Determinantes de la inversión a nivel de la empresa: un análisis de panel para Chile", *Estudios de Administración*, vol. 12, N° 1.
- Carrizosa, M., C. J. Fajardo y R. Suescún (1982), "Análisis económico del sistema de valor constante en Colombia", *Documentos CEDE*, N° 71, Universidad de Los Andes.
- Castañeda, J. (2017), "Cadenas globales de valor y gases de efecto invernadero, desde una perspectiva de insumo-producto: hipótesis de paraísos de contaminación en el TLCAN 1990-2011", tesis doctoral, Posgrado de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2017), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2017* (LC/PUB.2017/17-P), Santiago.
- (2016), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2016* (LC/G.2684-P), Santiago.
- (2015), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2015* (LC/G.2645-P), Santiago.
- (1986), "Las empresas transnacionales en el desarrollo colombiano", *Estudios e Informes de la CEPAL*, N° 60 (LC/G.1432), Santiago, septiembre.
- Chandrasekhar, C. P. (1996), "Explaining post-reform industrial growth", *Economic and Political Weekly*, vol. 31, N° 35/37.
- Charemza, W. y D. Deadman (1997), *New Directions in Econometric Practice*, Londres, Edward Elgar Publishing Ltd.
- Cheung, Y., M. Dooley y V. Sushko (2012), "Investment and growth in rich and poor countries", *NBER Working Paper*, N° 17788, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Chica, R. (1988), "Un diagnóstico de la crisis de la acumulación de la industria colombiana", *Desarrollo y Sociedad*, vol. 22.
- (1984), "La financiación de la inversión en la industria manufacturera colombiana: 1970-1980", *Desarrollo y Sociedad*, vol. 15-16.
- Claessens, S. y M. A. Kose (2018), "Frontiers of macrofinancial linkages", *BIS Papers*, N° 95, Banco de Pagos Internacionales.
- Comisión de las Comunidades Europeas y otros (1993), *Sistema de Cuentas Nacionales 1993*, Bruselas [en línea] <http://comuna.cat/-/sctasnac93.pdf>.
- Correa, V. y otros (2002), "Empalme PIB: series anuales y trimestrales 1986-1995, base 1996. Documento metodológico", *Documentos de Trabajo*, N° 179, Santiago, Banco Central de Chile.
- D'Amico, S. y otros (2012), "The Federal Reserve's large-scale asset purchase programmes: rationale and effects", *The Economic Journal*, vol. 122, N° 564, Hoboken, John Wiley & Sons, noviembre.
- DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadística) (2013), *Documento metodológico y resultados de la retropolación 1975-2005: base 2005* [en línea] http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/pib/especiales/doc_met_retropolacion_base2005_1975_2005_05_13.pdf.
- De la Cruz, P. y otros (2005), "Estimación de un modelo IS-LM para la economía mexicana", *Ensayos Revista de Economía*, vol. XXIV, N° 2, Universidad Autónoma de Nuevo León.
- Deloitte (2015), *Competitividad: aprovechar la siguiente ola en México* [en línea] <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/gx-gbc-mexico-competitiveness-report-spanish.pdf>.
- Díaz Quevedo, O. (2011), "¿Influye la cartera de créditos en la dinámica de la inversión privada en Bolivia?", *Documento de Trabajo*, N° 01/2011, Banco Central de Bolivia.
- Dögüs, I. (2018), "A Minskyan critique of the financial constraint approach to financialization", *Review of Keynesian Economics*, vol. 6, N° 2.
- Echavarría, J. J. y G. R. Zodrow (2005), *Impuestos a las utilidades e inversión extranjera directa en Colombia*, Banco de la República [en línea] <http://banrep.gov.co/docum/ftp/borra348.pdf>.
- Engle, R. y C. W. Granger (1987), "Co-integration and error correction: representation, estimation and testing", *Econometrica*, vol. 55, N° 2, The Econometric Society.
- Fainboim, I. (1990), "Inversión, tributación y costo de uso del capital en Colombia: 1950-1987", *Ensayos sobre Política Económica*, N° 18, diciembre.

- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard y B. C. Petersen (1988), "Financing constraints and corporate investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1, Washington, D.C., Brookings Institution.
- Fournier, J. M. (2016), "The positive effect of public investment on potential growth," *Economics Department Working Papers*, N° 1347, París, noviembre.
- Furceri, D. y B. G. Li (2017), "The macroeconomic (and distributional) effects of public investment in developing economies," *IMF Working Papers*, N° 17/217, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Gagnon, J. y otros (2010), "Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?," *Staff Report*, N° 441, Nueva York, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, marzo.
- Galindo, A. y M. Meléndez (2010), *Corporate Tax Stimulus and Investment in Colombia*, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Gancino Pacheco, E. M. (2015), "Determinantes de la inversión real en el Ecuador durante el período 1990-2012," proyecto previo a la obtención del título de Ingeniería en Ciencias Económicas y Financieras, Escuela Politécnica Nacional, Facultad de Ciencias.
- Garavito, A., A. M. Iregui y M. T. Ramírez (2012), "Inversión extranjera directa en Colombia: evolución reciente y marco normativo," *Borradores de Economía*, N° 713.
- Gebauer, S., R. Setzer y A. Westphal (2017), "Corporate debt and investment: a firm level analysis for stressed euro area countries," *Working Paper Series*, N° 2101, Fráncfort del Meno, Banco Central Europeo.
- Goldsmith, R. W. (1951), "A perpetual inventory of national wealth," *Studies in Income and Wealth*, vol. 14, National Bureau of Economic Research, Nueva York.
- Gómez, H. J. y L. J. Higuera (2018), *Crecimiento económico: ¿Es posible recuperar un ritmo superior al 4% anual?*, Bogotá, Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo).
- Góngora Pérez, J. P. (2012), "La formación bruta de capital fijo en México," *Comercio Exterior*, vol. 62, N° 6, Banco Nacional de Comercio Exterior, noviembre-diciembre.
- Greene, J. y D. Villanueva (1995), "La inversión privada en los países en desarrollo: un análisis empírico," *El financiamiento del desarrollo en América Latina: la movilización del ahorro interno*, vol. 1, A. Villagómez (comp.), Ciudad de México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).
- Grömping, U. (2007), "Relative importance for linear regression in R: the package relaimpo," *Journal of Statistical Software*, vol. 17, N° 1, Foundation for Open Access Statistics.
- Gujarati, D. y D. Porter. (2010), *Econometría*, Ciudad de México, McGraw Hill.
- Hall, R. E. y D. W. Jorgenson (1967), "Tax policy and investment behavior," *American Economic Review*, vol. 57, N° 3, American Economic Association.
- Hansen, B. E. (1999), "Threshold effects in non-dynamic panels: estimation, testing, and inference," *Journal of Econometrics*, vol. 93, N° 2, diciembre.
- Harding, D. y A. Pagan (2003), "A comparison of two business cycle dating methods," *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 27, N° 9, Elsevier.
- (2001), *Extracting, Using and Analysing Cyclical Information*. Melbourne, Melbourne Institute of Applied Economics and Social Research.
- Hausmann, R., D. Rodrik y A. Velasco (2005), *Growth Diagnostics*, Center for International Development, Universidad de Harvard.
- Hernández Gutiérrez, L. y N. Labarca (2003), "Determinantes de la inversión privada en Venezuela: un análisis econométrico para el periodo 1950-2001," *Tendencias*, vol. 4, N° 2, diciembre, Universidad de Nariño.
- Hexeberg, B. (2000), *Implementación del SCN 1993: retrospectiva de los datos de cuentas nacionales*, Banco Mundial.
- Hofman, A. (1992), "Capital accumulation in Latin America: a six country comparison for 1950-89," *Review of Income and Wealth*, vol. 38, N° 4, diciembre.
- Hofman, A. y otros (2017), "El proyecto LA-KLEMS," *El trimestre económico*, vol. 84, N° 2.
- Hsieh, C. y J. Parker (2002), "Taxes and growth in a financially underdeveloped country: evidence from the Chilean investment boom," Princeton University, inédito.
- INEGI (Instituto Nacional de Estadística y Geografía) (2017a), *Productividad total de los factores- Modelo KLEMS, año base 2013*, Ciudad de México.
- (2017b), "Productividad total de los factores, datos 1990-2016" [en línea] <http://www.inegi.org.mx/est/contenidos/proyectos/cn/ptf/default.aspx>.
- Iraheta, M., C. Blanco y M. Medina (2007), "Un modelo macroeconómico regional para Centroamérica y República Dominicana," *Documento de Trabajo SECMCA*, N° I-2307, San José, Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, mayo.

- Izquierdo, A., R. Romero-Aguilar y E. Talvi (2008), "Booms and busts in Latin America: the role of external factors"; *IDB Working Paper*, N° 532.
- Jorgenson, D. W. (1963), "Capital theory and investment behavior"; *American Economic Review*, vol. 53, N° 3, American Economic Association.
- Junankar P. N. (2008), "Acceleration principle"; *The New Palgrave Dictionary of Economics*, S. N. Durlauf y L. E. Blume (eds), Londres, Palgrave Macmillan.
- Kamps, C. (2004), "New estimates of government net capital stocks for 22 OECD countries 1960-2001"; *IMF Working Paper*, N° 4/67, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Khan, M. y C. Reinhart (1990), "Private investment and economic growth in developing countries"; *World Development*, vol. 18, N° 1.
- Kidyba, S. (2016), "Empalmes de series: aspectos metodológicos y prácticas internacionales"; documento presentado en el Seminario de Cuentas Nacionales de América Latina y el Caribe: Implementación Regional del Sistema de Cuentas Nacionales y su Relación con Otros Sistemas, Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Krolzig, H. y D. Hendry (2001), "Computer automation of general-to-specific model selection procedures"; *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 25, N° 6-7.
- Levine, R. y A. Renelt (1992), "A sensitivity analysis of cross-country growth regressions"; *The American Economic Review*, vol. 82, N° 4.
- Luca, O. y N. Spatafora (2012), "Capital inflows, financial development, domestic investment determinants and inter-relationships"; *Working Paper*, N° 12, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Magendzo, I. (2004), "Determinantes de la inversión en Chile"; *Documentos de Trabajo*, N° 303, Banco Central de Chile.
- Manuelito, S. y L. F. Jiménez (2015), "Rasgos estilizados de la relación entre la inversión y crecimiento en América Latina, 1980-2012"; *Revista CEPAL*, N° 115 (LC/G.2636-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), abril.
- (2014), "La inversión y el ahorro en América Latina: nuevos rasgos estilizados, requerimientos para el crecimiento y elementos de una estrategia para fortalecer su financiamiento"; *serie Macroeconomía del Desarrollo*, N° 129 (LC/L.3603/Rev.1), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), octubre.
- Marshall, J. (2003), "Tendencias de la inversión"; documento presentado en el Encuentro de la Corporación de Bienes de Capital, Santiago, 29 de mayo.
- Medina, J. P. y R. Valdés (1998), "Liquidez y decisiones de inversión en Chile: evidencia de sociedades anónimas"; *Documentos de Trabajo*, N° 25, Banco Central de Chile.
- Miller, R. y P. Blair (2009), *Input-Output Analysis: Foundations and Extensions*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Minsky, H. (1982), *Can "It" Happen Again?: Essays on Stability and Finance*, Nueva York, M. E. Sharpe.
- (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- Mohanty, M. S. (2014), "The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets: an overview"; *BIS Papers*, N° 78, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Moreno-Brid, J. C., K. Sandoval e I. Valverde (2016), "Tendencias y ciclos de la formación de capital fijo y la actividad productiva en la economía mexicana, 1960-2015"; *serie Estudios y Perspectivas-Sede Subregional de la CEPAL en México*, N° 170, Ciudad de México, Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- Moreno-Brid, J.C. y otros (2016), "Inversión, cambio estructural y crecimiento"; *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, N° 1.
- Nazara, S. y otros (2003), "PyIO: input-output analysis with Python"; *Regional Economics Applications Laboratory Working Paper*, N° 03-T-23, University of Illinois.
- Ocampo, J. A. y C. Crane (1988), "Ahorro, inversión y crecimiento económico en Colombia"; informe de investigación presentado al Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Ocampo, J. A., J. L. Londoño y L. Villar (1988), "Comportamiento del ahorro y la inversión: evolución histórica y determinantes"; *Lecturas de Macroeconomía*, E. Lora (ed.), Bogotá, Tercer Mundo/Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo).
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2007), *Innovation and Growth Rationale for an Innovation Strategy* [en línea] <http://www.oecd.org/sti/inno/39374789.pdf>.
- OCDE/CEPAL/CAF (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos/Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Banco de Desarrollo de América Latina) (2015), *Perspectivas económicas de América Latina, 2016: hacia una nueva asociación con China* (LC/G.2648), París, OECD Publishing.
- Ospina, J. (1976), "Determinantes de la inversión industrial en Colombia"; *Coyuntura Económica*, diciembre.

- Parra, C. E. (1998), "Determinantes de la inversión en Colombia: evidencia sobre el capital humano y la violencia"; *Archivos de Macroeconomía*, N° 084, Departamento Nacional de Planeación (DNP).
- Pérez Caldentey, E., N. Favreau-Negront y L. Méndez Lobos (2018), "Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications"; *Working Paper*, N° 904, Levy Economics Institute, mayo.
- Porras, R. y H. Allier (2009), "Mercados y crisis financiera global (1996-2008) (determinantes de la inversión en México)"; *Mundo Siglo XXI*, vol. 5, N° 19, Ciudad de México, Instituto Politécnico Nacional.
- Posada, D., A. Urtasun y J. González Mínguez (2014), "Un análisis del comportamiento reciente de la inversión en equipo y de sus determinantes"; *Boletín Económico*, N° 41, Banco de España, junio.
- Prasad, E., R. Rajany y A. Subramanian (2007), "Foreign capital and economic growth"; *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1.
- Ragnar, F. (1993), *Propagation Problems and Impulse Problems in Dynamic Economics*, Oslo, Universitetets Økonomiske Institut.
- Rajan, R. G. y L. Zingales (1995), "What do we know about capital structure: some evidence from international data"; *Journal of Finance*, vol. 50, N° 5.
- Ramírez, M. D. (2006), "Does foreign direct investment enhance private capital formation in Latin America?: A pooled analysis for the 1981-2000 period"; *The Journal of Developing Areas*, vol. 40, N° 1, Tennessee State University.
- Rasmussen, P. (1958), *Studies in Inter-Sectorial Relations*, Amsterdam, North-Holland P. C.
- Reinhart, C., G. Calvo y L. Leiderman (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors"; *MPRA Paper*, N° 7125, University Library of Munich.
- Ribeiro, M. y J. Teixeira (2001), "Análisis econométrico de la inversión privada en Brasil"; *Revista CEPAL*, N° 74 (LC/G.2135-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto.
- Robertson, R. (2004), "Relative prices and wage inequality: evidence from Mexico"; *Journal of International Economics*, vol. 64, N° 2.
- Rodrik, D. (2016), "The return of public investment"; *Project Syndicate*, 13 de enero.
- Rubio, M. (1983), "Estimación de una función de inversión para Colombia"; Corporación Centro Regional de Población, inédito.
- Ruiz, P. (2014), "Políticas de mitigación del cambio climático en México: un análisis de insumo-producto"; *Realidad, Datos y Espacio. Revista Internacional de Estadística y Geografía*, vol. 5, N° 1.
- Sala-i-Martin, X. (1997), "I just ran four million regressions"; *NBER Working Paper*, N° 6252.
- Salazar, N., P. Cabrera y A. Becerra (2011), "El impacto del leasing financiero sobre la inversión y el empleo en las firmas colombianas"; *Cuadernos Fedesarrollo*, vol. 35.
- Sánchez-Fung, J. R. (2009), "Modelación de la inversión en Centroamérica y la República Dominicana"; *Cuadernos de Economía*, vol. 28, N° 51, Universidad Nacional de Colombia.
- Servén, L. y A. Solimano (eds.) (1993), *Striving for Growth after Adjustment*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- (1992), "Private investment and macroeconomic adjustment: a survey"; *The World Bank Research Observer*, vol. 7, N° 1, Washington D.C., Banco Mundial.
- Solow, R. (1957), "Technical change and the aggregate production function"; *Review of Economics and Statistics*, vol. 39, N° 3.
- Steiner, R. y N. Salazar (2001), "La inversión extranjera en Colombia: ¿cómo atraer más?"; Bogotá, Proyecto Andino de Competitividad, abril.
- Titelman, D. (2017), "Rasgos generales de la inversión: una visión regional"; Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) [en línea] https://cepal.org/sites/default/files/document/files/daniel_titelman_04.10.2017.pdf.
- Tobin, J. (1971), "A general equilibrium approach to monetary theory"; *Essays in Economics*, vol. 1, Amsterdam, North Holland.
- Tori, D. y Ö. Onaran (2018), "The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK"; *Cambridge Journal of Economics*, 24 de enero.
- Warner, A. (2014), *Public Investment as an Engine of Growth*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Wheeler, D. y A. Mody (1992), "International investment location decisions: the case of U.S. firms"; *Journal of International Economics*, vol. 33, N° 1-2, agosto.
- Windmeijer, F. (2005), "A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators"; *Journal of Econometrics*, vol. 126, N° 1.

Anexo III.A1

Revisión de la literatura sobre los determinantes de la inversión (formación bruta de capital fijo)

País o grupo de países	Autor y año	Variables relevantes	Metodología y otros antecedentes
México	Porras y Allier (2009)	<ul style="list-style-type: none"> - Esfuerzo productivo: valor agregado bruto/activos totales - Rentabilidad - Capacidad instalada: formación bruta de capital fijo/activos totales - Disponibilidad de endeudamiento - Apertura comercial (financiera) 	Metodología de Rajan y Zingales (1995) de regresión cuantílica. Se analiza el comportamiento de la inversión de las sociedades no financieras residentes en México (en términos de capacidad de deuda) y la forma como esta es afectada por variables macroeconómicas y financieras.
	Moreno-Brid y otros (2016)	<ul style="list-style-type: none"> - Formación bruta de capital fijo - Inversión pública - Coeficiente de inversión - Indicador de cambio estructural 	Análisis de descomposición de la demanda agregada. Multiplicador.
Venezuela (República Bolivariana de)	Hernández Gutiérrez y Labarca (2003)	<ul style="list-style-type: none"> - Formación bruta de capital fijo del sector privado real - Formación bruta de capital fijo del sector público real - PIB real y tasa de interés activa real - Variación del índice de precios al consumidor (tasa de inflación) - Cuadrado de la tasa de inflación y tipo de cambio nominal - Coeficiente entre el deflactor implícito de la inversión de capital y el deflactor implícito del PIB real - Es el monto de crédito interno real disponible en el sistema financiero venezolano 	Metodología de Engle y Granger (1987). Las principales conclusiones que se desprenden del análisis de los resultados son que la inversión privada en el largo plazo está explicada en forma positiva por sus propios rezagos, por la inversión pública y por el producto de la economía, y en forma negativa por el costo del capital. En el corto plazo, la inversión privada es explicada positivamente por sus propios rezagos, y negativamente por el costo del capital, la inflación y la tasa de interés. El mecanismo de corrección de error resultó significativo estadísticamente, con lo que se logra conciliar los desequilibrios presentes en el corto plazo con los valores de equilibrio de largo plazo.
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Díaz Quevedo (2011)	<ul style="list-style-type: none"> - Acceso a financiamiento para decisiones de corto plazo - El PIB como variable sustitutiva (<i>proxy</i>) de las expectativas de demanda explica la inversión privada de largo plazo - Irreversibilidad de la inversión 	Análisis sobre la forma como las variables afectan la inversión de corto y largo plazo mediante un modelo de corrección de errores.
Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela (República Bolivariana de)	Hofman (1992)	<ul style="list-style-type: none"> - Incremento bruto del capital neto del activo i durante el período t - Inmovilización inicial bruta de activos - Capital neto de los activos en t 	Se utilizan dos metodologías, cada una con sus variaciones, para estimar las existencias de capital: i) medición directa del acervo de capital para un año de referencia, a través de diferentes tipos de encuestas, como las referentes a activos físicos, valores asegurados o valores contables de la empresa o estimación directa sobre la base de los valores bursátiles; ii) acumulación de series históricas sobre inversiones pasadas para deducir activos que son desechados, cancelados o destruidos por la guerra. El segundo método es ampliamente conocido como el "método de inventario perpetuo" iniciado por Raymond Goldsmith (1951).
América Latina y el Caribe	Titelman (2017)	<p>Gráficos:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Trayectoria de la formación bruta de capital fijo de América Latina y el Caribe - Formación bruta de capital fijo en comparación con la de regiones seleccionadas - Formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB - Formación bruta de capital fijo por componente 	Rasgos generales de largo plazo de la inversión en América Latina. La tasa de inversión de América Latina ha sido históricamente inferior a la de otras regiones con economías emergentes.
Centroamérica y República Dominicana	Iraheta, Blanco y Medina (2007)	<ul style="list-style-type: none"> - PIB regional a precios constantes - Formación bruta de capital fijo regional a precios constantes - Consumo de los hogares a precios constantes - Exportaciones/importaciones a precios constantes - Índices de precios al consumidor regionales 	La metodología es de cointegración y mecanismos de corrección de error con estimación de funciones que muestran la corrección de los desequilibrios de coyuntura y el retorno al equilibrio de largo plazo en el PIB, el consumo de los hogares, la formación bruta de capital fijo, las exportaciones, las importaciones y los precios.
Nicaragua	Campo (2004)	<ul style="list-style-type: none"> - Flujo neto de caja en el período "s" - Precio del capital - Precio de bienes de consumo - Tasa de interés nominal - Proporción del acervo de capital - Tasas de impuesto a la renta de las empresas 	Modelo neoclásico de Jorgenson (1963) y Hall y Jorgenson (1967). Se utilizó como marco de referencia el modelo neoclásico de inversión a la rentabilidad del capital y a su costo de uso. Se encontró que la variable de rentabilidad esperada tiene un fuerte efecto sobre las decisiones de inversión.
Ecuador	Gancino (2015)	<ul style="list-style-type: none"> - Expectativas de crecimiento económico - Créditos otorgados al sector privado - Inflación (debido a la dolarización en el país) 	Mínimos cuadrados ordinarios (MCO) con pruebas de estacionariedad de las series, ya que se construyen con variables macroeconómicas.

País o grupo de países	Autor y año	Variables relevantes	Metodología y otros antecedentes
Chile	Magendzo (2004)	<ul style="list-style-type: none"> - Costo de uso del capital (estadísticamente significativo) - Q de Tobin: Bravo y Restrepo (2002) encuentran una relación positiva y significativa sobre la inversión agregada. Medina y Valdés (1998) no encuentran una relación significativa entre la Q de Tobin y las decisiones de inversión. Además de la rentabilidad esperada, las decisiones de inversión dependen de la liquidez interna de las firmas, lo que es respaldado por Hsieh y Parker (2002). - Hsieh y Parker (2002) encuentran que la política de tributación tiene un alto impacto en las decisiones de inversión. Bustos, Engel y Galetovic (2000) muestran que la variación de los impuestos a las utilidades retenidas tiene efectos pequeños sobre el costo de uso del capital. 	Análisis descriptivo de la evolución de la inversión en Chile y revisión de otros estudios relevantes para el país.
América Latina y el Caribe	Aravena, Escobar y Hofman (2015)	<ul style="list-style-type: none"> - Tasa de crecimiento de la productividad laboral - Ratio capital/trabajo - Ratio capital destinado a tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC)/trabajo - Ratio capital no destinado a TIC/trabajo - Productividad total de factores 	<ul style="list-style-type: none"> - Un método "tradicional" en el que se usan datos fácilmente disponibles sobre horas trabajadas y acervo de capital (insumos) y se calcula una medida de eficiencia, la productividad total de los factores. - Un método "mejorado" en el que se separa el trabajo entre horas trabajadas y una medida de calidad de trabajo y se calcula el capital ya no como el acervo de capital sino como flujo de servicios de capital. - Un método basado en la iniciativa World KLEMS, llamado LA-KLEMS en el caso de la región, que permite una desagregación y medición más fina de los insumos que pueden ayudar a explicar el crecimiento de la economía en su conjunto y en forma separada por sectores, con un total de hasta nueve sectores. - Una variación del método anterior permite explorar las relaciones de productividad del trabajo en relación con el uso de distintas formas de capital (destinado a TIC y no destinado a TIC) y de la productividad total de factores.
Ecuador	Banco Central del Ecuador (2018)	<p>Cuadros:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Formación bruta de capital fijo (2000-2016) - Estructura de la formación bruta de capital fijo <p>Gráficos:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Formación bruta de capital fijo pública y privada - Formación bruta de capital fijo por producto 	Gráficos y cuadros sobre la formación bruta de capital fijo facilitados por el Banco Central del Ecuador.
México	Góngora Pérez (2012)	Un bajo ratio entre formación bruta de capital fijo y PIB se traduce en un bajo crecimiento en comparación con otros países. También un sistema financiero débil perjudica la inversión y el acceso a financiamiento por parte de las empresas. Un aspecto positivo es la mayor proporción de maquinaria y equipo en la formación bruta de capital fijo, pero a su vez ha disminuido la proporción que es producida internamente y ha aumentado la importada.	Análisis descriptivo mediante gráficos sobre composición de la formación bruta de capital fijo y de la evolución del ratio entre formación bruta de capital fijo y PIB de otros países para comparar las brechas de crecimiento.
Chile	Carrasco, Johnson y Núñez (2005)	Las principales variables que determinan la inversión a nivel de empresa son: <ul style="list-style-type: none"> - tamaño de los activos - resultado operacional - índice de liquidez - Q de Tobin A nivel macroeconómico, las variables relevantes son la tasa de interés y el PIB.	Datos de panel (dinámicos) para 35 empresas cotizantes en la Bolsa de Santiago en el periodo 1992-2003. También se estima el modelo a través de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) y el método generalizado de momentos (MGM).
Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y República Dominicana	Sánchez-Fung (2009)	Para el largo plazo se descubren funciones de inversión cointegradas, mientras que para el corto plazo el crecimiento del PIB es significativo. Ni el gasto de gobierno ni la incertidumbre resultaron ser significativas, con la excepción del caso de la República Dominicana.	Se estudian los determinantes de la inversión agregada usando series anuales de las últimas cuatro décadas mediante la metodología de Krolzig y Hendry (2001), que utiliza estrategias múltiples de selección de modelos que son más robustas que los métodos tradicionales según las simulaciones de Montecarlo.
Reino Unido	Tori y Onaran (2018)	<ul style="list-style-type: none"> - Adición bruta a los activos fijos - Capital neto - Ingresos de explotación - Dividendos en efectivo de ventas netas - Suma de intereses y dividendos recibidos por las sociedades no financieras - Suma de los gastos por intereses sobre la deuda y los dividendos de las sociedades no financieras 	Metodología de estimación: estimadores generalizados de momentos (GMM) utilizando datos de panel extraídos de la base de datos Worldscope. Los resultados muestran el efecto adverso de los pagos financieros y los ingresos financieros sobre la tasa de acumulación.

País o grupo de países	Autor y año	Variables relevantes	Metodología y otros antecedentes
Estados Unidos	Dögüs (2018)	Cuadros que demuestran: – Cambios en la formación bruta de capital fijo y en el dividendo y el saldo de intereses (1960-2015) – Formación bruta de capital fijo y cambio en el gasto de consumo de los hogares de los Estados Unidos (1960-2015) – Índice de financierización (= proporción de activos financieros respecto de los activos no financieros mantenidos por sociedades no financieras de los Estados Unidos) (1960-2015).	Se da un enfoque poskaleckiano a la financierización, en el que se argumenta que la inversión de las sociedades no financieras en activos de capital real se ha visto limitada al aumentar los pagos de dividendos e intereses. Se realiza una crítica según la teoría de la inversión de Minsky. En el trabajo se sugiere que la reinversión de ganancias en bienes de capital ha decrecido debido a una disminución en las expectativas de cuasi alquiler inducidas por una demanda reducida. El argumento se prueba a través de la causalidad de Granger, utilizando los datos disponibles de los Estados Unidos correspondientes al período comprendido entre 1960 y 2014.
Chile	Marshall (2003)	Gráficos: – Formación bruta de capital fijo, dividida en construcción, maquinaria y total – Crecimiento del PIB y participación de la formación bruta de capital fijo – Rentabilidad y participación de la formación bruta de capital fijo	Se resalta la importancia del aumento de la tasa de inversión a finales de los años noventa como impulso de la economía chilena. Un aspecto favorable para las perspectivas de la inversión es la mejora en los indicadores de rentabilidad de las empresas y las cotizaciones bursátiles.
Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de)	Ramírez (2006)	La inversión extranjera directa rezagada, el gasto público en inversión y el crédito real al sector privado tienen efectos positivos en la formación de capital en el sector privado. Por el contrario, el tipo de cambio real rezagado y su volatilidad tienen un efecto negativo en la formación de capital.	Se utiliza un modelo de datos de panel agrupado (<i>pooled</i>) para el período comprendido entre 1981 y 2000. También se estima el modelo mediante regresiones aparentemente no relacionadas y se hacen pruebas de raíz unitaria para las series de los países.
España	Posada, Urtaun y González Mínguez (2014)	En el modelo básico, las variables que resultan estadísticamente significativas son: – la demanda (se utiliza como variable sustitutiva (<i>proxy</i>) el PIB) y la Q de Tobin (como medida de rentabilidad esperada) En el modelo “sofisticado”, las variables relevantes son: – la posición financiera de las empresas (márgenes y flujos de caja) – la incertidumbre, que tiene una relación negativa y significativa con la inversión en equipos	Análisis de la inversión en maquinaria y equipo en el período comprendido entre 1995 y 2013, sobre la base del modelo propuesto en Bardaji y otros (2006) con datos trimestrales. Se estiman, mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO) ecuaciones de corto y largo plazo.
General	Azofra Palenzuela y López Iturriaga (1997)	– Volumen esperado de producción, previsiones de demanda, costo de utilización del capital o costos de ajuste – Estímulos fiscales al costo de utilización del capital (precios relativos, descuento y factor impositivo) – Ratio Q de Tobin – Asimetrías informativas	Análisis de las principales teorías de inversión, la teoría neoclásica de la acumulación de capital, el ratio Q de Tobin y la información asimétrica.
Brasil	Bonelli y Castelar Pinheiro (2007)	– PIB/trabajador – Capital/trabajador Gráficos: – Tasas de formación bruta de capital fijo a precios corrientes y a precios constantes La reducción de la inversión fija del gobierno explica más de la mitad (57%) de la reducción de las tasas de formación bruta de capital fijo de la economía entre la primera mitad de la década de 1970 y el comienzo de la década de 2010.	Metodología de diagnóstico de crecimiento de Hausmann, Rodrik y Velasco (2005). Esta metodología parte de la premisa de que la inversión privada en capital fijo es el determinante básico del crecimiento.
22 países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)	Kamps (2004)	En este trabajo se estiman las elasticidades del capital (público/privado) respecto del producto, no los determinantes de la formación bruta de capital fijo.	En el estudio se estiman los datos de acervo de capital en sus tres formas, es decir, como formación bruta de capital fijo privado no residencial, formación bruta de capital fijo privado residencial y formación bruta de capital fijo público, para el período 1960-2001.
India	Chandrasekhar (1996)	La principal conclusión del trabajo es que no se puede establecer un vínculo entre liberalización, inversión privada y crecimiento industrial (se menciona que la liberalización ha aumentado el consumo privado y los créditos asociados a este componente).	Se utilizan datos macro del período 1985-1995 para analizar de manera descriptiva la formación bruta de capital fijo (inversión) y el desarrollo industrial.

Hechos estilizados y principales determinantes de la inversión: un análisis de países seleccionados de América Latina y el Caribe

Introducción

A. El caso de la Argentina

B. El caso de Chile

C. El caso de Colombia

D. El caso de México

E. Conclusiones

Bibliografía

Anexo IV.A1

Introducción¹

En este capítulo se presenta un análisis de la inversión referente a cuatro países seleccionados (Argentina, Chile, Colombia y México). Este conjunto de países representa el 42% de la inversión y el 41% del PIB de la región. En el capítulo se describe la evolución de la inversión en esos países y su composición en las últimas tres décadas. Lo que es más importante, se centra la atención en un análisis empírico y econométrico de los determinantes de la inversión en dichos países.

Los resultados a nivel de país apuntalan los hechos estilizados para la región en su conjunto, presentados en el capítulo III “Un análisis empírico de los determinantes de la inversión”.

Al igual que a nivel regional, todos los países analizados muestran un aumento en el nivel de inversiones en la década de 2000. Entre 2000 y 2015 la tasa de inversión aumentó del 10% al 18%; del 20% al 24%; del 14% al 27%; y del 15% al 22% en los casos de la Argentina, Chile, Colombia y México, respectivamente. Este aumento tendencial de la inversión refleja los ciclos económicos de los distintos países considerados.

Otro factor en común con el análisis regional es que la descomposición por tipo de activo revela que la construcción es en promedio el componente más importante de la inversión, representando el 61%; el 69%; el 57% y el 55% respectivamente en los casos de la Argentina, Chile, Colombia y México. Cabe destacar que también en los casos nacionales el apartado de maquinaria y equipo ha pasado a ser en la última década el componente más dinámico de la inversión, lo que refuerza los resultados presentados para América Latina y el Caribe en su conjunto.

La descomposición en inversión pública y privada refleja dos grandes tendencias. Por una parte, para todos los casos considerados la inversión privada supera ampliamente a la inversión pública. Por otra parte, la inversión pública ha tendido a disminuir en el tiempo y representa por lo general entre el 20% y el 25% de la inversión total y entre el 2% y el 5% del PIB. No obstante, tal como se señala para el caso de México, la inversión pública puede tener un efecto positivo (*crowding-in effect*) en la inversión privada.

El análisis empírico de los determinantes de la inversión demuestra que los casos analizados tienen importantes factores en común.

Los análisis econométricos ponen de manifiesto la estrecha relación existente entre la inversión y el PIB en los cuatro países considerados. En general, los resultados indican que la relación entre inversión y crecimiento no es uncausal, sino más bien bidireccional.

Por una parte, la inversión es una de las variables que —junto con las exportaciones y el gasto de gobierno— determinan el crecimiento económico. La inversión utiliza la capacidad productiva no solo a través del gasto directo que esta representa sino también por su efecto inducido en los otros componentes de la demanda agregada. Un mayor efecto multiplicador del gasto de inversión genera una mayor demanda de insumos y productos terminados, lo cual puede a su vez generar una mayor utilización de la capacidad productiva instalada. Por otra parte, el crecimiento y la expectativa de mayor demanda y crecimiento son fundamentales para poner en marcha y mantener activo el proceso de inversión.

A la par con una estrecha relación entre inversión y PIB, el análisis muestra que las variables asociadas al sector externo (tipo de cambio real, términos de intercambio, crédito en moneda extranjera y flujos financieros externos) juegan un papel central en el desempeño de la inversión. No es suficiente contar con políticas internas adecuadas y favorables a un entorno propicio para la inversión. También importan las condiciones externas.

¹ Este capítulo se basa en los trabajos de los consultores Hildegart Ahumada, Daniel Aromí, Carolina Durana, Juan Carlos Moreno Bríd, Camila Pérez y Leonardo Villar.

A la vez que el análisis empírico de los determinantes de la inversión destaca factores comunes a los distintos países considerados, también pone de manifiesto hechos asociados a las especificidades de los países. Así, la inversión está estrechamente relacionada con la estructura productiva de los países, tal como ejemplifican los casos de Chile, Colombia y México. El impacto de los factores externos en la inversión depende de cómo estos repercutan en la estructura productiva.

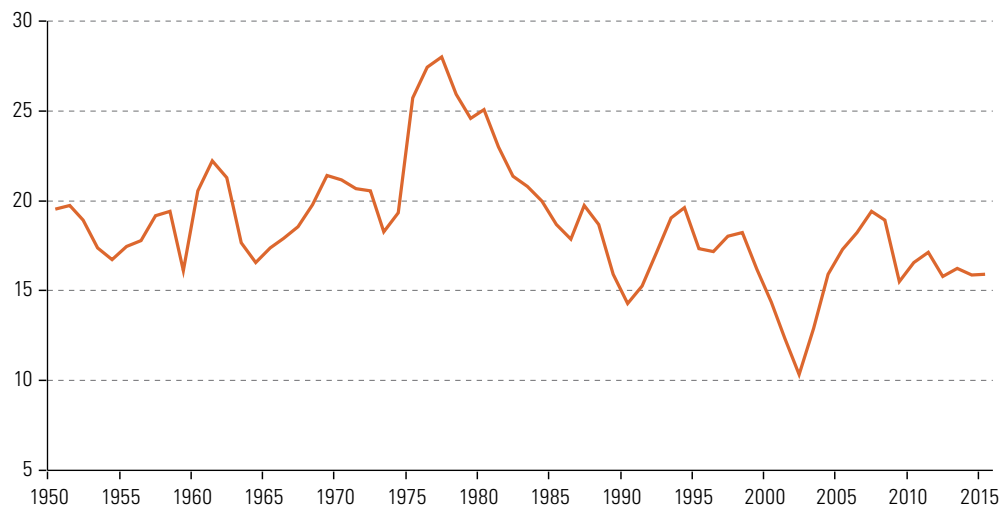
Del análisis se desprende asimismo que las condiciones de financiamiento locales no siempre inciden con la misma intensidad en todos los casos examinados, siendo en la Argentina donde revisten mayor importancia. También en el caso de la Argentina el salario real desempeña un papel importante como determinante de la demanda agregada. En el caso de Colombia destaca la importancia del sistema financiero local a partir de 2000, y el impacto de las condiciones de seguridad para mantener un entorno propicio para la inversión.

A. El caso de la Argentina

1. Hechos estilizados del comportamiento de la inversión en la Argentina

La evolución de la inversión en las últimas seis décadas en Argentina (1950-2016) se divide en cinco fases (1950-1974; 1975-1987; 1988-1998; 1999-2011, y 2012-2015). Las dos primeras fases registran los coeficientes de inversión más elevados (el 19% y el 23% del PIB para 1950-1974 y 1975-1987 respectivamente). En la segunda fase el coeficiente de inversión anota el máximo registrado a lo largo de todo el período (el 27% del PIB para 1975). Las tres fases siguientes muestran una baja tendencial seguida de una recuperación y eventual estancamiento de la inversión. Entre 1975 y 2002 (coincidiendo con la crisis de la convertibilidad) el coeficiente de inversión cayó del 27% al 10% del PIB. A partir de este punto la inversión se recupera, llegando a representar el 18% en 2010 para luego situarse en el 16% del PIB (véanse el gráfico IV.1 y el cuadro IV.1).

Gráfico IV.1
Argentina: coeficiente de inversión a precios corrientes, 1950-2015
(En porcentajes del PIB)



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

	Precios corrientes			
	Total	Construcción	Material de transporte	Maquinaria y equipo
1950-1974	19	11	3	5
1975-1987	23	15	3	6
1988-1998	17	11	2	5
1999-2011	16	9	2	5
2012-2015	16	10	2	4
	Precios constantes (base 2004)			
	Total	Construcción	Material de transporte	Maquinaria y equipo
1950-1974	19	12	3	5
1975-1987	21	13	3	5
1988-1998	17	10	2	5
1999-2011	17	9	2	6
2012-2015	20	9	3	8

Cuadro IV.1

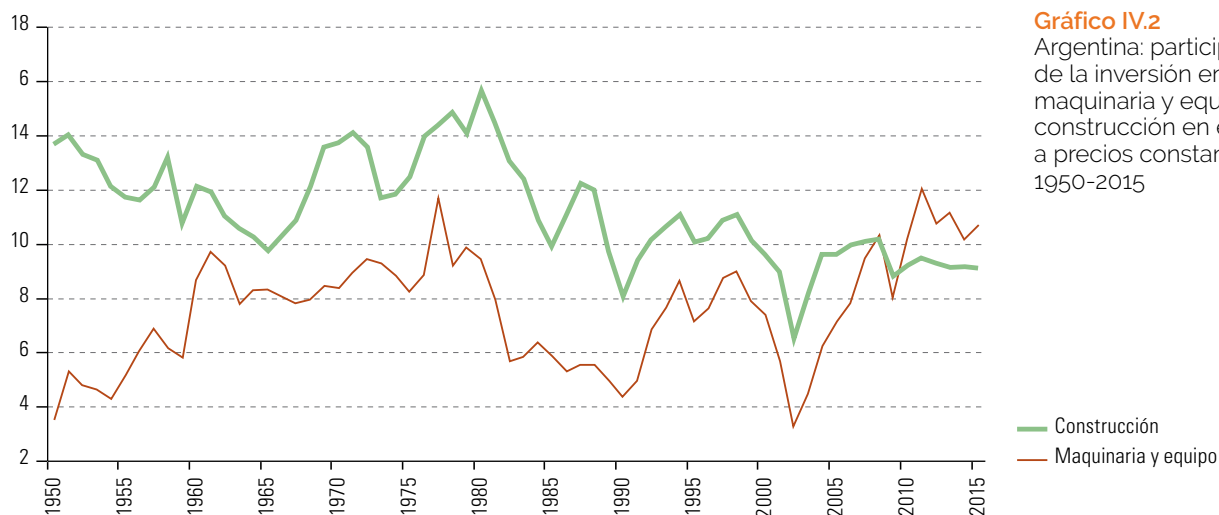
Argentina: coeficientes de inversión y su descomposición en construcción, transporte y maquinaria y equipo, a precios corrientes y constantes, 1950-2015 (En porcentajes del PIB)

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

La descomposición de la inversión en construcción y maquinaria y equipo muestra que el primer componente es el más importante en promedio (el 61 % del total y el 11 % del PIB para el período 1950-2015). Maquinaria y equipo representó el 27,6% del total y el 5% del PIB para el mismo período. La construcción es también el componente que muestra la mayor volatilidad. La desviación estándar del coeficiente de inversión de la construcción es en promedio del 2,0% para todo el período considerado, mientras que para la maquinaria y equipo se sitúa en el 1,49%.

No obstante, un análisis más detallado de las distintas fases de la evolución de la tasa de inversión muestra que, al igual que a nivel agregado, a partir de la década de 2000 maquinaria y equipo tiene un ritmo de crecimiento mayor al de la construcción. A partir de 2011 la tasa de inversión en maquinaria y equipo supera a la de la construcción (el 11% y el 9% del PIB en promedio para el período 2011-2015).

Cabe señalar asimismo que a partir de los años noventa la maquinaria y equipo ha venido incluyendo una fuerte presencia de insumos importados. Esta tendencia se acentúa en la década de 2000. En efecto, los datos de que se dispone muestran que en promedio para el período 2006-2015 la maquinaria y equipo importado llegó a representar más del 6% del PIB, mientras que el componente nacional apenas se situó en el 5% del PIB.

**Gráfico IV.2**

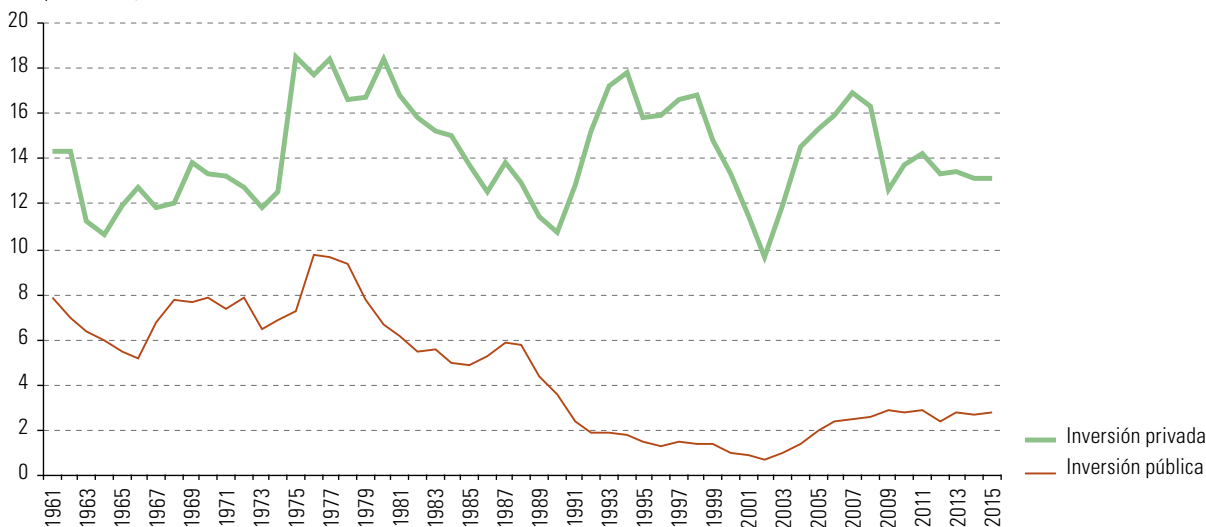
Argentina: participación de la inversión en maquinaria y equipo y en construcción en el PIB, a precios constantes, 1950-2015

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

La evolución de la inversión a lo largo de todo el período examinado presenta dos tendencias: en primer lugar, la predominancia de la inversión privada en relación a la inversión pública. En promedio, la inversión privada y la pública representaron el 14% y el 4% del PIB respectivamente (véase el gráfico IV.3). Por otra parte, los datos muestran una tendencia declinante de la inversión pública a partir de finales de los años setenta. Entre 1961 y 1979, la inversión pública se situó en general por encima del 6% del PIB, llegando a niveles máximos del 8% del PIB entre 1976 y 1979. En ese período la inversión pública representó aproximadamente un tercio de la inversión total. Durante los períodos posteriores, la inversión pública representó una fracción significativamente menor, cayendo del 8% a un mínimo del 1% del PIB entre 1979 y 2001 y estabilizándose en un 2% entre 2008 y 2015. En los últimos años de la muestra (2006-2015), este componente representó menos del 20% de la inversión total. En una medida importante, esta trayectoria puede explicarse por la privatización de empresas públicas.

Gráfico IV.3

Argentina: participación de la inversión pública y privada en el PIB, a precios corrientes, 1961-2015
(En porcentajes)



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

2. Un análisis de largo plazo entre la formación bruta de capital fijo y el PIB

Esta sección presenta un estudio econométrico el proceso de formación de capital en la economía argentina y sus determinantes para el período 1950-2015. Como parte del mismo se modeliza la inversión agregada (formación bruta de capital fijo) en función de un conjunto de variables macroeconómicas y financieras, tratando de identificar los determinantes de largo plazo para luego centrarse en el estudio de la relación entre inversión y producto.

Para estudiar las relaciones de largo plazo se utilizó el enfoque de cointegración en sistemas propuesto por Johansen (Juselius, 2006)². Las variables consideradas para el

² Brevemente, el punto de partida es la estimación de un sistema VAR y a partir del mismo encontrar las posibles relaciones de largo plazo o más precisamente de cointegración, dadas por ciertas restricciones derivadas de los coeficientes de los niveles de las variables (rango reducido). En el caso de que se detecten dichos vectores de cointegración, podrán obtenerse asimismo los coeficientes de ajuste de las diferentes variables a las relaciones de largo plazo. Estos, justamente, nos darán información sobre cuáles variables "ajustan" para alcanzar la relación, la cual es "movida" por otras que serían la exógenas (débiles). Debe señalarse que este concepto de exogeneidad, que es el relevante para estimar modelos condicionales como el que sería un uniecuacional, es distinto del de causalidad en el sentido de Granger (1969), que solo refleja anticipaciones en el comportamiento de las variables y que puede evaluarse de la estimación del VAR (irrestricto). Ambos conceptos se aplicarán posteriormente para la inversión argentina agregada y sus determinantes. Un simple ejemplo, para el caso de variables estacionarias y regresión simple, explica la diferencia. Si queremos estimar un modelo uniecuacional: $y_t = \beta x_t + u_t$, cuando el modelo que genera a x_t es $x_t = \gamma x_{t-1} + \varphi y_{t-1} + e_t$. La no causalidad en sentido de Granger de y para x , dada por $\varphi = 0$, no es necesaria ni suficiente para estimar el modelo de y dada x por la regresión simple uniecuacional. Para ello lo importante es la covarianza de los errores de las ecuaciones anteriores, si se puede suponer que $E[u_t, e_t] = 0$. Si ello es así, x será exógena y se podrá estimar el modelo de y dada x por la regresión simple uniecuacional.

análisis incluyeron : i) PIB a precios constantes, en relación a la posible relación derivada tanto de la teoría del acelerador (PIB dado) como de una función agregada de producción (capital dado); ii) el salario real, tanto en relación con la demanda interrelacionada del otro importante factor de producción, como con su comportamiento durante el ciclo; iii) el tipo de cambio real de flotación libre, tanto como factor de expectativas de desempeño macroeconómico, reflejo de la competitividad y como componente importante de los costos de los bienes de capital importados, y iv) el crédito en moneda extranjera y en moneda local y tasas de interés, como componentes del costo de capital. En todas las estimaciones se incluyeron dos rezagos, una tendencia lineal para incluir la posibilidad de distintas tasas de crecimiento (determinísticas) y variables ficticias (*dummies*)(impulso) por valores extremos, en la mayor parte de los sistemas el año 2002, entre otros³.

Los resultados obtenidos muestran por un lado una sola relación de cointegración que permitió centrarse en la asociación entre la formación bruta de capital fijo y el PIB. Las otras variables⁴ fueron no significativas (como el tipo de cambio) o con signos no correspondientes a los esperados (en especial las medidas de crédito) en las relaciones de largo plazo⁵. La ecuación de cointegración se reproduce a continuación y los resultados econométricos de la prueba de cointegración y del sistema bivariado de vectores autorregresivos de orden 2 entre la formación bruta de capital fijo y el PIB con tendencia lineal y variables ficticias para 2002 y 1960 (por no normalidad residual) figuran en el anexo IV.A1.

$$\text{LFBKF} = 2,28 \text{ *** (LPIB)} - 0,03 \text{ *** (Tendencia)} \quad (1)$$

(0,103) (0,002)

La ecuación 1 muestra una relación positiva y estadísticamente significativa entre la formación bruta de capital fijo y el PIB⁶. Además, la elasticidad de la inversión con respecto al producto de algo mayor a 2. Sin embargo, también se encuentra un efecto de tendencia negativo y significativo en la inversión. Se puede notar que, para el crecimiento promedio del PIB (1951-2015) igual al 2,5% anual, la formación bruta de capital fijo agregada aumenta al 5,7%, pero si deducimos el efecto negativo de la tendencia, el crecimiento de la inversión sería solo del 2,7%. Este primer resultado sugiere investigar qué factores, además del PIB, podrían explicar el comportamiento de la inversión para el período considerado. Este punto se aborda en la sección siguiente.

Los resultados más detallados del análisis econométrico presentado en el cuadro del anexo IV.A1 muestran que los coeficientes de ajuste permiten concluir que en el largo plazo la inversión tiende a adaptarse a las variaciones del PIB, siendo por lo tanto este una variable exógena. Esto refleja un comportamiento de la inversión compatible con el principio del “acelerador” para la inversión agregada.

Por último, los resultados presentados en cuadro del anexo IV.A1 muestran que la interacción entre la formación bruta de capital fijo y el PIB tiene lugar a lo largo del año, tal como demuestra la prueba de exclusión de los dos rezagos de la formación bruta de capital fijo en la ecuación del PIB (véase el cuadro IV.1).

³ Se recomienda usualmente incluir la tendencia irrestricta para que entre en el espacio de cointegración si resulta significativa. En cambio, las variables ficticias (impulsos, 000010000) por valores extremos al igual que la constante se incluyeron restringidas y por lo tanto fuera de la relación de cointegración, como también se sugiere.

⁴ La inclusión de las tasas de interés plantea el problema de definir las en términos reales ya que requiere una medida de las expectativas de inflación. Para aproximar estas expectativas puede utilizarse la inflación contemporánea y rezagada. Pruebas realizadas en esta línea no fueron satisfactorias hasta la elaboración de este informe. Tampoco se encontraron efectos de los términos de intercambio.

⁵ El caso del salario real en la relación de largo plazo está siendo objeto de estudio. La medición del salario en dólares fue aun menos satisfactoria.

⁶ En la ecuación los errores estándares están entre paréntesis y *** denota significativo al 1% de confianza.

3. Análisis de los determinantes del coeficiente de inversión

La relación econométrica de largo plazo entre la formación bruta de capital fijo y el PIB permite analizar econométricamente el comportamiento del coeficiente de inversión considerando otros factores distintos al nivel del producto y relacionados con el costo del capital y con otros determinantes macroeconómicos.

Con el fin de seleccionar las variables más relevantes se utilizó un algoritmo de selección automática ("Autometrics", véanse Doornik, 2009 y Hendry y Doornik, 2014) que ayudó en la obtención de los modelos. En pocas palabras, este algoritmo automatiza una metodología que va de lo general a lo particular realizando un proceso de búsqueda por esquema de árbol, estando las variables ordenadas de acuerdo con sus estadísticos de significancia estadística *t* al cuadrado, a partir de un modelo inicial dado.

En este procedimiento se tienen en cuenta las pruebas de diagnóstico, por lo cual se tiene como objetivo un modelo congruente con los datos y no solo la bondad de ajuste del modelo. Una parte importante del desarrollo de este algoritmo es la selección de variables indicadoras (y tendencias) para cada observación de la muestra, enfoque conocido como saturación con variables ficticias (*dummy saturation*), de utilidad para detectar valores extremos, quiebres y numerosos usos más.

Luego de probar diversos modelos iniciales, se estimó un modelo que incluye como variables determinantes de la inversión, incluyendo el crédito privado en moneda extranjera, el margen de intermediación, el salario real, y el tipo de cambio real (véase el cuadro IV.2).

Cuadro IV.2

Resultados de la estimación de la regresión de inversión, 1953-2015

Variables independientes ^a	Coefficiente	ES	t-estadístico	t-prob
Tasa de inversión (-1)	0,649867	0,05288	12,3***	0,0000
Crédito en moneda extranjera	3,18723	0,5388	5,9***	0,0000
Margen de intermediación	-0,287000	0,05299	-5,42***	0,0000
Salario real	0,304147	0,05840	5,21***	0,0000
Tipo de cambio real (-1)	-0,0898850	0,03307	-2,72***	0,0087
Constante	-0,585621	0,09066	-6,46***	0,0000
l:1976	0,249660	0,07698	3,24***	0,0020

Test de diagnóstico	Resultado
AR 1-2 test	F(2,54) = 1,7480 [0,1838]
ARCH 1-1 test	F(1,61) = 0,073230 [0,7876]
Normality test	Chi ² (2) = 1,5621 [0,4579]
Hetero test	F(10,51) = 0,40399 [0,9386]
Hetero-X test	F(20,41) = 0,31436 [0,9964]
RESET23 test	F(2,54) = 0,49598 [0,6117]

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

Nota: Desviación estándar = 0,0679 R² = 0,86 F(6,56) = 57,76 [0,000]*** Adj.R² = 0,846.

Período = 1953-2015; número de observaciones = 63; número de parámetros = 7.

*** denota significativo al 1% de significancia.

^a Variable dependiente: tasa de inversión.

Como puede observarse, todas las variables incluidas son significativas (al 1%) y no todas las pruebas de diagnóstico rechazan las respectivas hipótesis nulas, por lo cual este modelo puede considerarse un modelo congruente (teniendo solo una variable ficticia en 1976) (véase el cuadro IV.2).

De acuerdo con las estimaciones obtenidas, la tasa de inversión depende positivamente, además de su propio pasado, de la variación del crédito en moneda extranjera y de la aceleración del salario. También, negativamente, de la variación del tipo de cambio real y del margen de intermediación en el sistema financiero.

Se puede apreciar cómo los factores externos influyen en la tasa de inversión. Por un lado, los incrementos en la disponibilidad de crédito en moneda extranjera y no en moneda local son los que influyen en la tasa de inversión. Por otra parte, el efecto del tipo de cambio real puede asociarse con el de un determinante principal del costo de adquirir bienes de capital importados; por eso es que su variación afecta negativamente la tasa de inversión. Debe señalarse que, a menos a nivel agregado, los precios de los diferentes componentes de la inversión, medidos a través de los precios implícitos en términos reales (relativo a los del producto), no resultaron significativos o no mostraron el signo esperado. El tipo de cambio puede asimismo incidir sobre las expectativas de la evolución de la economía, en la medida que las depreciaciones reales pueden implicar efectos riqueza negativos. Con respecto al financiamiento interno, el margen de intermediación puede señalarse como una medida de la eficiencia del sector bancario, y de allí que sus incrementos deriven en una disminución de la razón inversión-producto.

Por último, puede notarse que el efecto positivo del salario se da a través de su aceleración, por lo cual es probable que esté actuando como un indicador del comportamiento cíclico de la economía, más que como el precio del factor trabajo⁷.

El modelo en el cuadro IV.2 fue también evaluado con respecto a la posibilidad de incorporar medidas adicionales que reflejen las expectativas sobre la economía con la base de datos disponible. En particular se incorporaron los efectos de la inflación (variación anual) y de la brecha cambiaria (diferencia en logaritmos del tipo de cambio libre con respecto al tipo de cambio de importación), sin obtener resultados satisfactorios.

B. El caso de Chile

1. Hechos estilizados del comportamiento de la inversión en Chile

El análisis de la evolución del coeficiente de inversión durante el período 1990-2016 muestra un aumento tendencial en el coeficiente de inversión entre 1990-2003 y 2004-2016. En el primer período este se situó en un 19%, pasando a un 24% en el segundo período. Este comportamiento pone de manifiesto dos patrones, antes y después del auge de precios de los productos básicos. En el período total, la inversión oscila entre puntos altos del orden o superiores al 27% del PIB (en el 2012) y mínimos netamente por debajo del 15% (en 1991).

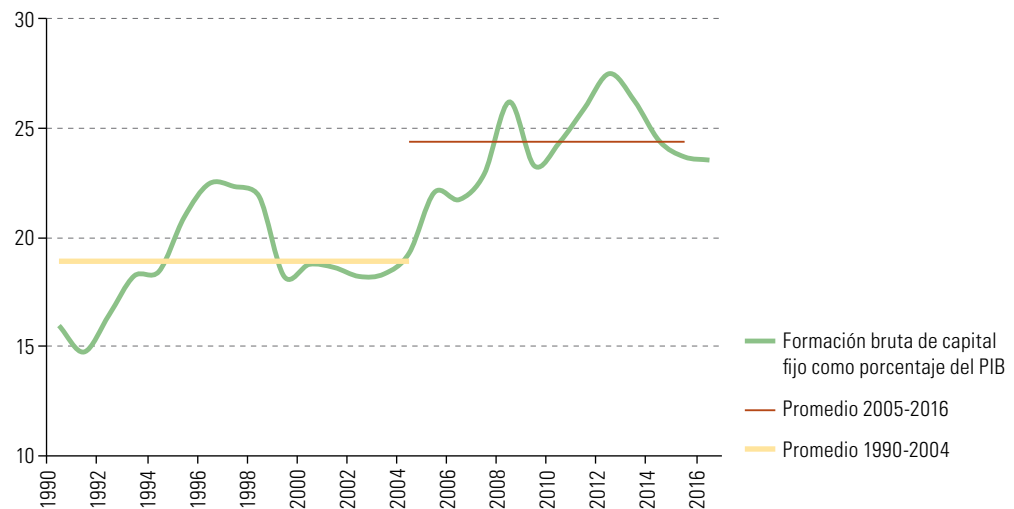
Durante el período 1990-2003, la inversión creció a un promedio del 12% por año entre 1990 y 1998, hasta alcanzar en 1998 un nivel 70% superior a la de inicios del período. Sin embargo, con el inicio de la crisis asiática la situación cambió completamente: tras una caída del 17% en 1999, la inversión se estabilizó, pero en niveles inferiores a los de 1998.

⁷ Estimaciones recursivas de los coeficientes estimados del modelo anterior y las pruebas de Chow de estabilidad conjunta. Estas pruebas no rechazan la hipótesis nula de constancia de los parámetros (dado el nivel del error estándar de la regresión), siendo el coeficiente de la variación del crédito en moneda extranjera el único con un cambio importante a partir de los años ochenta.

El fuerte incremento de los precios de los productos básicos a partir de 2003 dio lugar a un ligero repunte de la inversión de ese año, que se incrementó desde 2004 hasta alcanzar su máximo histórico en 2012. En este período (2004-2012) la inversión creció a un promedio anual del 9%, y solo en 2009 (año de la crisis financiera mundial) registró un retroceso. A partir de 2013 la inversión se contrajo a un ritmo promedio del 2% por año. La inversión disminuyó en total un 8% durante los cinco años de caída. Con todo, el esfuerzo inversor de la economía chilena durante los últimos 12 años ha sido notable, dedicándose casi una cuarta parte de su PIB a la inversión.

Gráfico IV.4

Chile: relación entre la formación bruta de capital fijo y el PIB, 1990-2016
(En porcentajes)

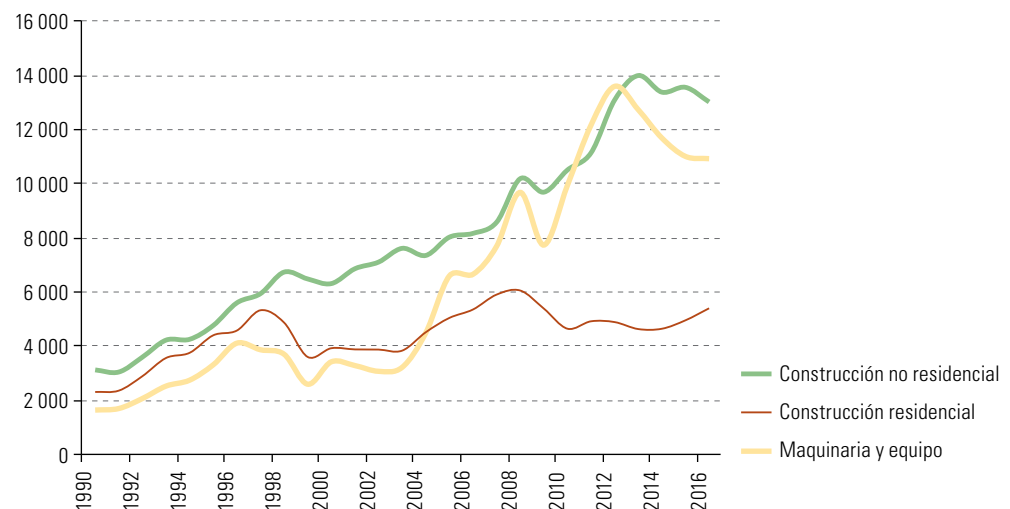


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales y LA-KLEMS.

La descomposición de la inversión por tipo de activo (construcción y maquinaria y equipo) mostró un crecimiento estable hasta 1997. A partir de entonces surgieron divergencias en las trayectorias de cada activo, pues mientras por un lado la inversión en construcción no residencial siguió creciendo a una menor velocidad, tanto la inversión residencial como la inversión en maquinaria y equipo se contrajeron y luego se estancaron, reproduciendo en cierta medida el patrón mostrado por la inversión total (véase el gráfico IV.5).

Gráfico IV.5

Chile: formación bruta de capital fijo por tipo de activo, 1990-2016
(En miles de millones de pesos a precios constantes de 2013)



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

A partir de 2004 ambos activos retomaron su crecimiento: maquinaria y equipo registró aumentos más acelerados que el resto de los activos, con un nivel de inversión que se triplicó en cinco años (véase el gráfico IV.4). Además, junto a la construcción no residencial se transformó en el principal componente de la inversión, repercutiendo notablemente en la evolución de la inversión total. El descenso de la inversión desde 2013 se explica principalmente por la caída del rubro de maquinaria y equipo.

Pese a haber iniciado el período de estudio (1990-2016) a niveles superiores a los de maquinaria y equipo, la inversión residencial finalizó 2016 en torno a la mitad de dicho rubro. A raíz de su caída en 2009 y posterior estancamiento, el nivel de inversión residencial en 2016 fue similar al obtenido diez años antes. La inversión en construcción no residencial presenta un patrón más parecido al de maquinaria y equipo que al de su par de construcción residencial. Su incremento es relativamente estable durante todo el período de análisis, salvo en los últimos tres años.

La evolución de la inversión en los diferentes tipos de actividad económica reproduce en términos generales el comportamiento del conjunto de la economía. Para valorar adecuadamente la composición sectorial conviene centrar el análisis en la inversión no residencial, excluyendo la inversión en vivienda. La mayor parte de los grandes sectores de la economía se mantuvieron relativamente estables durante los primeros años y, tras un retroceso en 1999, incrementaron sus niveles de inversión. Sin embargo, existen diferencias entre ellos que vale la pena señalar (véase el cuadro IV.3).

	1995-2000	2004-2008	2009	2010-2016
Total	13 951	20 879	22 834	29 281
Agro	442	626	572	697
Minería	1 377	2 748	3 965	6 782
Manufacturas	1 233	1 864	1 711	2 065
Electricidad, gas y agua	1 010	1 433	2 241	2 434
Construcción	661	620	646	855
Comercio, restaurantes y hoteles	729	546	648	1 273
Transporte y comunicaciones	1 134	3 414	2 993	4 537
Servicios financieros y empresariales	492	1 330	1 118	1 846
Servicios comunales, sociales y personales	2 406	2 909	3 536	3 907

Cuadro IV.3

Chile: inversión por sector de actividad económica, 1995-2016
(En miles de millones de dólares a precios constantes de 2013)

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

El comportamiento de los sectores de actividad económica de minería, transporte y comunicaciones y servicios comunales, sociales y personales son particularmente relevantes, dado su peso mayoritario en la inversión no residencial, cercano al 60%. Durante los primeros años, la inversión en esos sectores se mantuvo estable y alcanzó niveles superiores a los del resto de los sectores de la actividad económica. Desde 2003 se incrementaron de forma más rápida y sostenida hasta 2013, año desde el cual se estancaron o decrecieron.

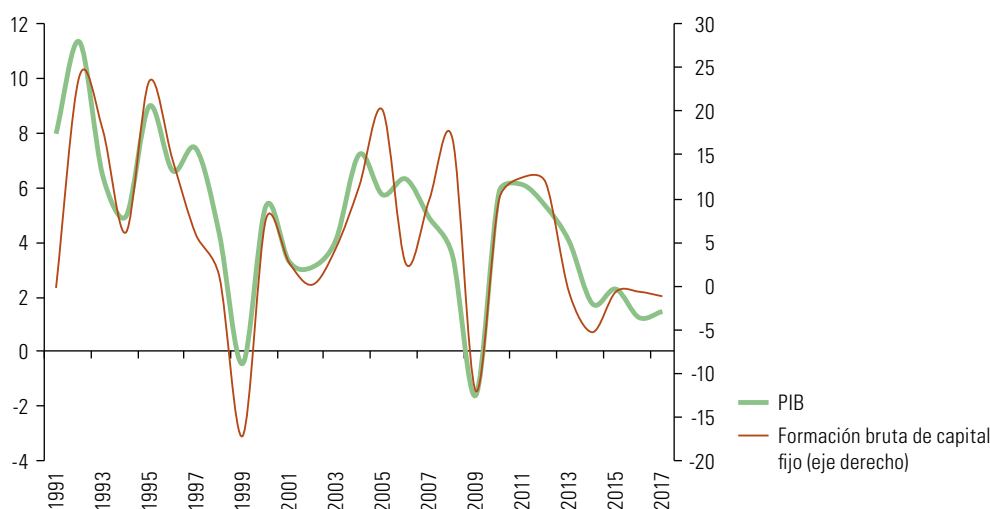
La minería es el principal sector de actividad económica por importancia en la inversión no residencial. Su peso se sitúa en torno al 20% del total de la inversión no residencial, porcentaje superior al que representa en el PIB (11% para el mismo período). Un aspecto específico de la minería es su gran crecimiento y variabilidad durante el período objeto de estudio, habiendo registrado fuertes aumentos y luego un marcado retroceso desde 2013. Su peso dentro de la inversión no residencial ascendió hasta alcanzar el 35% en 2013 y luego el 20% del total.

2. Análisis empírico de la relación de la inversión con la actividad económica a través de la contabilidad del crecimiento

La evolución de la inversión es claramente procíclica y se corresponde con el comportamiento de la economía chilena. Ello refleja por un lado el efecto positivo de la inversión sobre la demanda y la producción y por otro el efecto de las expectativas positivas o negativas de la actividad económica sobre las decisiones de inversión. El gráfico IV.6 muestra la sincronía en los movimientos de las tasas de crecimiento anual de la inversión y la actividad.

Gráfico IV.6

Chile: tasa de variación anual de la formación bruta de capital fijo y el PIB, 1991-2017
(Tasa de variación anual y porcentajes)



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

El análisis de la contabilidad del crecimiento muestra que en el período objeto de análisis hubo una importante contribución de los servicios del capital físico y del trabajo. El PIB creció en promedio al 4,5%, de lo cual el capital contribuyó con un 3,1% y el trabajo con un 1,83%, mientras que la contribución de la productividad total de los factores fue del -0,43%. En ese período de 25 años los servicios de capital fueron el principal responsable del crecimiento de la economía chilena, y en menor medida lo fue el factor trabajo (véase el cuadro IV.4).

Cuadro IV.4

Chile: contribución del trabajo, el capital y la productividad total de los factores (PTF) al crecimiento del PIB, 1990-2015

	1990-1997	1998-2003	2004-2009	2010-2015
PIB	7,25	2,76	3,37	4,00
Trabajo	2,64	1,71	1,03	1,81
Capital	3,67	2,73	3,99	3,48
PTF	0,94	-1,68	-1,65	-1,28

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

Si se consideran las cuatro fases señaladas, se observa que en el primer período (1990-1997) la tasa de crecimiento de la economía chilena fue el triple y el doble de la registrada en los otros períodos (1998-2003, 2004-2009 y 2010-2015). La contribución de los tres componentes propició el crecimiento, y el aporte de la productividad total de los factores ascendió al 15%. Los períodos siguientes, como se aprecia en el cuadro IV.1,

se caracterizan por una contribución negativa de dicha productividad al crecimiento, en especial durante el período 1998-2003, en que la contribución del factor capital y del trabajo revistieron especial relevancia.

Un análisis más detallado del factor trabajo muestra que han aumentado las horas trabajadas, justamente de los grupos con altos niveles de escolaridad, mientras que los de bajos índices educativos han disminuido sus horas trabajadas, lo que indicaría que tanto la cantidad como la calidad del factor trabajo han contribuido positivamente al crecimiento de la economía. El aumento en las horas trabajadas se ha dado en los tramos de los hombres mayores de 29 años y en las mujeres mayores de 50 años, y más en el tramo de 30 a 49 años.

En cuanto a la evolución de la productividad total de los factores, el análisis a nivel sectorial por sector productivo muestra que los sectores que registran una tasa negativa de crecimiento de dicha productividad (construcción y servicios comunales y sociales) o cuya tasa de crecimiento ha mostrado una tendencia a la baja a partir de la década de 2000 (minería, electricidad, gas y agua, y transporte y comunicaciones) generan el 51 % del valor de la economía en su conjunto⁸. Los sectores que han registrado una tasa positiva de crecimiento de la productividad total de los factores (agropecuario, silvícola y pesca; comercio; hoteles y restaurantes; manufactura) generaron solo el 17% del valor agregado de la economía en su conjunto (véase el cuadro IV.5).

Cuadro IV.5

Chile: valor agregado, acervo de capital y total de horas trabajadas, por sector de actividad económica (En porcentajes, total de la economía=100)

	Agropecuario	Minería	Manufacturas	Electricidad, gas y energía	Construcción	Comercio	Transporte y telecomunicaciones	Intermediación financiera	Servicios generales
Valor agregado									
1995	6,2	6,9	16,0	2,4	6,6	14,6	9,9	24,6	12,8
2000	5,9	5,6	15,6	2,5	5,1	13,1	11,4	24,9	15,8
2005	5,1	13,3	14,9	2,6	5,1	11,1	10,9	22,6	14,3
2010	3,9	17,1	12,0	3,3	6,3	10,7	8,9	22,3	15,6
2015	4,3	9,6	12,5	3,1	7,2	12,0	8,8	25,0	17,4
Acervo de capital									
1995	2,8	11,7	12,2	14,7	4,5	8,2	8,6	2,7	34,5
2000	3,0	10,5	10,3	14,3	3,8	9,3	11,2	3,7	33,8
2005	3,0	11,1	9,6	13,7	2,6	8,4	15,3	4,9	31,3
2010	2,6	12,9	8,8	13,5	2,6	7,3	17,9	6,3	28,1
2015	2,2	17,2	7,7	12,7	2,6	7,4	18,4	6,9	25,0
Total de horas trabajadas									
1995	16,0	1,8	16,0	0,6	7,8	19,1	8,1	6,3	24,2
2000	14,4	1,6	14,0	0,5	7,2	20,2	8,5	7,8	25,9
2005	13,3	1,6	13,1	0,4	8,4	20,5	8,7	9,0	24,9
2010	10,8	3,0	11,7	0,9	8,1	24,8	8,4	7,6	24,8
2015	9,2	2,9	10,9	0,8	8,7	24,4	8,0	8,2	26,9

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

⁸ Se consideraron nueve sectores de actividad económica: agropecuario, silvícola y pesca; minería; industria manufacturera; electricidad, gas y agua; comercio, hoteles y restaurantes; transportes y telecomunicaciones; construcción; servicios y financieros; y servicios sociales y comunales.

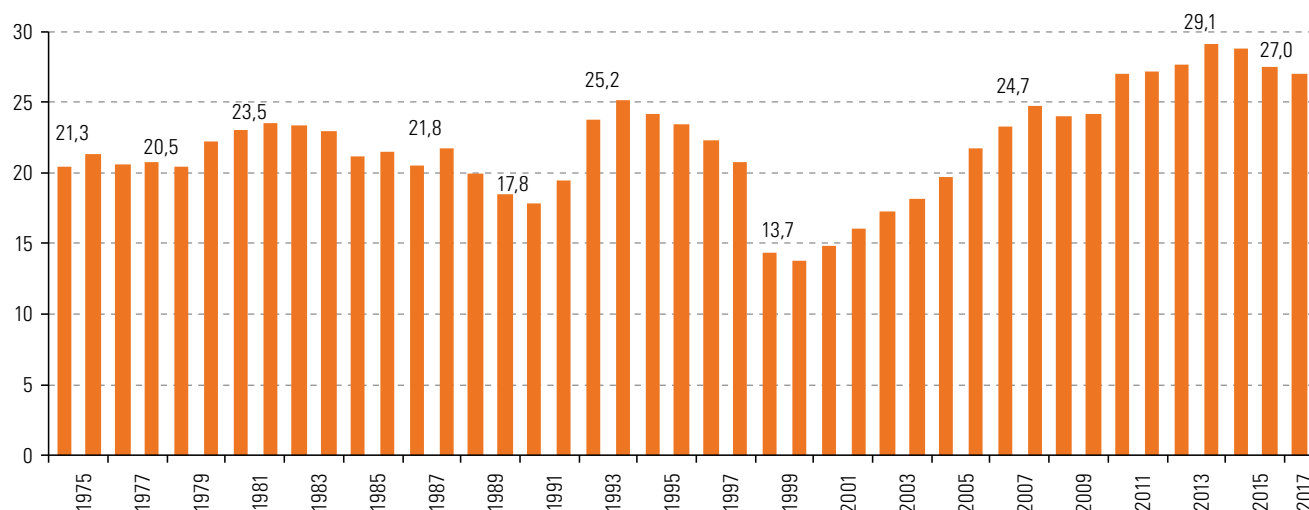
C. El caso de Colombia

1. Hechos estilizados del comportamiento de la inversión en Colombia

Durante las últimas cuatro décadas, el comportamiento de la inversión en Colombia ha tenido tres ciclos claramente definidos (véase el gráfico IV.7).

Gráfico IV.7

Colombia: formación bruta de capital fijo, 1975-2017^a
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) de Colombia.

^a El DANE tiene disponibles estadísticas desde 1975 hasta 2017 para la formación bruta de capital fijo. A partir de 1994 están disponibles los datos de la formación bruta de capital fijo pública y privada por componente (maquinaria y equipo, obras civiles, edificaciones, equipo de transporte, y otros) y desde 2000, también a nivel sectorial.

El primero se extendió desde el final de los años setenta hasta comienzos de los noventa. Tras un período de relativa estabilidad, el coeficiente de formación bruta de capital fijo en porcentajes del PIB aumentó del 20,5% en 1979 al 23,5% en 1982, momento a partir del cual se contrajo, alcanzando su punto mínimo en 1991.

El segundo ciclo tuvo lugar en los años noventa. El indicador de formación bruta de capital fijo en porcentajes del PIB pasó del 18% en 1991 al 25,2% en 1994, cuando inició un lento descenso que se agudizó en 1999 y 2000, durante la llamada crisis del fin del siglo.

El tercer ciclo es, según los datos de que se dispone, el más prolongado e intenso, lo que se explica en buena parte por el crecimiento de la construcción y por las categorías de maquinaria y equipo y equipo de transporte, cuyo aporte a la formación bruta de capital fijo fue importante hasta 2014 y estuvo asociado a la mayor demanda de bienes de capital del sector minero energético.

La formación bruta de capital fijo aumentó de manera continua del 13,7% del PIB en 2000 al 29,1% en 2014, momento a partir del cual empezó a observarse un leve deterioro. Entre 2000 y 2008 la formación bruta de capital fijo creció a una tasa real promedio del 12,4% y posteriormente, entre 2010 y 2014, lo hizo al 9%. Entre 2014 y 2017 se observó una ligera reducción en ese coeficiente, el cual sin embargo se mantuvo en niveles del orden del 27% del PIB, muy por encima de los promedios históricos. La desaceleración de la inversión en dicho período se explica por un menor dinamismo de los componentes de maquinaria y equipo, equipo de transporte y en el último año, también de las edificaciones.

El auge de la inversión observado en el período 2000-2014 contrasta con el de los dos ciclos anteriores. Tanto en el ciclo de los años ochenta como en el de los noventa, el aumento se dio en un lapso de tres años y a partir de allí empezó a revertirse. En esta ocasión, en cambio, el aumento fue mucho más sostenido y se prolongó durante 15 años.

Se trata además de un aumento sustancialmente mayor en el coeficiente de inversión bruta de capital, que ha coincidido con el auge de los precios de los productos básicos, en particular del petróleo, y con una abundante liquidez mundial. El aumento en la tasa de inversión del país ha dado lugar a un importante repunte del acervo de capital, que de acuerdo con estimaciones del Ministerio de Hacienda se duplicó entre 2000 y 2016⁹.

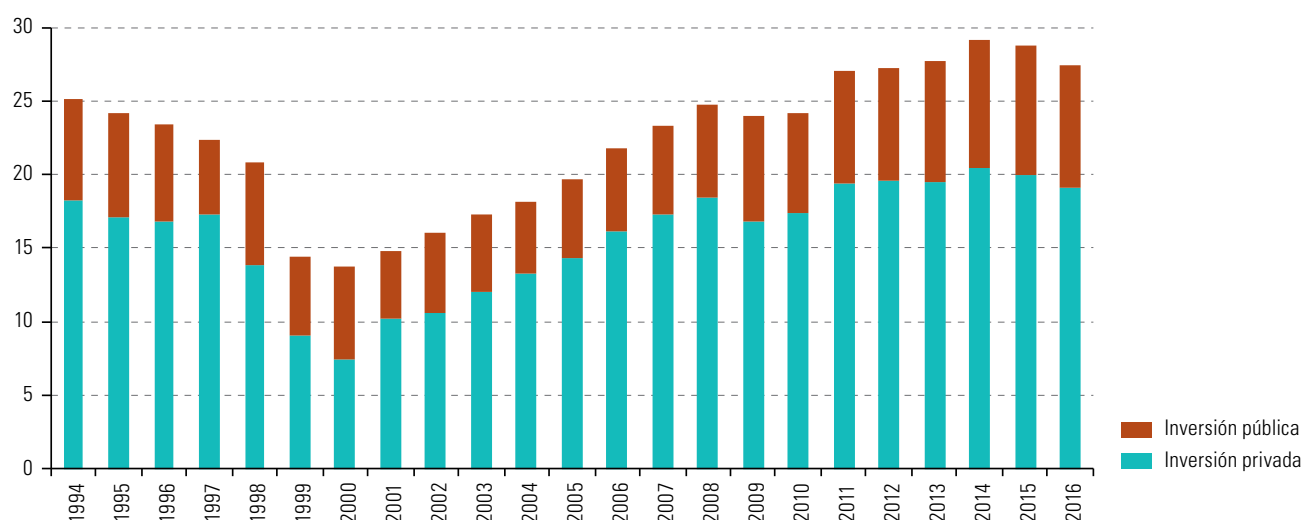
El gran interrogante que se plantea en las condiciones actuales radica en su sostenibilidad hacia el futuro y en la capacidad que tendrá el país de mantener a mediano plazo tasas de inversión superiores al 25% del PIB, que hoy en día son las más altas entre los países medianos y grandes de América Latina. Queda por verse, sin embargo, si la reducción moderada en el coeficiente de inversión observada entre 2014 y 2017 —en un ambiente de desaceleración de la actividad económica— se profundizará o no en los años venideros.

2. Un análisis de la evolución de los componentes de la inversión

Los ciclos de la inversión reflejan fundamentalmente el comportamiento de la inversión privada, que, al igual que en los otros casos analizados, representa más del 70% de la inversión total (véase el gráfico IV.3). Como porcentaje del PIB, la inversión pública y la privada se han movido de forma paralela, lo cual implica que ambas crecen durante períodos de auge y se contraen durante períodos de desaceleración económica. En este sentido, la inversión pública no actúa de manera contracíclica. Para 2016 la inversión pública representaba un 8,3% del PIB y un 30% del total de la inversión, mientras que la inversión privada se ubicaba en valores cercanos al 19% del PIB (véase el gráfico IV.8).

Gráfico IV.8

Colombia: evolución de la inversión privada y pública, 1994-2016
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y Departamento Nacional de Planeación (DNP) de Colombia y Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo).

⁹ El Ministerio de Hacienda calcula el acervo de capital con arreglo al método del inventario perpetuo. Las series que se utilizan son las del Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano (GRECO) del Banco de la República. La depreciación anual se calcula como el promedio ponderado de la tasa de depreciación de cada componente: un 2% para las edificaciones, un 8% para la maquinaria y equipo y un 13% para equipo de transporte.

Por su parte, al igual que en los otros casos, la descomposición de la formación bruta de capital fijo en construcción y maquinaria muestra que el primer componente es el más significativo, ya que representa en promedio el 57% del total y el 12% del PIB para el período 1994-2017.

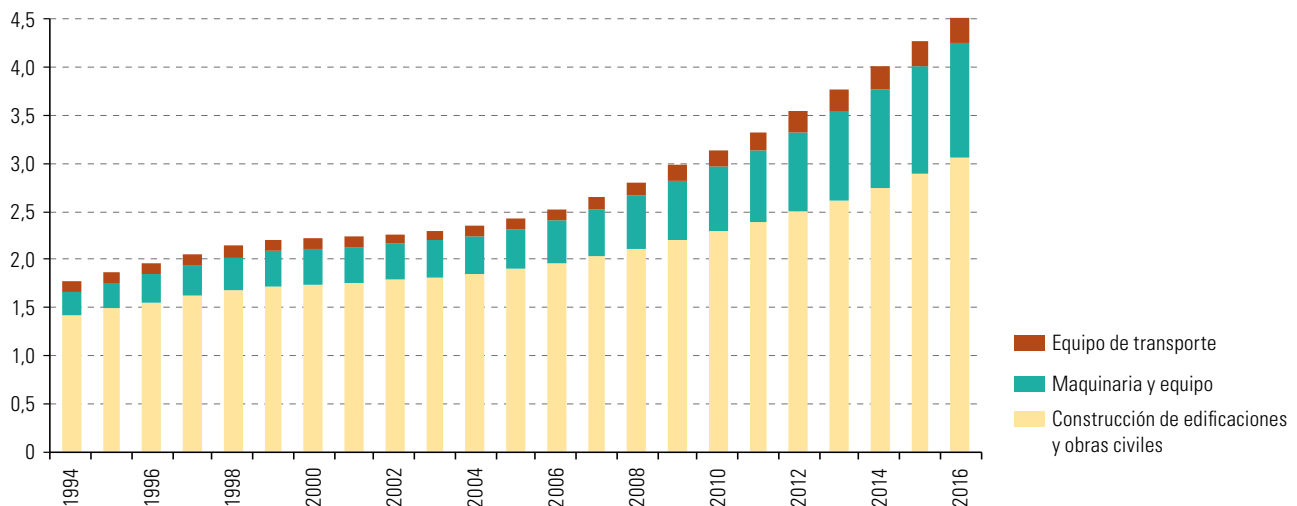
A su vez, la división de la construcción en construcción y edificaciones y obras civiles muestra una pérdida de participación de la primera en relación a la segunda.

Tras alcanzar una participación cercana al 9% del PIB en 1994, el componente de construcción de edificaciones se contrajo significativamente hacia finales de los años noventa, como consecuencia de la crisis hipotecaria. A partir de 2002 la construcción de edificaciones comenzó a recuperarse y en los siguientes años se mantuvo relativamente estable, alcanzando niveles próximos al 7% del PIB. Sin embargo, a raíz del sólido crecimiento de la inversión en otros rubros, la construcción de edificaciones redujo su participación en la inversión total, pasando de un 29% a un 23% en el período 2000-2017.

La inversión en obras civiles decreció de 1994 hasta 1999. A partir de 2000 se recuperó en un 1% del PIB, como consecuencia de la reconstrucción del Eje Cafetero tras el terremoto de 1999. En el período 2000-2017, el componente obras civiles creció de forma continua y sostenida, pasando del 5% al 9% del PIB. Durante este período se produjeron hechos que jalonaron la formación bruta de capital bruto en obras civiles, como las obras de reconstrucción vial tras la ola invernal de 2010 y la puesta en marcha de los proyectos de concesiones de tercera y cuarta generación (3G y 4G). Nuevamente se observa que el comportamiento de la inversión en obras civiles ha sido en general procíclico, aunque ello no ha sido así en el período más reciente, cuando la caída en otros rubros de la formación bruta de capital fijo desde 2014 se ha visto compensada parcialmente por el continuo dinamismo de dicha inversión.

Gráfico IV.9

Colombia: acervo de capital por sectores, 1994-2016
(En número de veces el PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda de Colombia y Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo).

Por su parte, el rubro maquinaria y equipo representó en promedio el 28% de la inversión total y el 7% del PIB entre 1994 y 1998, y la inversión en maquinaria y equipo tuvo en promedio una participación superior al 6% del PIB en promedio. Entre 1999 y 2002 cayó a niveles cercanos al 4% del PIB y a partir de 2005 retomó la senda de crecimiento hasta llegar al 9% en 2013. En efecto, durante la última década la maquinaria y equipo y el equipo de transporte han tenido un crecimiento mayor al del resto de la inversión, gracias a lo cual el acervo correspondiente pasó de representar de menos del 20% del total antes de 2004 a más del 25% en la actualidad.

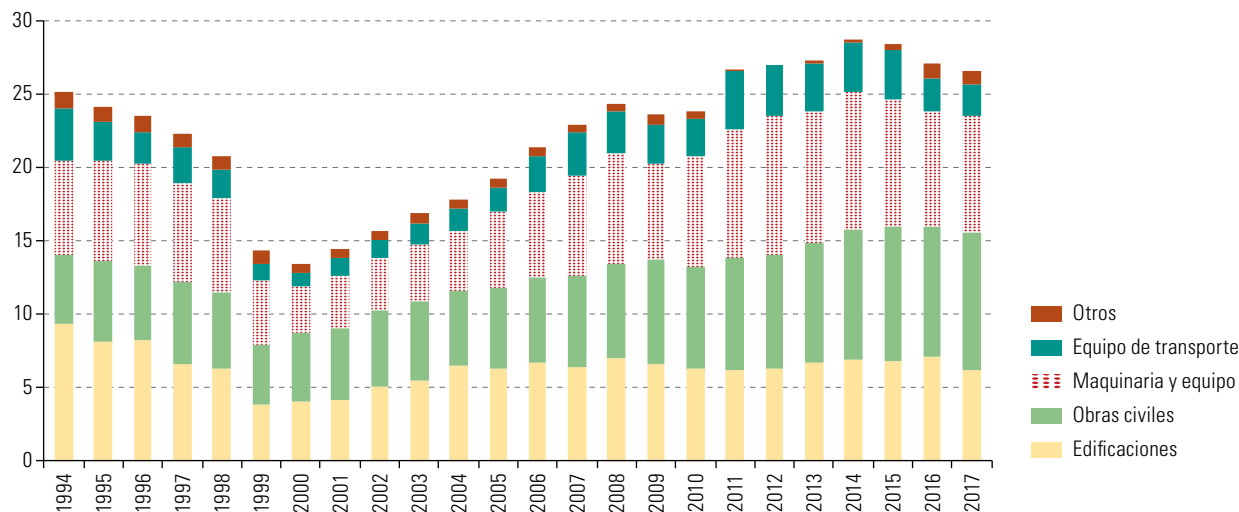
Estos porcentajes se mantuvieron hasta 2015, cuando comenzaron a disminuir. De esta manera, durante la bonanza de los precios del petróleo, la inversión en maquinaria y equipo creció de un 23% en 2000 a un 32% en 2014 en relación al total de la formación bruta de capital fijo. No obstante, en 2017 ha vuelto a contraerse hasta representar un 29% del total.

Tras una fuerte caída entre 1994 y 2000, cuando la inversión en equipo de transporte se redujo a niveles cercanos al 1% del PIB, esa inversión se recuperó a lo largo del presente siglo, alcanzando un 5% del PIB en 2015. Hacia el final del período se redujo hasta llegar al 2% del PIB en 2017. Así, la inversión en esta categoría también estuvo asociada al auge del precio del petróleo entre 2004 y 2014.

La inversión en el resto de los sectores (servicios y agropecuario) ha tenido una participación estable y extremadamente baja —menor al 1% del PIB—, durante las últimas dos décadas. Entre 1995 y 1998, la inversión se contrajo a una tasa anual promedio del 1,5% y en 1999 cayó un 35%. La variación negativa de la formación de capital bruto entre 1995 y 1999 obedeció principalmente al comportamiento del sector la construcción de edificaciones y, en menor medida, al del equipo de transporte.

Gráfico IV.10

Colombia: participación de la formación bruta de capital fijo por sectores, 1994-2017
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) de Colombia.

3. Un análisis de la inversión en el período más reciente (2000-2016): variables asociadas con el auge

El análisis de los determinantes de la inversión muestra que esta tiene una correlación positiva con el PIB, los precios de las materias primas y con una mayor disponibilidad de recursos externos. La inversión muestra una correlación negativa con la tasa de interés y el tipo de cambio reales.

Uno de los factores a tener en cuenta como determinante de la inversión es el dinamismo del producto, a la luz del modelo acelerador. En el ciclo comprendido entre mediados de los años setenta y finales de los ochenta, no resultaba clara la relación entre el crecimiento económico y el coeficiente de formación bruta de capital fijo en

relación al PIB. El corto período de auge de la inversión que se observó entre 1979 y 1982 coincidió con una desaceleración importante en el dinamismo del PIB. En cambio, la tendencia descendente del coeficiente de formación bruta de capital fijo se produjo en un contexto de dinamismo relativamente alto de la actividad productiva, como fue el período 1985-1989, cuando el PIB creció en promedio a una tasa del 4,5%.

En contraste con lo sucedido hasta finales de los ochenta, la correlación positiva entre inversión y crecimiento es evidente desde comienzos de los noventa y durante los dos ciclos más recientes del indicador de la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB. En efecto, la contracción de la inversión en 1991 coincidió con una fuerte desaceleración de la economía en ese año y lo mismo volvió a suceder en la crisis de fin de siglo. Para el período comprendido entre 2000 y 2017, el coeficiente de inversión sobre el PIB osciló en línea con el crecimiento de la economía. En 2009, y posteriormente a partir de 2015, se observaron caídas en el coeficiente de formación bruta de capital fijo, relacionadas con desaceleraciones de la economía en esos años. Sin embargo, cabe destacar que dichos coeficientes se mantuvieron en ambos casos en niveles atípicamente altos a pesar de la pérdida de dinamismo del PIB (véase el gráfico IV.11).

Gráfico IV.11

Colombia: evolución de la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB en comparación con el crecimiento del PIB, 1975-2017
(En porcentajes)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) de Colombia.

No obstante, la relación entre inversión y producto no es unidireccional. En efecto, la inversión también afecta al crecimiento debido a su impacto en el acervo de capital.

El acelerado ritmo de crecimiento de la inversión y el consiguiente aumento en el acervo de capital explican buena parte del crecimiento de la economía en los últimos años. Gómez e Higuera (2018) utilizan una función de Cobb-Douglas para desagregar los factores de crecimiento de la economía (trabajo, capital y productividad total de los factores) en los últimos años, a fin de calcular las contribuciones de cada uno de ellos al crecimiento del PIB. El ejercicio muestra que entre 2000 y 2016 el aumento en el acervo de capital contribuyó de manera significativa al crecimiento del PIB y que dicha contribución fue superior a la del factor trabajo. Como se observa en el gráfico IV.12, el efecto del aumento en la inversión sobre la capacidad productiva en los últimos años ha sido tan grande que permitió compensar el hecho de que la productividad total de los factores tuviera un crecimiento negativo.

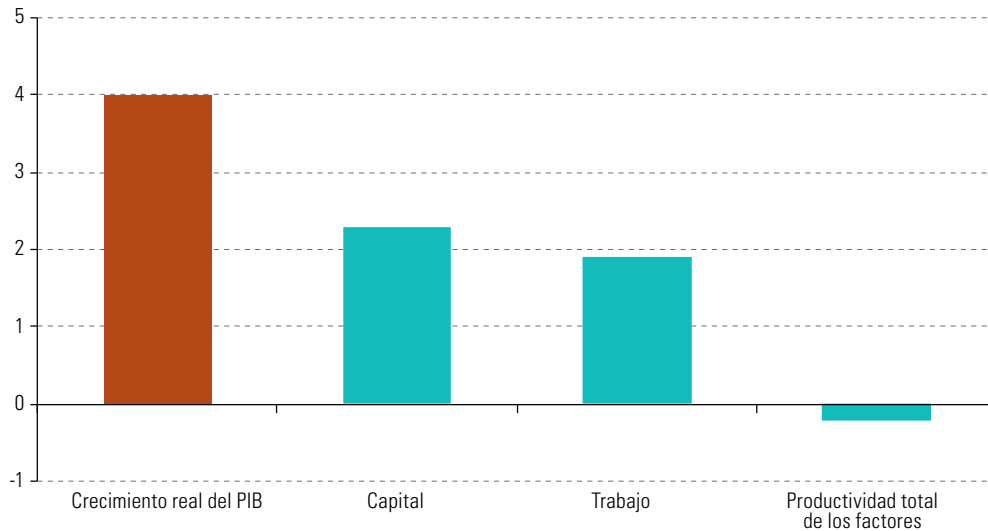


Gráfico IV.12

Colombia: contribución del trabajo, el capital y la productividad total de los factores al crecimiento del PIB, 2000-2016 (En porcentajes)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de The Conference Board, Total Economy Database 2017 [en línea] <https://www.conference-board.org/> y H.J. Gómez y L.J. Higuera, *Crecimiento económico: ¿Es posible recuperar un ritmo superior al 4% anual?*, Bogotá, Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo), (2018).

Una segunda variable que tiene influencia sobre la inversión es la tasa de interés real (véase el gráfico IV.13). En dicho gráfico se observa la relación entre el coeficiente de inversión y lo ocurrido con la tasa de interés real. Al comienzo del período objeto de estudio (1980-2000), la tasa de interés interna no parecía tener una relación estadística sistemática con el desempeño de la formación bruta de capital fijo, aunque sí se destaca que el auge de la inversión observado entre 1992 y 1994 coincidió con tasas de interés reales atípicamente bajas. Por su parte, en lo que va del presente siglo se observa que el fuerte auge en el coeficiente de inversión coincide con unas tasas de interés reales que se mantuvieron sistemáticamente en niveles muy bajas en comparación con las de períodos anteriores (entre el 1% y el 3%), disminuyendo el costo de la financiación de la inversión interna. Este resultado fue posible en un contexto de tasas de inflación considerablemente más bajas que las que se observaban en las últimas décadas del siglo XX.

Gráfico IV.13

Colombia: evolución de la tasa de interés real en comparación con la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB, 1980-2016^a (En porcentajes)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE); Banco de La República de Colombia y Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo).

Nota: La tasa de interés real se calculó utilizando la ecuación de Fisher. Para la tasa de interés nominal, de 1980 a 1986 se utilizó el promedio anual de los certificados de depósito a 90 días y entre 1986 y 2017, el promedio de la tasa efectiva anual de los depósitos a término fijo a 90 días.

^a La tasa de interés real se calculó utilizando la ecuación de Fisher. Para la tasa de interés nominal, de 1980 a 1986 se utilizó el promedio anual de los certificados de depósito a 90 días y entre 1986 y 2017, el promedio de la tasa efectiva anual de los depósitos a término fijo a 90 días.

En línea con las menores tasas de interés reales, se dio un fuerte repunte del crédito interno, que pasó del 24,7% del PIB, entre 2001 y 2008, hasta el 39% del PIB al final del período objeto de estudio (véase el gráfico IV.14) La correlación positiva entre la profundización del crédito interno y la inversión es acorde con las conclusiones de los estudios mencionados en la sección 2 de Arbeláez y Echavarría (2002) y Salazar, Cabrera y Becerra (2011).

Además, como se menciona en los trabajos relativos a los principales países de América Latina realizados por Reinhart, Calvo y Leiderman (1993) y por Izquierdo, Randall y Talvi (2008), existe una sólida correlación entre los precios de los productos básicos, el tipo de cambio real y la formación bruta de capital fijo. En particular, los períodos durante los cuales la moneda se aprecia en términos reales corresponden a un menor costo de los bienes de capital importados y del financiamiento externo para las empresas y el gobierno y, por ende, dan lugar a un mayor crecimiento de la formación bruta de capital fijo. En particular, para Colombia se observa que el aumento en la inversión en los períodos 1991-1994 y 2003-2014 coincidió con una fuerte apreciación del tipo de cambio real (véase el gráfico IV.15). En los años posteriores a 2014, tras la caída del precio internacional del petróleo la tasa de cambio se depreció considerablemente y decreció la inversión.

Una forma alternativa de aproximarse a la misma hipótesis sobre la importancia de factores externos para explicar el comportamiento de la formación bruta de capital fijo, es el indicador de flujos externos (véase el gráfico IV.16). En dicho indicador de flujos externos se incluyeron los recursos derivados de las exportaciones, el flujo del endeudamiento externo neto y la inversión extranjera directa y de cartera, todos ellos tomados de la balanza de pagos.

Gráfico IV.14

Colombia: evolución del crédito interno al sector privado y en comparación con la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB, 1990-2016

(En porcentajes del PIB)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y Fondo Monetario Internacional (FMI).

Gráfico IV.15

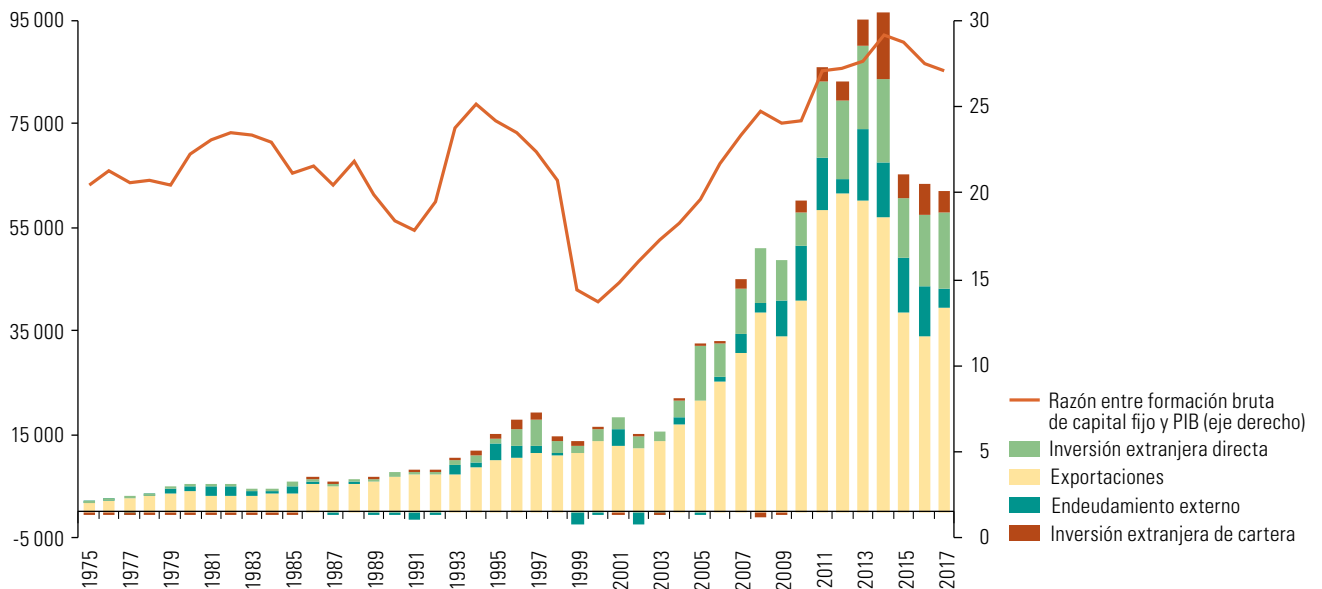
Colombia: evolución del tipo de cambio real en comparación con la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB, 1986-2017
(Índice 2010=100 y porcentajes)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE); Banco de La República de Colombia y Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo).

Gráfico IV.16

Colombia: indicador de flujos externos de balanza de pagos y coeficiente de inversión, 1975-2017
(En millones de dólares y porcentajes del PIB)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE); Banco de La República de Colombia y Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo).

En el gráfico IV.16 se observa que el primer período de auge en el coeficiente de formación bruta de capital fijo, entre 1979 y 1982, coincide con flujos importantes de recursos externos asociados inicialmente al auge en las exportaciones cafeteras y en los años subsiguientes con niveles de endeudamiento externo neto atípicamente altos para la historia económica colombiana. El segundo auge en el coeficiente de formación bruta de capital fijo, que se observa con posterioridad a 1991, coincide también con un comportamiento al alza de la disponibilidad total de recursos externos entre 1992 y 1997, asociada tanto al desempeño exportador como a una mayor inversión extranjera directa. Asimismo, la abrupta caída en el coeficiente de formación bruta de capital fijo que se observa hacia el final de los años noventa coincide con la caída en los flujos de recursos externos, especialmente por el cierre del financiamiento internacional para el país tras la crisis asiática de 1997 y la crisis rusa de 1998. Más adelante, el auge en el coeficiente de inversión sobre el PIB que se inició a comienzos del siglo XXI coincidió con el incremento significativo de los flujos externos asociado al mayor valor en dólares de las exportaciones de petróleo y carbón y a los flujos de inversión extranjera directa y de cartera.

En el período más reciente, la marcada contracción en el valor de las exportaciones que se observa a partir de 2014 como consecuencia de la caída en los precios del petróleo y el carbón, a la cual se suma el impacto del desplome de la economía venezolana, harían esperar bajo este criterio que la formación bruta de capital fijo se hubiera reducido de manera mucho más drástica de lo que lo hizo en la práctica. La resiliencia que ha tenido este indicador puede explicarse en parte por el hecho de que el país pudo conservar flujos importantes de recursos externos. La caída en el valor de las exportaciones se contrarrestó parcialmente con mayores niveles de endeudamiento neto y de inversión extranjera, tanto directa (en los sectores diferentes a minería e hidrocarburos) como de cartera.

En resumen, puede concluirse que el auge de las inversiones observado en Colombia en lo que va del siglo XXI obedeció a factores favorables, tanto internos como externos. Entre 2015 y 2017 la formación bruta de capital fijo redujo su dinamismo tras la caída del precio internacional del petróleo y la consecuente desaceleración de la economía, pero este impacto se ha visto mitigado en gran medida por el hecho que Colombia ha logrado mantener una oferta significativa de divisas mediante endeudamiento y flujos de inversión extranjera, que han compensado parcialmente la caída en el valor de las exportaciones.

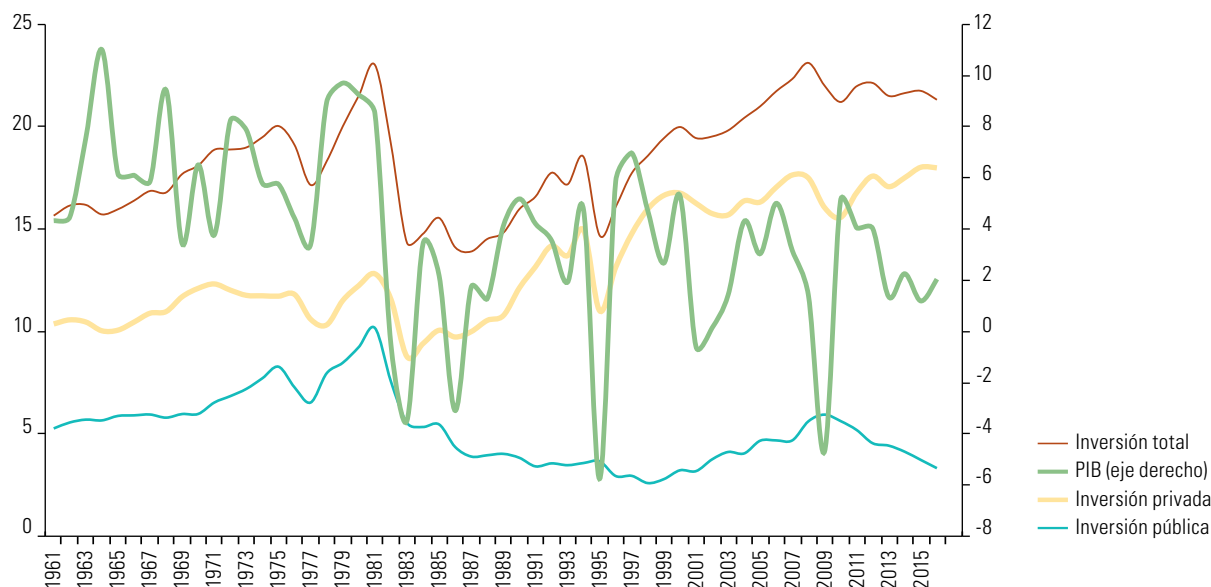
D. El caso de México

1. Hechos estilizados del comportamiento de la inversión en México

La evolución del cociente de inversión (porcentaje del PIB) muestra tres, quizás cuatro, fases marcadas por cambios en el dinamismo de la acumulación de activos de capital fijo y en las pautas de sus componentes privados y públicos, que están muy ligadas a cambios en el dinamismo económico (véase el gráfico IV.17). En la primera fase (1960-1981), el cociente de inversión subió persistentemente, pasando del 15,1% del PIB al 23% en 1981, que fue su registro histórico más alto. En ese lapso la inversión pública experimentó un importante crecimiento, del 5% del PIB en 1960 al 10,8% en 1981. La privada, mayor en volumen absoluto, aumentó un poco menos: del 10,2% del PIB al 12,8% en 1981.

Gráfico IV.17

México: crecimiento del PIB y cocientes de inversión total, pública y privada, 1961-2015
(En porcentajes y porcentajes del PIB)



Fuente: J.C. Moreno Brid y otros, "Inversión, cambio estructural y crecimiento", *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, N° 1, 2016.

Así, en 1981 el sector público realizaba el 44,2% de la inversión total, favorecido por la bonanza petrolera y un Estado con un ambicioso plan de industrialización. El descarrilamiento del proyecto abrió la segunda fase (1982-1987) caracterizada por la recesión y una caída del cociente de inversión total en nueve puntos, para ubicarse en el 13,9% del PIB. Su componente público perdió 6,3 puntos, situándose en un 3,9% del PIB, y la privada bajó menos de tres puntos y llegó al equivalente del 10% del PIB. Para entonces ya aportaba el 72% de la inversión total.

La tercera fase estuvo marcada por la renovada alza del cociente de inversión total, y abarcó el período transcurrido entre 1988 y 2015. En esos años dicho cociente recuperó casi nueve puntos y ascendió al 23,1% del PIB —similar al máximo anterior correspondiente a 1981. Su composición refleja una dinámica en que el cociente de inversión privada aumentó 7,5 puntos del PIB y el de la pública, en una senda de altas y bajas, subió solo 1,7 puntos. La crisis del 2009 quizás abrió una nueva fase de ligera baja del cociente de inversión total, que en 2015 se situó en el 21,7% del PIB. En este lapso la privada subió medio punto —para ubicarse en el 18% del PIB— y la inversión pública se redujo en términos reales y en la última década ascendió al 3,7% del PIB.

2. Un análisis empírico de los determinantes de la inversión en México a nivel agregado por el lado de la oferta y la demanda

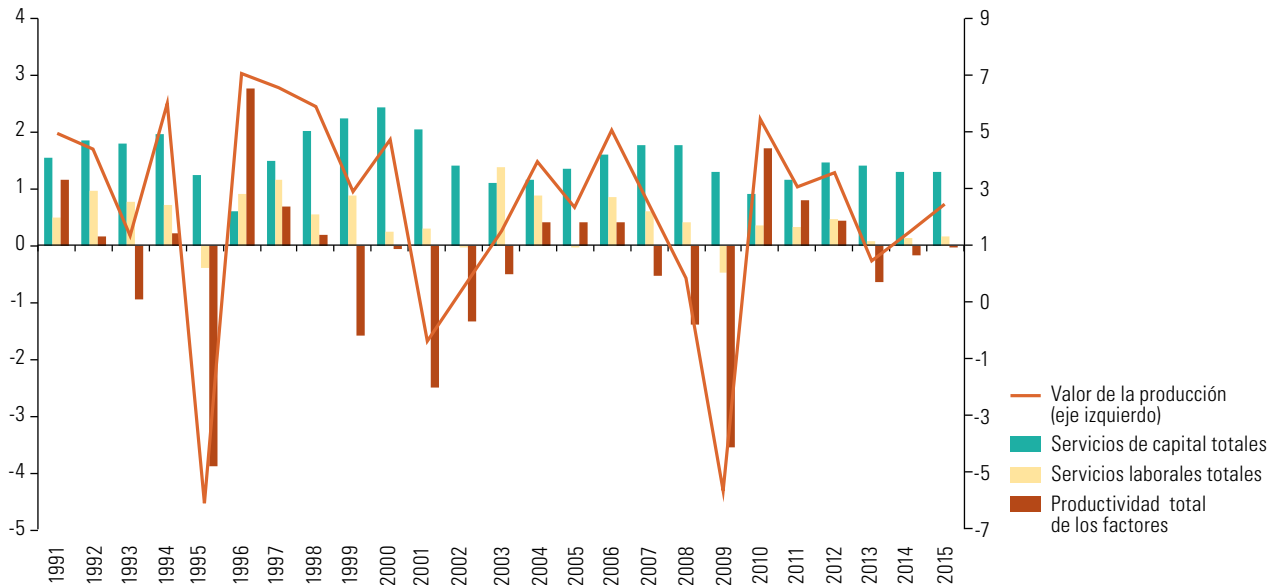
a) Los determinantes de la inversión a partir de la contabilidad del crecimiento

Un análisis de la inversión desde la perspectiva de la contabilidad del crecimiento y productividad total de los factores muestra en primer lugar que la productividad total

de los factores es altamente volátil en su aporte al crecimiento de la economía en su conjunto, así como del sector manufacturero en particular (véase el gráfico IV.18)¹⁰.

Gráfico IV.18

México: contabilidad del crecimiento económico, 1991-2015
(En porcentajes)



Fuente: J. C. Moreno Brid, "La formación bruta de capital fijo en México y el crecimiento económico: investigación empírica desde diferentes ópticas metodológicas", 2018, inédito.

En segundo lugar, los datos disponibles muestran que a partir de los años noventa la contribución de la productividad total de los factores al crecimiento de la actividad productiva ha sido adverso. En efecto, del alza media anual del 2,83% que registró el valor agregado total de la economía mexicana en estos años, el aporte medio de la productividad total de los factores fue negativo (-0,35%). Situación similar marcó a la manufactura, pues dicha productividad también registró resultados negativos. En efecto, a nivel de los grandes sectores de actividad económica, en promedio en esos casi 25 años, solamente la productividad del sector primario registró una contribución positiva al crecimiento (0,33%) de la economía en su conjunto. Tanto la del secundario (-0,57%) como la del terciario (-0,27%) fueron negativas.

A nivel más desagregado, la evolución de la productividad total de los factores también ha dejado en general mucho que desear. Solo en cinco ramas de actividad tuvo un aporte positivo: i) agricultura, cría y explotación de animales, aprovechamiento forestal, pesca y caza (0,33%); ii) generación, transmisión y distribución de energía eléctrica, suministro de agua y de gas por ductos al consumidor final (0,50%); iii) construcción (0,09%); iv) información en medios masivos (2,14%) y v) servicios financieros y de seguros (0,4%). La situación es similar entre los subsectores de la manufactura.

¹⁰ Véase en el capítulo II una descripción muy somera de la metodología y del proyecto LA-KLEMS que impulsa la CEPAL. Los resultados se obtienen de INEGI (2017a). Sus cálculos distinguen, además de las contribuciones mencionadas de los servicios de capital y del trabajo, las contribuciones de los insumos de energía, materiales y servicios. En el marco del proyecto LA-KLEMS, la CEPAL y el INEGI han llevado a cabo un desarrollo importante aplicado de esta metodología al punto que se cuenta con una plataforma oficial actualizada periódicamente que presenta los cálculos del aporte que al crecimiento del PIB real hacen los distintos factores de la producción (trabajo, capital, energía, materiales y servicios) y la productividad total de los factores. Los resultados más recientes en el caso de México abarcan el período 1991-2015. En los gráficos se ilustran los que, a nuestro juicio son más importantes para el presente estudio tanto para la industria manufacturera como para la economía mexicana en general.

El decepcionante desempeño de la productividad total de los factores se combinó con una dinámica muy distinta de los aportes del trabajo y el capital. A partir de los años noventa la contribución media anual de los servicios del capital¹¹ (1,44%) casi cuadruplicó a la de los servicios del trabajo (0,40%) y superó también a la resultante agregada de los servicios de los otros tres insumos relevantes: energía, materiales y servicios (en total, el 1,35%). Con ello, el alza media anual del valor agregado real en la economía mexicana en ese lapso fue de apenas el 2,8%. Ese desempeño palidece si se compara con los registros que marcaron el crecimiento medio del PIB real en los años sesenta y setenta, cuando se alcanzaron alzas promedio de más del doble.

El análisis del crecimiento por la oferta a partir la medición de la productividad total de los factores tiene importantes limitaciones, incluso en lo que concierne a la desagregación y medición de los insumos factoriales, como de tipo sustantivo ligados a su naturaleza casi tautológica en función de ciertos supuestos sobre la distribución del ingreso y otros más de índole teórica. También hay que destacar la supuesta ortogonalidad de la evolución de la formación bruta de capital fijo con la de la productividad laboral y, sobra decir, con la del residuo de la productividad total de los factores. Para este fin se complementa el análisis de la oferta con uno centrado en la demanda agregada.

b) La inversión y el crecimiento desde la perspectiva de la demanda agregada

El análisis de la inversión por la demanda se basa en el cálculo de los multiplicadores de demanda agregada a partir de un modelo macroeconómico muy simple basado en inyecciones y sustracciones de los diferentes componentes de la demanda agregada al PIB, según el cual se puede expresar la tasa de crecimiento anual del PIB como suma ponderada de las tasas de crecimiento anual de las exportaciones y de cada uno de los dos componentes de la formación bruta de capital fijo¹².

Este ejercicio se llevó a cabo para dos subperíodos (1960-1981 y 1988-2016), a fin de contrastar los dos modelos de desarrollo seguidos por México en su era moderna: el de industrialización liderada por el Estado y el modelo centrado en la libertad de mercado.

Ambos ejercicios muestran que en 1960-1981 el efecto de arrastre de la formación bruta de capital fijo (pública y privada) duplicó con creces al de las exportaciones. También en ese lapso, el efecto de arrastre de la formación de capital fijo del sector privado sobre el PIB fue ligeramente mayor que el del público. Además, en ambos ejercicios, en el período más reciente que comienza en 1988 el peso relativo de las exportaciones supera ampliamente al de la inversión agregada, y aún más al de la inversión pública o la privada por separado.

¹¹ Dicha contribución de los servicios de cada factor considerado es la resultante del impulso al valor agregado total que se puede (o más bien, se debe) asignar al aumento tanto en la cantidad de insumo incorporado al proceso de producción como en su productividad específica.

$$^{12} \left(\frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} \right) = \alpha \left[\frac{\Delta I_{gt}}{I_{gt-1}} \frac{\Delta I_{gt-1}}{Y_{t-1}} + \frac{\Delta I_{pt}}{I_{pt-1}} \frac{\Delta I_{pt-1}}{Y_{t-1}} + \frac{\Delta X_t}{X_{t-1}} \frac{\Delta X_{t-1}}{Y_{t-1}} \right] \quad (2)$$

$$\alpha = \frac{1}{m+s} \quad (3)$$

El paréntesis del lado izquierdo de la expresión (2) corresponde a la tasa de crecimiento del PIB real en el período t. Los dos sumandos dentro del paréntesis rectangular del lado derecho corresponden, respectivamente, a la contribución de la inversión y de las exportaciones al crecimiento del PIB. Cada uno, por construcción, se define como el producto de su tasa de crecimiento en el período en cuestión ponderada por su participación en el PIB del año inicial. La letra alfa (α) en el lado derecho representa al "multiplicador" tradicional dado, como indica la expresión (3), por el coeficiente de ahorro (s) y el de la penetración de las importaciones (m).

Cuadro IV.6

México: efectos multiplicadores de la inversión y de las exportaciones sobre el PIB^a

Periodo	PIB	Inversión pública			Inversión privada			Exportaciones			Multiplicador
	$(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}$	$\Delta I_{Pub_t}/I_{Pub_{t-1}}$	$I_{Pub_{t-1}}/Y_{t-1}$	(D)=(B)*(C)	$\Delta I_{Priv_t}/I_{Priv_{t-1}}$	$I_{Priv_{t-1}}/Y_{t-1}$	(G)=(E)*(F)	$\Delta X_t/X_{t-1}$	X_{t-1}/Y_{t-1}	(J)=(H)*(I)	α
	(A)	(B)	(C)		(E)	(F)		(H)	(I)		(A)/(D+G+J)
1961-1981	2,87	6,93	0,05	0,38	3,89	0,13	0,51	5,85	0,05	0,31	2,39
Tasa media de crecimiento	6,35	9,87			7,48			9,14			
1988-2016	1,2	0,61	0,04	0,03	2,13	0,13	0,27	4,07	0,15	0,62	1,29
Tasa media de crecimiento	2,65	1,60			3,87			5,56			

Fuente: J. C. Moreno Brid, "La formación bruta de capital fijo en México y el crecimiento económico: investigación empírica desde diferentes ópticas metodológicas", 2018, inédito.

^a Cálculos con datos a precios de 2013.

En el segundo período considerado las exportaciones pasaron a tener un rol mucho más dinámico que la formación de capital fijo como factores de impulso de la actividad económica anual. Otra conclusión de suma importancia respecto a ambos modelos es que las tasas de crecimiento medio anual en el período 1961-1981 de cada una de las variables aquí consideradas —PIB, inversión total y desagregada, exportaciones— fueron sustancialmente superiores que las de las correspondientes al período 1988-2016. Por último, los multiplicadores de la inversión y de las exportaciones se contrajeron significativamente en el segundo período en comparación con los del primero. Además, el coeficiente del multiplicador cayó más del 50% de un período al otro.

c) Estimación de la inversión privada con base en un modelo econométrico de cointegración

Con el fin de complementar los ejercicios anteriores se estimó una relación de largo plazo utilizando técnicas de cointegración entre la inversión privada y sus principales determinantes. Entre las variables consideradas como determinantes de la inversión se consideraron: i) el PIB; ii) la tasa de interés o la disponibilidad de crédito; iii) la tasa de ganancia esperada; iv) el tipo de cambio; v) la inversión pública, y vi) algún indicador de la estabilidad macroeconómica como elemento que incida en la confianza o clima de negocios.

El PIB incide en la determinación de la inversión privada en tanto sirve de variable representativa (*proxy*) del efecto acelerador y la presión sobre el grado de uso de capacidad instalada. La inclusión de la tasa de interés para estudios empíricos, que se justifica por tratarse de un costo de oportunidad de capital, presenta el reto de la falta de información sobre las tasas efectivas aplicadas a los proyectos de inversión. En ese sentido, suelen incorporarse datos sobre el crédito bancario otorgado al sector empresarial, el que por cierto también se reconoce como factor de peso en la inversión privada en países en que el financiamiento no proviene solo de las ganancias reinvertidas. Este es el caso de México y de otras economías emergentes, donde los inversionistas carecen de recursos propios suficientes —o no desean comprometerlos por entero— para financiarse y ven conveniente o necesario acceder al crédito bancario en el marco de un muy débil mercado de capitales y bursátil. Es bien sabido que en economías semiindustrializadas dichos mercados afrontan diversas limitaciones, dada su poca profundidad y prácticas de racionamiento. El tipo de cambio incide de muchas maneras en la inversión. Por un lado, afecta el costo de la maquinaria y equipo que provienen del exterior. Por otra parte, es un elemento de la competitividad de precios de la producción local tanto en los mercados internacionales como frente a las importaciones en el mercado interno.

Además, su volatilidad afecta el clima de negocios al aumentar la incertidumbre sobre la viabilidad de algunos proyectos de inversión y, en algunos casos en que se vuelve muy exagerada, también sobre la estabilidad macroeconómica general.

Con respecto de las variables de gasto gubernamental, hay dos posturas, a saber, que pueden tener un efecto de sustitución o de complementariedad con la inversión privada (*crowding out* o *crowding in*). Los que abogan por el efecto sustitución —actualmente en franca retirada en el debate internacional— sostienen que la inversión pública compite deslealmente con el sector privado por recursos escasos, lo que desplaza y limita a la inversión privada. Según el enfoque alternativo, la relación que prima a nivel macro es de complementariedad y no de competencia. En esta óptica, la inversión pública atrae la inversión privada, además de servir de prerrequisito o de base para ella. Sin inversión pública no hay una infraestructura moderna y adecuada. Sin ella es muy difícil dotar de dinamismo a la inversión privada en toda economía moderna, ni garantizar la competitividad internacional. Asimismo, hay diversidad de proyectos cruciales de inversión que no son viables a menos que haya una alianza público-privada para su ejecución, alianza que presupone tanto coordinación como aporte de recursos para la formación de capital fijo de ambos sectores.

Las demás variables señaladas no requieren mayor comentario. La confianza en la estabilidad macroeconómica —y, huelga decir, en un Estado de derecho— constituye un factor de peso en las decisiones sobre la inversión del sector privado, la ampliación de sus plantas productivas y la incursión en otros campos de negocio.

Con base en la argumentación anterior se especificó un modelo de series de tiempo con vectores autorregresivos, para estimar el comportamiento de la inversión privada en función de la evolución del PIB, la inversión y el gasto público, el tipo de cambio, la tasa de interés, y el crédito bancario, para el período 1985-2015. Además de las series anuales de largo plazo de la inversión privada y del PIB real a precios de 2008 —elaboradas en el curso de la presente investigación, tal como se explicó en el capítulo inicial— se recurrió a datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), el Banco de México y el Banco Mundial. Las pruebas de raíces unitarias aplicadas a la información de larga data de las variables objeto de examen pusieron de manifiesto que se trataba de series integradas de orden uno¹³.

Se estimaron varios modelos de rezagos distribuidos en que la inversión privada se estableció como dependiente de sí misma y de las variables mencionadas y un rezago¹⁴. Después de muy diversos ejercicios de construcción y especificación, siguiendo la técnica de incluir todas las variables a priori relevantes y luego eliminar aquellas cuyos coeficientes no eran estadísticamente significativos o cuya estimación no pasó algunas de las pruebas de especificación correcta, se llegó al siguiente modelo de la inversión privada, en logaritmos, que pasó las pruebas de diagnóstico usuales¹⁵.

$$LIP = + 1,7706 * LPIB - 1,9474 * PIB_{-1} + 0,4961 * LIP_{-1} + 0,6222 * LGP + e_t \quad (4)$$

(SE) (0,4486) (0,3553) (0,1045) (0,1755)

Los valores p (p -values) obtenidos de las respectivas pruebas fueron los siguientes: autocorrelación, Durbin-Watson (1,7142) y Breusch-Godfrey (0,4727); Normalidad, Sktest (0,1545); Heterocedasticidad, White (0,5806).

¹³ Excepto la variable tipo de cambio, la cual tiene orden de integración 0.

¹⁴ Se utilizó un procedimiento que va de lo general a lo particular eliminando los determinantes no significativos.

¹⁵ Los resultados obtenidos de una selección de modelos figuran en el anexo IV.A1. El hecho de que las variables de la ecuación 1 estén expresadas en logaritmos implica que los coeficientes de las variables independientes representan elasticidades, es decir, indican la proporción en que cambia la variable dependiente, ante un cambio de cierta proporción en la variable de la cual depende (o independiente) y el signo que precede al coeficiente de elasticidad el sentido de dichos cambios (directo, +, o inverso, -).

La prueba de cointegración, mediante el método de ADF, arrojó un coeficiente de -4,441, lo que —dados los valores críticos de 5% = -2,989, y de 1% = -3,723— permitió concluir que efectivamente existe una relación estable de largo plazo entre las variables estacionarias consideradas en el modelo.

De acuerdo con los resultados del análisis econométrico de largo plazo, la inversión privada del período analizado se vio afectada por la propia inversión privada que se realizó en un período anterior. En el caso del gasto público, el efecto positivo que provoca sobre la inversión privada actual corresponde al período actual (por cada punto porcentual de incremento del gasto en este período se genera un efecto positivo de un quinto de punto porcentual (+ 0,62) sobre la inversión privada). Se observa también que el PIB provoca en el agregado un efecto positivo que genera su nivel contemporáneo (+1,7706) y un efecto negativo con un rezago (de mayor magnitud -1,9474).

d) La inversión y el crecimiento económico desde la óptica de las matrices insumo-producto

Con vistas a ahondar en la relación causal entre inversión y PIB se empleó la metodología de insumo-producto, que permitió identificar cuáles fueron las ramas o subgrupos de actividad específicos que realizaron la inversión y cuáles ramas de actividad, sectores o clases los adquirieron para aumentar su disponibilidad de maquinaria, ampliación de sus edificios y plantas, *software*, equipo de transporte, y demás bienes que, de acuerdo a las clasificaciones internacionales, cabe denominar como acervos de capital fijo.

En el cuadro IV.7 se muestra la composición de la formación bruta de capital fijo en México por sector de actividad para los tres años más recientes, para lo que se contó con la información relevante derivada de matrices insumo-producto, medida a precios constantes de 2008. Tal como se indica en el cuadro, en los tres años sobre los que se presentó información, dos sectores se destacaron significativamente del resto en cuanto a la magnitud de sus procesos de formación bruta de capital fijo. Se trata de los servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles tangibles, y las industrias manufactureras. Sistemáticamente, entre ambos llevaron a cabo alrededor de la mitad de toda la inversión fija que se realizó en el país en esos años.

En 2015 su proporción respectiva en el total fue virtualmente la misma: el 26,8%. En ese año, le siguieron, aunque a bastante distancia, los transportes, correos y almacenamiento; el comercio, y la minería con proporciones respectivas del 8,9%, el 8,3% y el 6,9% del total. No está de más mencionar que las actividades legislativas muestran también niveles altos de inversión, pero, al igual que gran parte de la inversión en construcción residencial y de edificios, no inciden del mismo modo en el producto potencial de largo plazo que los otros tipos de inversión en plantas, maquinaria, equipo e infraestructura.

Destaca en este cuadro, asimismo, el lento ritmo de expansión media anual de la formación bruta de capital fijo en el país en este lapso. De acuerdo con estas cifras, la inversión fija en la economía en su conjunto creció al 1% anual en promedio entre 2003 y 2015. Los tres sectores más dinámicos en este terreno fueron el de transportes, correos y almacenamiento (al 11%) y los de servicios financieros y de servicios profesionales, con tasas medias anuales de alza por encima del 20%, si bien partiendo de niveles muy bajos. El desempeño de las dos actividades que más invierten fue divergente en estos años. Mientras que la expansión media de la formación bruta de capital fijo en el sector inmobiliario fue también del 1% anual, en la manufactura alcanzó el 7%, lo que le permitió incrementar su participación en la inversión total del país del 18,7% al 26,8%.

Cuadro IV.7

México: formación bruta de capital fijo, total por destino para cada sector de actividad económica, 2003, 2008 y 2015

	2003		2008		2015		Tasa media de crecimiento anual (en porcentajes)		
	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	2003-2008	2008-2015	2003-2015
Agricultura, cría y explotación de animales, aprovechamiento forestal, pesca y caza	68 222	3,3	78 508	2,8	41 945	1,4	3	-9	-4
Minería	218 741	10,6	323 763	11,4	212 821	6,9	8	-6	0
Generación, transmisión y distribución de energía eléctrica, suministro de agua y de gas por ductos al consumidor final	62 979	3,1	73 220	2,6	41 966	1,4	3	-8	-3
Construcción	25 003	1,2	32 052	1,1	11 535	0,4	5	-14	-6
Industrias manufactureras	384 951	18,7	520 492	18,4	832 675	26,8	6	7	7
Comercio	152 490	7,4	317 466	11,2	257 468	8,3	16	-3	4
Transportes, correos y almacenamiento	79 185	3,9	100 110	3,5	277 339	8,9	5	16	11
Información en medios masivos	41 438	2,0	43 869	1,5	43 677	1,4	1	0	0
Servicios financieros y de seguros	3 137	0,2	5 977	0,2	32 448	1,0	14	27	21
Servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e intangibles	735 181	35,8	903 696	31,9	832 423	26,8	4	-1	1
Servicios profesionales, científicos y técnicos	7 429	0,4	18 329	0,6	88 731	2,9	20	25	23
Corporativos	1 189	0,1	1 214	0,0	1 821	0,1	0	6	4
Servicios de apoyo a los negocios y manejo de desechos y servicios de remediación	14 142	0,7	12 862	0,5	31 901	1,0	-2	14	7
Servicios educativos	12 760	0,6	9 708	0,3	9 116	0,3	-5	-1	-3
Servicios de salud y de asistencia social	19 092	0,9	10 987	0,4	8 072	0,3	-10	-4	-7
Servicios de esparcimiento culturales y deportivos, y otros servicios recreativos	5 018	0,2	8 142	0,3	6 769	0,2	10	-3	3
Servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas	34 363	1,7	34 491	1,2	57 282	1,8	0	8	4
Otros servicios excepto actividades gubernamentales	16 965	0,8	12 657	0,4	40 895	1,3	-6	18	8
Actividades legislativas, gubernamentales, de impartición de justicia y de organismos internacionales y extraterritoriales	173 580	8,4	322 878	11,4	275 751	8,9	13	-2	4
Total	2 055 862	100	2 830 420	100	3 104 636	100	7	1	3

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial y Bloomberg 2018.

Para el cálculo de los encadenamientos hacia atrás y hacia adelante se utilizó información de 2013, que se presenta en el cuadro IV.8. En él se señala que —a ese nivel de gran agregación— solo tres sectores mostraron efectos de arrastre o de empuje superiores a la unidad¹⁶. Estos son los de i) industrias manufactureras; ii) generación, transmisión y distribución de electricidad, gas y agua y iii) construcción. Como muestran las cifras, manufactura y construcción son sectores clave debido a que tienen efectos de arrastre y empuje superiores a la unidad.

¹⁶ Sobre la base del Sistema de Clasificación Industrial de América del Norte (SCIAN).

Cuadro IV.8

México: sectores de actividad económica y sus efectos internos de arrastre y empuje, 2013

Sector	Arrastre	Sector	Empuje
31-33-Industrias manufactureras	1 211	31-33-Industrias manufactureras	3 668
22-Generación, transmisión y distribución de energía eléctrica, suministro de agua y de gas por ductos al consumidor final	1 121	23-Construcción	1 111
23-Construcción	1 103		

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI).

El grado de participación de la manufactura en la inversión y en la producción, combinada con su carácter de sector clave en cuanto a encadenamientos, la convierte en un pivote crucial para la dinámica económica del país.

La construcción es otro sector clave. Sin embargo, solo aportó el 0,4% de la formación bruta de capital fijo del país en 2015 y tuvo una caída media anual de su nivel de inversión del -6% entre 2003 y 2015. Por su parte, la generación, transmisión y distribución de electricidad, gas y agua tuvo efectos de arrastre notables, pero solo aportó el 1,4% de la formación bruta de capital fijo en 2015 y también vio contraerse la inversión (-3%) en este período.

Las cifras del INEGI permiten asimismo conocer el origen nacional o importado de la formación bruta de capital fijo, a nivel nacional y de las actividades individuales. Al respecto, las importaciones aportaron el 27% de dicha formación y cumplieron un papel importante en el fortalecimiento de la capacidad potencial de crecimiento, ya que muchas de ellas traen tecnología que no existe en el país. En el caso de la manufactura, en 2015, poco más de la mitad fue de origen externo. La tasa media de crecimiento de la inversión en activos fijos importados por las industrias manufactureras fue del 6% entre 2003 y 2015 (véase el cuadro IV.9). El comercio registró el 29,4% del total de importaciones de bienes de inversión en 2015, seguido por la información en medios masivos (3,6%); transportes, correos y almacenamiento (3,0%); construcción (2,2%); servicios profesionales, científicos y técnicos (2,4%) y minería (2,1%).

Cabe subrayar que en la construcción y la industria manufacturera —como vimos, los dos únicos sectores clave en cuanto a sus encadenamientos— la importación de bienes de capital creció a tasas medias anuales del 7% y el 6% respectivamente entre 2003 y 2015. En cuanto a la construcción, es el sector productor bienes inmuebles que generó el 77% de la acumulación de bienes de capital fijo producidos en el país, a pesar de que la inversión que realiza el propio sector de la construcción es poco significativa con respecto al total nacional (4% en 2015).

Cuadro IV.9

México: formación bruta de capital fijo de origen importado para cada sector de actividad económica, 2003, 2008 y 2015

	2003		2008		2015		Tasa media de crecimiento anual (en porcentajes)		
	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	2003-2008	2008-2015	2003-2015
Agricultura, cría y explotación de animales, aprovechamiento forestal, pesca y caza	3 343	0,9	5 998	1,0	6 030	0,7	12	0	5
Minería	9 760	2,5	22 725	3,6	17 708	2,1	18	-4	5
Generación, transmisión y distribución de energía eléctrica, suministro de agua y de gas por ductos al consumidor final	1 315	0,3	1 972	0,3	2 221	0,3	8	2	4
Construcción	8 328	2,2	17 465	2,8	18 428	2,2	16	1	7
Industrias manufactureras	204 291	52,9	335 592	53,5	423 585	50,6	10	3	6
Comercio	111 088	28,7	162 124	25,8	245 903	29,4	8	6	7
Transportes, correos y almacenamiento	8 052	2,1	17 428	2,8	25 036	3,0	17	5	10
Información en medios masivos	8 209	2,1	13 713	2,2	29 886	3,6	11	12	11
Servicios financieros y de seguros	473	0,1	688	0,1	1 078	0,1	8	7	7
Servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e intangibles	4 836	1,3	9 072	1,4	9 205	1,1	13	0	6
Servicios profesionales, científicos y técnicos	11 945	3,1	16 337	2,6	19 692	2,4	6	3	4
Corporativos	707	0,2	933	0,1	2 164	0,3	6	13	10
Servicios de apoyo a los negocios y manejo de desechos y servicios de remediación	3 797	1,0	6 058	1,0	9 140	1,1	10	6	8
Servicios educativos	513	0,1	739	0,1	840	0,1	8	2	4
Servicios de salud y de asistencia social	893	0,2	1 354	0,2	1 639	0,2	9	3	5
Servicios de esparcimiento culturales y deportivos, y otros servicios recreativos	369	0,1	597	0,1	1 209	0,1	10	11	10
Servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas	710	0,2	1 217	0,2	1 441	0,2	11	2	6
Otros servicios excepto actividades gubernamentales	4 218	1,1	8 335	1,3	12 221	1,5	15	6	9
Actividades legislativas, gubernamentales, de impartición de justicia y de organismos internacionales y extraterritoriales	3 596	0,9	5 410	0,9	9 586	1,1	9	9	9
Total	386 442	100	627 758	100	837 014	100	10	4	7

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI).

e) El papel de la manufactura en la inversión en México

Dado el carácter de la manufactura como sector clave de encadenamientos y de destino de los bienes de inversión, se decidió examinar en más detalle el comportamiento de sus subsectores. Como muestra el cuadro IV.10, el cálculo de los efectos de arrastre y de empuje arroja un total de 11 subsectores clave, entre los que están la industria química, la de fabricación de productos derivados del petróleo y carbón, la fabricación de equipo de cómputo y electrónicos, y las industrias metálicas básicas. Por su parte, las industrias de impresión e industrias conexas, de curtido y acabado de cuero y piel, la de fabricación de productos textiles y fabricación de productos a base de minerales no metálicos tienen importantes efectos de arrastre. Asimismo, la industria alimentaria tiene notables efectos de empuje, en la medida en que sus productos tienden a ser usados como insumos de otras actividades como hoteles y restaurantes.

Cuadro IV.10

México: subsectores manufactureros de México en 2013 con importantes encadenamientos internos de arrastre o de empuje

Subsector manufacturero	Arrastre	Subsector manufacturero	Empuje
Industria alimentaria	1 221	Industria alimentaria	3 029
Industria de bebidas y del tabaco	1 121	Industria de la madera	1 230
Insumos textiles y acabado de textiles	1 132	Fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón	2 031
Curtido y acabado de cuero y piel, productos de cuero, piel y materiales sucedáneos	1 154	Industria química	2 038
Industria de la madera	1 166	Industrias metálicas básicas	1 505
Industria del papel	1 144	Equipo de transporte	2 321
Impresión e industrias conexas	1 231		
Fabricación de productos derivados del petróleo y carbón	1 411		
Fabricación de productos a base de minerales no metálicos	1 292		
Industrias metálicas básicas	1 215		
Productos metálicos	1 181		
Fabricación de muebles, colchones y persianas	1 202		

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI).

Con respecto a su comportamiento en materia de formación bruta de capital fijo, destacan los subsectores manufactureros de fabricación de equipo de cómputo (29,5% del total), seguido por equipo de transporte (16,6%), fabricación de maquinaria y equipo (9,4%), industria alimentaria (7,9%) e industria del plástico y hule (5,1%). De estos, únicamente la industria alimentaria tiene efectos de arrastre y empuje y la fabricación de equipo de transporte tiene efectos importantes de empuje.

Al comparar los sectores que tienen algún efecto de arrastre o empuje con su inversión en formación bruta de capital fijo importada, destaca el subsector manufacturero de fabricación de equipo de transporte, que concentra el 33,8% de la formación bruta de capital fijo de origen importado (véase el cuadro IV.12). Por su parte la industria química concentra el 4,9% de los activos de capital fijo importados en 2015 y ha tenido una tasa media de crecimiento entre 2003 y 2015 del 7,2% que implica pasar de 8.970 a 20.682 millones de pesos en el período.

Cuadro IV.11

México: formación bruta de capital fijo, total por subsector de actividad manufacturera, 2003, 2008 y 2015

	2003		2008		2015		Tasa media de crecimiento anual (en porcentajes)		
	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	2003-2008	2008-2015	2003-2015
Industria alimentaria	37 517	9,7	35 699	6,9	65 724	7,9	-1,0	9,1	4,8
Industria de las bebidas y del tabaco	15 695	4,1	20 202	3,9	33 422	4,0	5,2	7,5	6,5
Fabricación de insumos textiles y acabado de textiles	3 422	0,9	2 810	0,5	4 873	0,6	-3,9	8,2	3,0
Fabricación de productos textiles, excepto prendas de vestir	1 122	0,3	1 028	0,2	2 028	0,2	-1,7	10,2	5,1
Fabricación de prendas de vestir	3 422	0,9	3 212	0,6	7 712	0,9	-1,3	13,3	7,0
Curtido y acabado de cuero y piel, y fabricación de productos de cuero, piel y materiales sucedáneos	1 413	0,4	967	0,2	2 861	0,3	-7,3	16,8	6,1
Industria de la madera	892	0,2	606	0,1	687	0,1	-7,4	1,8	-2,2
Industria del papel	10 357	2,7	8 307	1,6	5 181	0,6	-4,3	-6,5	-5,6
Impresión e industrias conexas	2 812	0,7	2 537	0,5	1 605	0,2	-2,0	-6,3	-4,6
Fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón	18 138	4,7	24 181	4,6	31 252	3,8	5,9	3,7	4,6
Industria química	56 280	14,6	48 918	9,4	37 509	4,5	-2,8	-3,7	-3,3
Industria del plástico y del hule	16 174	4,2	21 739	4,2	42 195	5,1	6,1	9,9	8,3
Fabricación de productos a base de minerales no metálicos	8 703	2,3	15 670	3,0	9 398	1,1	12,5	-7,0	0,6
Industrias metálicas básicas	7 267	1,9	30 507	5,9	21 979	2,6	33,2	-4,6	9,7
Fabricación de productos metálicos	10 046	2,6	18 411	3,5	34 312	4,1	12,9	9,3	10,8
Fabricación de maquinaria y equipo	22 302	5,8	43 543	8,4	77 861	9,4	14,3	8,7	11,0
Fabricación de equipo de computación, comunicación, medición y de otros equipos, componentes y accesorios electrónicos	43 825	11,4	44 965	8,6	245 455	29,5	0,5	27,4	15,4
Fabricación de accesorios, aparatos eléctricos y equipo de generación de energía eléctrica	23 643	6,1	23 960	4,6	23 513	2,8	0,3	-0,3	0,0
Fabricación de equipo de transporte	89 466	23,2	160 018	30,7	138 310	16,6	12,3	-2,1	3,7
Fabricación de muebles, colchones y persianas	2 155	0,6	2 179	0,4	10 591	1,3	0,2	25,3	14,2
Otras industrias manufactureras	10 301	2,7	11 033	2,1	36 208	4,3	1,4	18,5	11,0
Total	384 951	100	520 492	100	832 675	100	6,2	6,9	6,6

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI).

Cuadro IV.12

México: formación bruta de capital fijo de origen importado, por subsector de actividad manufacturera, 2003, 2008 y 2015

	2003		2008		2015		Tasa media de crecimiento anual (en porcentajes)		
	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	(en millones de pesos)	(en porcentajes)	2003-2008	2008-2015	2003-2015
Industria alimentaria	7 467	3,7	12 094	3,6	15 704	3,7	10,1	3,8	6,4
Industria de las bebidas y del tabaco	3 150	1,5	5 586	1,7	7 573	1,8	12,1	4,4	7,6
Fabricación de insumos textiles y acabado de textiles	1 701	0,8	1 911	0,6	2 885	0,7	2,3	6,1	4,5
Fabricación de productos textiles, excepto prendas de vestir	536	0,3	763	0,2	1 059	0,3	7,3	4,8	5,8
Fabricación de prendas de vestir	570	0,3	739	0,2	1 116	0,3	5,4	6,1	5,8
Curtido y acabado de cuero y piel, y fabricación de productos de cuero, piel y materiales sucedáneos	264	0,1	435	0,1	617	0,1	10,5	5,1	7,3
Industria de la madera	144	0,1	260	0,1	360	0,1	12,5	4,7	7,9
Industria del papel	3 672	1,8	4 968	1,5	6 875	1,6	6,2	4,7	5,4
Impresión e industrias conexas	991	0,5	1 181	0,4	1 189	0,3	3,6	0,1	1,5
Fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón	371	0,2	447	0,1	549	0,1	3,8	3,0	3,3
Industria química	8 970	4,4	13 401	4,0	20 682	4,9	8,4	6,4	7,2
Industria del plástico y del hule	10 511	5,1	17 430	5,2	23 270	5,5	10,6	4,2	6,8
Fabricación de productos a base de minerales no metálicos	4 233	2,1	8 147	2,4	8 882	2,1	14,0	1,2	6,4
Industrias metálicas básicas	7 841	3,8	15 694	4,7	22 017	5,2	14,9	5,0	9,0
Fabricación de productos metálicos	6 072	3,0	11 793	3,5	17 014	4,0	14,2	5,4	9,0
Fabricación de maquinaria y equipo	22 032	10,8	39 909	11,9	50 179	11,8	12,6	3,3	7,1
Fabricación de equipo de computación, comunicación, medición y de otros equipos, componentes y accesorios electrónicos	27 000	13,2	41 601	12,4	64 081	15,1	9,0	6,4	7,5
Fabricación de accesorios, aparatos eléctricos y equipo de generación de energía eléctrica	9 092	4,5	15 734	4,7	22 658	5,3	11,6	5,3	7,9
Fabricación de equipo de transporte	83 323	40,8	133 569	39,8	143 260	33,8	9,9	1,0	4,6
Fabricación de muebles, colchones y persianas	944	0,5	1 572	0,5	2 315	0,5	10,7	5,7	7,8
Otras industrias manufactureras	5 407	2,6	8 359	2,5	11 299	2,7	9,1	4,4	6,3

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI).

La fabricación de productos derivados del petróleo representa el 3,8% de la formación bruta de capital fijo de origen importado en la manufactura. Ha disminuido su participación en la formación bruta de capital fijo total del sector, al pasar del 4,7% en 2003 al 3,8% en 2015 con una tasa media de crecimiento anual de apenas el 4,6% en el período. Además, se trata de un subsector clave caracterizado por su alto empuje y en el que la inversión es principalmente de origen nacional. Como se ha señalado en esta sección, los bienes que conforman la formación bruta de capital fijo se producen en su mayoría en el país. Empero, las importaciones tienen un rol importante en la dinámica del crecimiento pues las actividades que tienen mayores encadenamientos sobre la producción utilizan un alto porcentaje de acervos de capital importados.

E. Conclusiones

Este capítulo muestra que el examen de los casos nacionales refuerza las conclusiones que se derivan del análisis a nivel regional. Tanto para el caso regional como para los países considerados (Argentina, Chile, Colombia y México) la inversión muestra un aumento tendencial sobre todo a partir de la primera década de 2000.

La descomposición por activos muestra una mayor importancia de la construcción sobre maquinaria y equipo, aunque este último es el componente que muestra el comportamiento más dinámico en el tiempo.

Ambos hechos estilizados son positivos para la región. Mayor inversión implica mayores oportunidades de crecimiento. Un dinamismo más pronunciado en la maquinaria y equipo sienta las bases para crecer a través de la productividad y la innovación, lo que podría compensar las bajas tasas y a veces negativas tasas de crecimiento de la productividad total de los factores. En lo que se refiere a la maquinaria y equipo, que se compone esencialmente de insumos importados, para aumentar la productividad y la innovación es preciso mejorar la capacidad de financiamiento y competitividad de las economías de América Latina y el Caribe.

En términos sectoriales se observa que tradicionalmente la inversión privada predomina sobre la pública y esta última ha mostrado una tendencia a la baja desde los años ochenta y en particular desde los noventa. Esto implica por una parte que cualquier esfuerzo para aumentar la inversión y mejorar la composición de la inversión en términos de su productividad e innovación lleva aparejada una mejora de la capacidad productiva e incentivos a la inversión del sector privado. Por otra parte, la caída de la inversión pública no es una tendencia que deba mantenerse en el tiempo ya que esto debilitaría la capacidad de provisión de bienes públicos por parte de los gobiernos de la región lo que tendría un efecto adverso en el crecimiento. Finalmente, el análisis presentado muestra que la inversión pública puede generar efectos positivos (*crowding-in*) en la inversión privada y que, por consiguiente, las políticas económicas que busquen aumentar la inversión deben potenciar la interrelación entre ambas.

Las estimaciones de los determinantes de la inversión apuntan a la doble causalidad entre la inversión y el PIB. La inversión no solo determina el crecimiento económico mediante un aumento de la demanda agregada (efecto multiplicador), sino que depende también del crecimiento económico. Ante un aumento del crecimiento se observa que las empresas, invierten más y crean capacidad productiva (efecto acelerador). Esta doble causalidad plantea un importante desafío de política económica, a saber, mantener el crecimiento e inversión en el tiempo requiere articular la utilización de capacidad con la creación de la capacidad.

Finalmente, los estudios de caso muestran la importancia de las variables asociadas al sector externo, ya sean tasas de interés internacionales, tipo de cambio real, flujos financieros o términos de intercambio. Esto implica que para economías altamente abiertas como las de América Latina y el Caribe, el desempeño de la inversión y el crecimiento se vuelve altamente dependiente de las condiciones externas. Esto se da particularmente en aquellas economías cuya estructura productiva y la composición de la inversión están muy concentradas en sectores expuestos a los vaivenes de la economía internacional.

Bibliografía

- Aghion, P., D. Hemous y E. Kharroubi (2009), "Credit constraints, cyclical fiscal policy and industry growth", *NBER Working Paper*, N° 15119.
- Agosin, M.R. (1994), "Saving and investment in Latin America", *UNCTAD Review*, Ginebra.
- Álvarez, R. y J.R. Fuentes (2011), "Labor market regulations and productivity: evidence from Chilean manufacturing plants", *Documento de trabajo*, N° 396, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Álvarez, R., A. García y P. García (2008), "Shock de energía y productividad en la industria manufacturera chilena", *Documento de trabajo*, N° 482, Banco Central de Chile.
- Arbeláez, M.A. y J.J. Echavarría (2002), "Credit, financial liberalization and manufacturing investment in Colombia", *Research Network Working Paper*, N° R-450, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Aroche, F. (2006), "Trees of the essential economic structures: a qualitative input-output method", *Journal of Regional Science*, vol. 46, N° 2.
- Aroche, F. y M.A. Márquez (2016), "Una red económica norteamericana", *Ensayos Revista de Economía*, vol. 35, N°1.
- Barro, R. J. (1991), "Economic growth in a cross section of countries", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106.
- Bilsborrow, R. (1968), "The determinants of fixed investment by manufacturing corporations in Colombia", tesis para optar al grado de doctor, Universidad de Michigan.
- Blades, D. (2000), *Manteniendo series consistentes de cuentas nacionales*, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Blecker, R. (2009), "External shocks, structural change, and economic growth in Mexico", *World Development*, vol. 37, N° 77.
- Blundell, R. y S. Bond (1998), "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models", *Journal of Econometrics*, vol. 87.
- Boundi Chraki, F. (2016), "Análisis input-output de encadenamientos productivos y sectores clave en la economía mexicana", *Revista Finanzas y Política Económica*, vol. 8, N° 1.
- Bry, G. y C. Boschan (1971), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, Nueva York, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER).
- Bureau of Economic Analysis (2003), *Fixed Assets and Consumer Durable Goods in the United States, 1925–1999*, Washington, D.C., U. S. Government Publishing Office (GPO).
- Caballero, R., E. Engel y A. Micco (2004), "Flexibilidad microeconómica en América Latina", *Economía Chilena*, vol. 7, N° 2.
- Cárdenas, M. (1995), "La inversión en Colombia: 1950-1994", *Coyuntura Económica*, N° 100, diciembre.
- Cárdenas, M. y M. Olivera (1995), "La crítica de Lucas y la inversión en Colombia: nueva evidencia", *Ensayos sobre Política Económica*, N° 27.
- Carrizosa, M., C.J. Fajardo y R. Suescún (1982), "Análisis económico del sistema de valor constante", *Documento CEDE*, N° 71.
- Castañeda, J. (2017), "Cadenas globales de valor en el insumo-producto", tesis para optar al grado de doctor en economía, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM).
- CAF/CEPAL/OCDE (Banco de Desarrollo de América Latina/Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2015), *Perspectivas económicas de América Latina 2016: hacia una nueva asociación con China*, París, OECD Publishing.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2016), "Empalmes de series: aspectos metodológicos y prácticas internacionales", documento presentado en el Seminario de Cuentas Nacionales de América Latina y el Caribe.
- (1986), "Las empresas transnacionales en el desarrollo colombiano", *Estudios e Informes de la CEPAL*, N° 60, Santiago, septiembre.
- Charemza, W. y D. Deadman (1997), *New Directions in Econometric Practice*, Londres, Edward Elgar Publishing Ltd.
- Cheung, Y., M. Dooley y V. Sushko (2012), "Investment and growth in rich and poor countries", *NBER Working Paper*, N° 17788, Cambridge.
- Chica, R. (1988), "Un diagnóstico de la crisis de la acumulación de la industria colombiana", *Revista Desarrollo y Sociedad*, N° 22.

- (1983), “La financiación de la inversión en la industria manufacturera colombiana: 1970-1980”, *Revista Desarrollo y Sociedad*, N° 15-16.
- Corre, V., A. Escandón y J. Venegas (2002), *Empalme PIB: series anuales y trimestrales 1986-1995, base 1996*, Santiago, Banco Central de Chile.
- Davidson, J. (1998), “Structural relations, cointegration and identification: some simple results and their application”, *Journal of Econometrics*, vol. 87.
- De la Cruz, P. y otros (2005), “Estimación de un modelo IS-LM para la economía mexicana”, *Ensayos Revista de Economía*, vol. XXIV, N° 2.
- Deloitte (2015), *Mexico’s Catching the Next Wave Report*, Ciudad de México.
- Denison, E. F. (1962), “The sources of economic growth in the United States and the alternatives before us”, *Supplementary Paper*, vol. 13, Nueva York, Committee for Economic Development.
- DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas), *Documento metodológico y resultados de la retropolación 1975-2005. Base 2005*, Bogotá, Dirección de Síntesis y Cuentas Nacionales (DSCN), Grupo de retropolación.
- Doornik, J. A. (2009), “Autometrics”, *The Methodology and Practice of Econometrics*, J. L. Castle y N. Shephard (eds.), Oxford, Oxford University Press.
- Echavarría, J.J. y G.R. Zodrow (2005), “Impuestos a las utilidades e inversión extranjera directa en Colombia”, *Borradores de Economía*, N° 348, Banco de la República.
- Edwards, S. (1992), “Trade orientation, distortions and growth in developing countries”, *Journal of Development Economics*, vol. 39, N° 1.
- Fainboim, I. (1990), “Inversión, tributación y costo de uso del capital en Colombia: 1950-1987”, *Ensayos sobre Política Económica*, N° 18, diciembre.
- Fourier, J.-M. (2016), “The positive effect of public investment on potential growth”, *Economics Department Working Papers*, N° 1347, París.
- Fraumeni, B. (1997), “The measurement of depreciation in the U.S. national income and product accounts”, *Survey of Current Business*, julio.
- Fuentes, J. R., M. Larraín y K. Schmidt-Hebbel (2006), “Measuring and Explaining Total Factor Productivity in Chile”, *Cuadernos de Economía*, vol. 43, mayo.
- Furceri, D. y B. Grace Li (2017), *The Macroeconomic (and Distributional) Effects of Public Investment in Developing Economies*. Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Galindo, A. y M. Meléndez (2010), *Corporate Tax Stimulus and Investment in Colombia*, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Garavito, A., A. M. Iregui y M.T. Ramírez (2012), “Inversión extranjera directa en Colombia: evolución reciente y marco normativo”, *Borradores de Economía*, N° 713.
- García, C. J. (2012), “Impacto del costo de la energía eléctrica en la economía chilena: una perspectiva macroeconómica”, Universidad Alberto Hurtado, inédito.
- Gómez, H.J. y L.J. Higuera (2018), *Crecimiento económico: ¿Es posible recuperar un ritmo superior al 4% anual?*, Bogotá, Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo).
- Granger, C. W. J. (1969), “Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods”, *Econometrica*, vol. 37, N° 3.
- Greene, J. y D. Villanueva (1995), “La inversión privada en los países en desarrollo: un análisis empírico”, *El financiamiento del desarrollo en América Latina: la movilización del ahorro interno*, vol. 1, A. Villagómez (comp.), Ciudad de México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).
- Gujarati, D. y D. Porter. (2010), *Econometría*, Ciudad de México, McGraw Hill.
- Harding, D. y P. Adrian (2002), “A comparison of two business cycle dating methods”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 27.
- Harding, D. y A. Pagan (2001), *Extracting, Using and Analysing Cyclical Information*. Melbourne, Melbourne Institute of Applied Economics and Social Research.
- Hendry, D. F. y J. A. Doornik (2014), *Empirical model discovery and theory evaluation: automatic selection methods in econometrics*, MIT Press.
- Hexeberg, B. (2000), *Implementación del SCN 1993: retrospectiva de los datos de cuentas nacionales*, Banco Mundial.
- Hofman, A. y otros (2017), “El proyecto LA-KLEMS”, *El trimestre económico*, vol. 84, N° 2.
- Hsieh, Ch. y P.J. Klenow (2009), “Misallocation and manufacturing TFP in China and India”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, noviembre.

- Hulten, C. R. y F. C. Wykoff (1981a), "Economic depreciation and the taxation of structures in United States manufacturing industries: an empirical analysis," *The Measurement of Capital*, D. Usher (ed.), Chicago, University of Chicago Press.
- (1981b), "The estimation of economic depreciation using vintage assets prices: an application of the box-cox power transformation," *Journal of Econometrics*, vol. 15.
- (1981c), "The measurement of economic depreciation," *Depreciation, Inflation and the Taxation of Income from Capital*, C. R. Hulten (ed.), Washington, D.C., The Urban Institute Press.
- INEGI (Instituto Nacional de Estadística y Geografía) (2017a), *Productividad total de los factores-Modelo KLEMS, año base 2013*, Ciudad de México.
- (2017b), "Productividad total de los factores, datos 1990-2016" [en línea] <http://www.inegi.org.mx/est/contenidos/proyectos/cn/ptf/default.aspx>.
- Izquierdo, A., R. Romero-Aguilar y E. Talvi (2008), "Booms and busts in Latin America: The role of external factors," *IDB Working Paper*, N° 532.
- Jorgenson, D.W. y B. Fraumeni (1992), "Investment in education and U.S. economic growth," *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 94.
- Jorgenson, D., F. Gollop y B. Fraumeni (1987), *Productivity and U.S. Economic Growth*, Cambridge, Harvard University Press.
- Jorgenson, D., M. Ho y K. Stiroh (2005), *Information Technology and the American Growth Resurgence*, The MIT Press.
- Jorgenson, D. y Z. Griliches (1967), "The explanation of productivity change," *The Review of Economic Studies*, vol. 34, N° 3.
- Juselius, K. (2006), *The Cointegrated VAR Model: Methodology and Applications*, Oxford University Press.
- Khan, M. y C. Reinhart (1990), "Private investment and economic growth in developing countries," *World Development*, vol. 18, N° 1.
- Lagos, R. (2006), "A model of TFP," *Review of Economic Studies*, vol. 73.
- Levine, R. y A. Renelt (1992), "A sensitivity analysis of cross-country growth regressions," *The American Economic Review*, vol. 82, N° 4.
- Luca, O. y N. Spatafora (2012), "Capital inflows, financial development, domestic investment determinants and inter-relationships," *Working Paper*, N° 12, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Manuelito, S. y L. F. Jiménez (2015), "Rasgos estilizados de la relación entre la inversión y crecimiento en América Latina, 1980-2012," *Revista CEPAL*, N° 115 (LC/G.2636-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), abril.
- Miller, R. y P. Blair (2009), *Input-Output Analysis: Foundations and Extensions*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Ministerio de Hacienda de Chile (2012), "Acta Resultados del Comité Consultivo PIB Tendencial 2012," Dirección de Presupuestos [en línea] http://www.dipres.gob.cl/597/articles-168319_a_acta_pib_tendencial.pdf.
- Moreno-Brid, J. C., K. Sandoval e I. Valverde (2016), "Tendencias y ciclos de la formación de capital fijo y la actividad productiva en la economía mexicana, 1960-2015," *serie Estudios y Perspectivas-Sede Subregional de la CEPAL en México*, N° 170, Ciudad de México, Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- Comisión de las Comunidades Europeas y otros (1993), *Sistema de Cuentas Nacionales 1993*, Bruselas [en línea] <http://comuna.cat/-/sctasnac93.pdf>.
- Nazara, S. y otros (2003), "PyIO: input-output analysis with Python," *Regional Economics Applications Laboratory Working Paper*, N° 03-T-23, University of Illinois.
- Ocampo, J.A y C. Crane (1988), "Ahorro, Inversión y Crecimiento Económico en Colombia," Informe de Investigación presentado al Banco Interamericano de Desarrollo.
- Ocampo, J.A, J.L. Londoño y L. Villar (1988), "Comportamiento del ahorro y la inversión: evolución histórica y determinantes." E. Lora, editor, *Lecturas de Macroeconomía Colombiana*, Tercer Mundo-Fedesarrollo.
- OECD (2007), Recuperado el 02 de noviembre de 2017 <http://www.oecd.org/sti/inno/39374789.pdf>.
- Ospina, J. (1976), "Determinantes de la inversión industrial en Colombia." *Coyuntura Económica*, Dic.
- Oulton, N. (2016), "The Mystery of TFP," *International Productivity Monitor*, Centre for the Study of Living Standards, vol. 31, Fall.
- Parente, S. y E. C. Prescott (2000), *Barriers to Riches*. MIT Press.

- Parra, C.E. (1998), "Determinantes de la Inversión en Colombia: evidencia sobre el capital humano y la violencia." Documento 084. Archivos de Macroeconomía. Departamento Nacional de Planeación.
- Prasad, E., R. Rajan y A. Subramanian (2007), "Foreign capital and economic growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1.
- Ragnar, F. (1993), *Propagation Problems and Impulse Problems in Dynamic Economics*, Oslo, Universitetets Okonomiske Institut.
- Rasmussen, P. (1958), *Studies in Inter-sectorial Relations*, Amsterdam, North- Holland P. C.
- Reinhart, C., G. Calvo y L. Leiderman (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", *MPRA Paper*, N° 7125, University Library of Munich.
- Ribeiro, M. y J. Teixeira (2001), "Análisis econométrico de la inversión privada en Brasil", *Revista CEPAL*, N° 74 (LC/G.2135-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, agosto.
- Robertson, R. (2004), "Relative prices and wage inequality: evidence from Mexico", *Journal of International Economics*, vol. 64, N° 2.
- Rodrik, D. (2016), "The return of public investment", *Project Syndicate*, 13 de enero.
- Rubio, M. (1983), "Estimación de una función de inversión para Colombia", Corporación Centro Regional de Población, inédito.
- Ruiz, P. (2014), "Políticas de mitigación del cambio climático en México: un análisis de insumo-producto", *Realidad, Datos y Espacio. Revista Internacional de Estadística y Geografía*, vol. 5, N° 1.
- Sala-i-Martin, X. (1997), "I just ran four million regressions", *NBER Working Paper*, N° 6252.
- Salazar, N., P. Cabrera y A. Becerra (2011), "El impacto del leasing financiero sobre la inversión y el empleo en las firmas colombianas", *Cuadernos Fedesarrollo*, vol. 35.
- Servén, L. y A. Solimano (eds.) (1993) *Striving for Growth after Adjustment*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- (1992), "Private investment and macroeconomic adjustment: A survey", *The World Bank Research Observer*, vol. 7, N° 1, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Solow, R. (1957), "Technical change and the aggregate production function", *Review of Economics and Statistics*, vol. 39, N° 3.

Anexo IV.A1

Estimación econométrica de la relación entre formación bruta de capital fijo (inversión) y PIB, 1950-2015

Resultados de la estimación del vector autorregresivo de dos rezagos entre la formación bruta de capital fijo y el PIB

$$(1) \text{LFBKF} = + 0,6301 * \text{LFBKF}(-1) - 0,271 * \text{LFBKF}(-2) + 0,9226 * \text{LPIB}(-1)$$

(0,245) (0,243) (0,722)

$$+ 0,1839 * \text{LPIB}(-2) - 0,01101 * \text{Tendencia} - 13,05 + 0,3598 * I:1960 - 0,5822 * I:2002$$

(0,719) (0,00868) (9,55) (0,131) (0,128)

$$(2) \text{LPIB} = - 0,06892 * \text{LFBKF}(-1) + 0,03149 * \text{LFBKF}(-2) + 1,132 * \text{LPIB}(-1)$$

(0,0953) (0,0945) (0,281)

$$- 0,2043 * \text{LPIB}(-2) + 0,002536 * \text{Tendencia} + 2,776 + 0,0413 * I:1960 - 0,1545 * I:2002$$

(0,279) (0,00338) (3,72) (0,0508) (0,0496)

Prueba de exclusión conjunta LFBKF(-1) en LPIB y LFBKF(-2) en LPIB:

$$\text{Chi}^2(2) = 0.53107 [0.7668]$$

Análisis de cointegración, 1952-2015

Valores característicos loglik para el rango

195.6075 0

0,46541 215,6476 1

0,10849 219,3225 2

H0:rango<= Tests para la traza [Prob]

0 47,430 [0,000] ***

1 7,3497 [0,319]

Ecuación de cointegración

$$(3) \text{LFBKF} = 2,28\text{LPIB} - 0,03\text{Tendencia}$$

(0,10257) (0,002439)

Vector de coeficiente de integración (COI) y coeficientes de ajuste con sus respectivos errores estándares

Beta SE

LFBKF04 1,0000

LPBI04 -2,2810 0,10257

Trend 0,0300 0,002439

Alfa SE

LFBKF04 -0,73427 0,22043

LPBI04 -0,078808 0,086779

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI).

Nota: Los errores estándares están entre paréntesis.

*** denota significativo al 1% de confianza.



Anexo estadístico

Cuadro A-1
América Latina y el Caribe: principales indicadores económicos

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 a/
Tasas anuales de variación									
Producto interno bruto total b/	-1,8	6,2	4,5	2,8	2,9	1,2	-0,2	-0,8	1,2
Producto interno bruto por habitante b/	-3,1	4,9	3,2	1,6	1,7	0,1	-1,2	-1,9	0,2
Precios al consumidor c/	3,5	5,4	5,8	4,9	5,0	6,3	7,9	7,3	5,7
Porcentajes									
Desempleo urbano abierto	9,1	8,4	7,7	7,2	7,1	6,9	7,3	8,9	9,3
Deuda externa bruta total / PIB d/ e/	33,8	31,4	30,2	33,4	35,2	37,9	40,7	42,1	41,4
Deuda externa bruta total / exportaciones de bienes y servicios d/ e/	111,9	108,3	98,6	107,1	117,6	134,1	155,1	166,9	165,7
Millones de dólares									
Balanza de pagos e/									
Balanza de cuenta corriente	-31 510	-95 406	-114 206	-136 714	-163 870	-184 608	-174 010	-95 520	...
Exportaciones FOB	703 782	892 266	1 107 530	1 128 528	1 119 396	1 087 539	927 064	894 467	...
Importaciones FOB	652 671	847 298	1 041 619	1 087 461	1 116 747	1 104 136	981 163	889 460	...
Balanza de servicios	-36 175	-52 095	-69 191	-74 916	-79 616	-76 202	-53 815	-44 050	...
Balanza de renta	-104 826	-152 684	-175 529	-166 511	-151 253	-158 486	-134 786	-132 287	...
Balanza de transferencias corrientes	58 379	62 863	64 603	63 646	64 352	68 078	69 844	75 810	...
Balanzas de capital y financiera f/									
Inversión extranjera directa neta	79 662	182 744	220 342	193 567	179 627	221 974	146 247	114 323	...
Otros movimientos de capital	73 232	114 088	147 018	149 976	146 158	140 847	134 698	130 545	...
Balanza global	6 431	68 656	73 325	43 590	33 468	81 128	11 549	-16 221	...
Balanza global	48 152	85 797	106 136	56 853	15 757	37 368	-27 772	19 366	...
Variación en activos de reserva g/	-50 768	-87 214	-106 403	-57 930	-16 179	-37 813	27 055	-19 220	...
Otro financiamiento	2 616	1 418	254	1 081	422	445	717	-146	...
Transferencia neta de recursos	-22 547	31 480	45 067	28 136	28 796	64 304	14 575	-17 649	...
Reservas internacionales brutas	512 726	512 727	567 444	655 389	830 204	857 634	811 913	831 556	858 343
Porcentajes del PIB									
Sector fiscal h/									
Resultado global	-2,7	-1,9	-1,5	-1,8	-2,5	-2,8	-2,9	-3,0	-2,9
Resultado primario	-0,9	-0,3	0,2	-0,2	-0,8	-1,0	-0,9	-0,9	-0,8
Ingreso total	17,2	17,8	18,0	18,1	18,2	18,0	18,0	18,0	17,9
Ingresos tributarios	13,9	14,3	14,7	15,0	15,1	15,2	15,5	15,5	15,4
Gasto total	19,9	19,8	19,5	20,1	20,7	20,8	20,8	21,0	20,8
Gastos de capital	3,8	3,9	3,8	4,1	4,2	4,0	3,7	3,6	3,4
Deuda pública del gobierno central e/	32,0	30,0	29,4	30,5	31,8	33,2	35,9	37,4	38,8
Deuda pública del sector público no financiero e/	34,7	30,0	31,7	32,9	34,2	35,8	38,6	40,8	42,1

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

c/ Promedio ponderado, se excluye la República Bolivariana de Venezuela.

d/ Estimaciones sobre la base de cifras en dólares a precios corrientes.

e/ Promedios simples 18 países (no incluye Cuba y Venezuela (República Bolivariana de)).

f/ Incluye errores y omisiones.

g/ El signo menos (-) indica aumento de los activos de reserva.

h/ Gobierno central. Promedios simples de 17 países (no se incluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba y Venezuela (República Bolivariana de)).

Cuadro A-2
América Latina y el Caribe: producto interno bruto en millones de dólares
(A precios corrientes)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 <i>a/</i>
América Latina y el Caribe	4 195 782	5 073 092	5 952 545	6 049 012	6 225 724	6 325 908	5 022 431	4 843 965	5 370 583
América Latina	4 137 615	5 009 864	5 884 171	5 978 370	6 154 307	6 253 348	4 951 445	4 776 160	5 301 336
Argentina	336 359	426 488	530 158	581 431	613 316	567 050	644 903	554 862	631 142
Bolivia (Estado Plurinacional de)	17 340	19 650	23 963	27 084	30 659	32 996	33 000	33 941	37 509
Brasil	1 666 995	2 208 837	2 616 157	2 465 528	2 472 819	2 455 385	1 802 212	1 793 406	2 048 376
Chile	172 767	218 563	252 014	266 481	278 384	260 584	243 999	250 036	277 631
Colombia	231 578	286 104	334 454	370 575	381 867	381 112	293 482	282 856	313 901
Costa Rica	30 562	37 269	42 263	46 473	49 745	50 578	54 776	56 989	57 550
Cuba	62 079	64 328	68 990	73 141	77 148	80 656	87 133	91 370	93 204
Ecuador	62 520	69 555	79 277	87 925	95 130	101 726	99 290	98 614	103 057
El Salvador	17 602	18 448	20 284	21 386	21 977	22 586	23 166	23 912	24 805
Guatemala	37 734	41 338	47 655	50 388	53 851	58 722	63 767	68 663	75 643
Haití	6 502	6 708	7 474	7 820	8 387	8 661	8 355	7 598	8 546
Honduras	14 587	15 839	17 731	18 102	18 281	19 274	20 584	21 029	22 973
México	900 045	1 057 801	1 180 487	1 201 094	1 274 444	1 314 569	1 170 567	1 077 782	1 154 703
Nicaragua	8 299	8 759	9 774	10 532	10 983	11 880	12 611	13 184	13 787
Panamá	26 594	28 917	34 374	39 955	45 600	49 921	54 316	57 821	61 838
Paraguay	15 934	20 048	25 100	24 595	28 966	30 881	27 283	27 424	29 534
Perú	120 851	147 528	171 762	192 650	201 218	201 078	189 924	191 642	211 925
República Dominicana	48 187	53 781	57 811	60 658	62 662	66 065	68 802	72 343	75 838
Uruguay	31 661	40 285	47 962	51 264	57 531	57 236	53 274	52 688	59 374
Venezuela (República Bolivariana de)	329 419	239 620	316 482	381 286	371 339	482 386	...	...	...
El Caribe	58 167	63 228	68 373	70 642	71 417	72 560	70 986	67 805	69 247
Antigua y Barbuda	1 224	1 152	1 142	1 211	1 193	1 280	1 365	1 460	1 526
Bahamas	9 982	10 096	10 070	10 720	10 628	10 957	11 792	11 839	12 162
Barbados	4 480	4 530	4 661	4 656	4 612	4 608	4 584	4 529	4 682
Belice	1 337	1 397	1 487	1 574	1 613	1 704	1 779	1 820	1 879
Dominica	489	494	501	486	502	524	541	575	497
Granada	771	771	779	800	843	911	997	1 062	1 127
Guyana	2 061	2 273	2 576	2 862	2 988	3 078	3 197	3 504	3 555
Jamaica	12 120	13 219	14 440	14 800	14 275	13 898	14 187	14 057	14 790
Saint Kitts y Nevis	767	767	819	800	849	917	936	958	992
San Vicente y las Granadinas	675	681	676	693	721	726	757	767	779
Santa Lucía	1 263	1 382	1 438	1 436	1 470	1 517	1 622	1 636	1 738
Suriname	3 875	4 368	4 422	4 980	5 146	5 241	4 826	3 278	3 399
Trinidad y Tabago	19 122	22 097	25 363	25 623	26 578	27 200	24 402	22 320	22 122

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

a/ Cifras preliminares.

Cuadro A-3
América Latina y el Caribe: producto interno bruto en tasas anuales de variación
(A precios constantes)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 a/
América Latina y el Caribe b/	-1,8	6,2	4,5	2,8	2,9	1,2	-0,2	-0,8	1,2
América Latina	-1,8	6,3	4,5	2,8	2,9	1,2	-0,2	-0,8	1,2
Argentina	-5,9	10,1	6,0	-1,0	2,4	-2,5	2,7	-1,8	2,9
Bolivia (Estado Plurinacional de)	3,4	4,1	5,2	5,1	6,8	5,5	4,9	4,3	4,2
Brasil	-0,1	7,5	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,5	1,0
Chile	-1,0	5,8	5,8	5,5	4,0	1,8	2,3	1,3	1,5
Colombia	1,2	4,3	7,4	3,9	4,6	4,7	3,0	2,0	1,8
Costa Rica	-1,0	5,0	4,3	4,8	2,3	3,5	3,6	4,2	3,2
Cuba	1,5	2,4	2,8	3,0	2,8	1,0	4,4	0,5	1,6
Ecuador	0,6	3,5	7,9	5,6	4,9	3,8	0,1	-1,6	3,0
El Salvador	-2,1	2,1	3,8	2,8	2,4	2,0	2,4	2,6	2,3
Guatemala	0,5	2,9	4,2	3,0	3,7	4,2	4,1	3,1	2,8
Haití	3,1	-5,5	5,5	2,9	4,2	2,8	1,2	1,5	1,2
Honduras	-2,4	3,7	3,8	4,1	2,8	3,1	3,8	3,8	4,8
México	-5,3	5,1	3,7	3,6	1,4	2,8	2,6	2,9	2,0
Nicaragua	-3,3	4,4	6,3	6,5	4,9	4,8	4,8	4,7	4,9
Panamá	1,6	5,8	11,8	9,2	9,6	5,1	5,6	5,0	5,4
Paraguay	-4,0	13,1	4,3	-1,2	14,0	4,7	3,0	4,0	4,8
Perú	1,1	8,3	6,3	6,1	5,9	2,4	3,3	4,0	2,5
República Dominicana	0,9	8,3	3,1	2,7	4,9	7,6	7,0	6,6	4,6
Uruguay	4,2	7,8	5,2	3,5	4,6	3,2	0,4	1,7	2,7
Venezuela (República Bolivariana de)	-3,2	-1,5	4,2	5,6	1,3	-3,9	-5,7	...	...
El Caribe	-3,5	1,5	1,1	1,3	0,9	0,7	1,1	-1,8	0,0
Antigua y Barbuda	-12,1	-7,2	-2,1	3,5	-0,1	5,1	4,1	5,3	3,1
Bahamas	-4,2	1,5	0,6	3,1	-0,4	-0,1	1,0	-1,7	1,4
Barbados	-4,0	0,3	0,7	0,3	0,0	0,0	0,9	2,0	0,6
Belice	0,8	3,3	2,1	3,7	0,7	4,0	3,8	-0,5	0,7
Dominica	-1,2	0,7	-0,2	-1,1	-0,6	4,4	-2,6	2,5	-9,5
Granada	-6,6	-0,5	0,8	-1,2	2,4	7,3	6,4	3,7	5,1
Guyana	3,6	4,1	5,2	5,3	5,0	3,9	3,1	3,4	2,2
Jamaica	-4,3	-1,5	1,7	-0,6	0,5	0,7	0,9	1,4	0,5
Saint Kitts y Nevis	-3,4	-1,5	1,8	-0,7	5,5	6,1	2,1	2,2	1,3
San Vicente y las Granadinas	-2,1	-3,4	-0,4	1,4	1,8	1,0	1,8	1,3	0,5
Santa Lucía	-1,1	0,2	3,5	-0,6	-1,3	3,6	-0,9	3,4	3,8
Suriname	3,0	5,2	5,8	2,7	2,9	0,3	-2,7	-5,1	1,5
Trinidad y Tabago	-4,4	3,3	-0,3	1,3	1,0	-0,3	1,5	-6,0	-2,3

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

Cuadro A-4
América Latina y el Caribe: producto interno bruto por habitante
(Tasas anuales de variación)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 <i>a/</i>
América Latina y el Caribe b/	-3,1	4,9	3,2	1,6	1,7	0,1	-1,2	-1,9	0,2
América Latina	-3,0	5,0	3,3	1,6	1,7	0,1	-1,2	-1,9	0,2
Argentina	-6,9	9,0	4,9	-2,1	1,3	-3,5	1,7	-2,8	1,9
Bolivia (Estado Plurinacional de)	1,6	2,4	3,5	3,4	5,1	3,8	3,2	2,7	2,6
Brasil	-1,2	6,4	2,9	0,9	2,0	-0,4	-4,4	-4,3	0,2
Chile	-2,0	4,7	4,8	4,5	3,0	0,9	1,4	0,4	0,7
Colombia	0,1	3,2	6,2	2,8	3,5	3,7	2,0	1,1	0,9
Costa Rica	-2,3	3,6	3,0	3,6	1,1	2,4	2,6	3,1	2,2
Cuba	1,4	2,3	2,7	2,8	2,6	0,9	4,3	0,5	1,6
Ecuador	-1,1	1,8	6,2	4,0	3,3	2,2	-1,4	-3,0	1,5
El Salvador	-2,5	1,7	3,4	2,4	2,0	1,6	2,0	2,2	1,9
Guatemala	-1,7	0,6	1,9	0,8	1,5	2,1	2,1	1,1	0,9
Haití	1,5	-6,9	4,0	1,4	2,8	1,4	-0,1	0,1	-0,1
Honduras	-4,3	1,8	2,0	2,3	1,1	1,4	2,2	2,2	3,3
México	-6,8	3,5	2,2	2,2	0,0	1,4	1,9	1,6	0,7
Nicaragua	-4,5	3,1	5,0	5,2	3,7	3,6	3,6	3,5	3,7
Panamá	-0,1	4,0	9,9	7,4	7,8	3,4	3,9	3,4	3,7
Paraguay	-5,2	11,6	2,9	-2,6	12,5	3,3	1,6	2,7	3,6
Perú	-0,1	7,0	4,9	4,7	4,4	1,0	1,9	2,7	1,3
República Dominicana	-0,4	6,9	1,8	1,4	3,6	6,3	5,8	5,4	3,4
Uruguay	3,9	7,5	4,8	3,2	4,3	2,9	0,0	1,3	2,3
Venezuela (República Bolivariana de)	-4,7	-2,9	2,7	4,2	0,0	-5,1	-6,9	...	...
El Caribe	-4,2	0,8	0,5	0,7	0,2	0,1	0,5	-2,4	-0,5
Antigua y Barbuda	-13,1	-8,3	-3,2	2,4	-1,2	4,0	3,0	4,3	2,0
Bahamas	-5,8	-0,1	-1,0	1,6	-1,8	-1,4	-0,2	-2,8	0,4
Barbados	-4,4	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	-0,3	0,6	1,7	0,3
Belice	-1,7	0,9	-0,3	1,4	-1,5	1,8	1,6	-2,6	-1,4
Dominica	-1,4	0,4	-0,6	-1,5	-1,1	3,8	-3,1	2,0	-10,0
Granada	-6,9	-0,9	0,4	-1,5	1,9	6,9	6,0	3,3	4,6
Guyana	3,7	4,0	4,8	4,7	4,3	3,2	2,4	2,7	1,6
Jamaica	-4,8	-1,9	1,3	-1,0	0,1	0,3	0,5	1,0	0,2
Saint Kitts y Nevis	-4,4	-2,5	0,7	-1,8	4,3	4,9	1,1	1,2	0,3
San Vicente y las Granadinas	-2,2	-3,4	-0,4	1,4	1,8	0,9	1,7	1,1	0,3
Santa Lucía	-2,1	-0,7	2,8	-1,2	-1,8	3,1	-1,4	2,9	3,3
Suriname	1,9	4,1	4,8	1,6	1,9	-0,7	-3,5	-6,0	0,6
Trinidad y Tabago	-4,8	2,8	-0,8	0,8	0,5	-0,7	1,1	-6,3	-2,6

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

Cuadro A-5
América Latina y el Caribe: producto interno bruto en tasas interanuales de variación a/
(A precios constantes)

	2016				2017				2018
	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1
Argentina	1,0	-3,6	-3,3	-1,1	0,6	3,0	3,8	3,9	3,6
Belice	0,3	0,1	-1,1	-1,4	0,8	-0,2	-0,8	3,1	1,8
Bolivia (Estado Plurinacional de)	5,4	3,2	4,9	3,7	3,3	3,8	4,3	5,2	...
Brasil	-5,2	-3,4	-2,7	-2,5	0,0	0,4	1,4	2,1	1,2
Chile	2,7	0,9	1,2	0,3	-0,4	0,5	2,5	3,3	4,2
Colombia	3,2	2,9	0,6	1,3	1,3	1,6	2,5	1,8	2,2
Costa Rica	4,2	4,3	3,5	4,6	3,6	3,4	2,7	3,1	2,5
Ecuador	-4,0	-1,7	-1,5	1,0	2,7	3,0	3,3	3,0	1,9
El Salvador	2,1	2,4	2,4	2,6	2,2	2,3	2,4	...	...
Guatemala	3,0	3,6	2,6	3,2	3,2	2,2	2,7	2,9	...
Honduras	3,8	4,0	3,0	4,1	5,6	3,5	5,9	4,2	3,0
Jamaica b/	0,9	1,5	2,1	0,1	0,1	-0,1	0,8	1,1	...
México	3,0	3,3	2,0	3,3	3,3	1,8	1,6	1,5	1,3
Nicaragua	3,1	6,8	4,4	4,4	7,5	4,6	3,2	4,3	...
Panamá	8,6	6,4	6,4	5,7	6,1	5,2	5,3	4,9	4,2
Paraguay	0,4	7,9	4,1	4,9	6,9	2,0	4,7	5,4	4,1
Perú	4,5	4,0	4,4	3,0	2,3	2,6	2,9	2,2	3,2
República Dominicana	6,2	8,6	6,4	5,3	5,5	3,1	3,1	6,5	6,4
Trinidad y Tabago	-5,3	-8,1	-12,1	-7,0	-7,0	-3,3	...	...	...
Uruguay	0,0	1,2	2,0	3,5	4,1	2,8	1,9	2,0	2,2

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

a/ Sobre la base de cifras en moneda nacional.

b/ Producto interno bruto medido a precios básicos.

Cuadro A-6
América Latina y el Caribe: formación bruta de capital fijo a/
(En porcentajes del producto interno bruto)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 b/
América Latina y el Caribe	19,1	17,9	19,0	19,7	19,9	19,8	19,1	17,8	17,2	16,1
Argentina	17,6	14,5	16,6	18,4	17,3	17,3	16,5	16,7	16,1	17,4
Bahamas	28,1	26,4	26,2	27,6	30,1	26,9	30,6	24,4	25,1	27,7
Belice	24,9	20,1	15,3	14,9	15,7	18,3	20,2	23,8	25,1	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)	16,1	16,1	16,6	19,5	19,0	19,9	20,7	20,7	20,6	22,1
Brasil	19,1	18,7	20,5	21,1	20,9	21,4	20,4	18,2	16,9	16,5
Chile	23,3	20,7	21,9	23,7	25,1	24,7	23,1	22,5	22,1	21,5
Colombia	21,6	20,3	21,1	23,4	23,3	23,6	25,2	24,2	23,8	23,5 c/
Costa Rica	22,4	19,8	19,7	19,5	20,4	19,9	19,8	19,7	19,7	18,5
Ecuador	24,1	23,1	24,6	26,1	27,3	28,7	28,3	26,5	24,8	23,9
El Salvador	19,8	16,9	14,8	15,7	15,7	16,4	15,1	15,1	15,3	15,0
Guatemala	18,0	15,6	14,8	15,2	15,3	15,0	15,0	15,3	15,2	15,3
Haití	25,6	25,7	25,4	...	...	...	...	...	...	...
Honduras	33,3	22,1	21,6	24,3	24,2	23,1	22,5	24,4	21,9	22,4
México	23,2	21,7	21,6	22,5	22,7	21,7	21,7	22,1	21,7	20,9
Nicaragua	26,4	20,6	21,2	24,3	27,5	27,6	27,3	31,5	31,1	30,2
Panamá	29,5	28,2	30,2	33,7	37,3	41,0	42,9	...	...	...
Paraguay	15,2	14,7	15,9	16,9	15,8	15,5	16,1	16,0	16,5	17,7
Perú	21,9	20,9	23,5	24,3	26,3	26,2	25,1	22,5	20,7	20,4
República Dominicana	27,5	23,3	25,2	23,9	23,1	21,5	22,5	25,3	26,4	25,4
Uruguay	19,6	17,7	19,1	19,4	22,1	22,0	21,8	19,7	19,1	15,7
Venezuela (República Bolivariana de)	20,7	19,6	18,7	18,7	21,9	19,6	17,0	17,5	19,3	...

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

a/ Sobre la base de cifras oficiales expresadas en dólares de 2010.

b/ Cifras preliminares.

c/ Los datos corresponden a la formación bruta de capital.

Cuadro A-7
América Latina y el Caribe: balanza de pagos
 (En millones de dólares)

	Exportaciones de bienes FOB			Exportaciones de servicios			Importaciones de bienes FOB			Importaciones de servicios		
	2015	2016	2017 a/	2015	2016	2017 a/	2015	2016	2017 a/	2015	2016	2017 a/
América Latina y el Caribe	927 064	894 467	...	153 891	152 137	...	981 163	889 460	...	207 705	196 187	...
América Latina	909 901	881 260	...	141 281	142 716	...	957 084	869 606	...	198 767	188 935	...
América Latina b/	872 665	853 857	953 090	140 118	142 716	153 040	923 776	853 236	933 205	186 604	180 776	195 971
Argentina	56 809	57 930	58 446	13 214	12 801	14 196	57 594	53 505	63 993	19 029	20 992	24 083
Bolivia (Estado Plurinacional de)	8 684	7 000	7 752	1 243	1 245	1 399	9 072	7 888	8 621	2 835	2 858	3 057
Brasil	190 092	184 453	217 243	33 778	33 300	34 478	172 422	139 416	153 215	70 723	63 747	68 329
Chile	62 035	60 733	69 230	9 520	9 452	10 098	58 609	55 293	61 308	13 095	12 732	13 156
Colombia	38 572	34 079	39 482	7 426	7 771	8 342	52 051	43 239	44 241	12 200	11 287	12 525
Costa Rica	9 452	10 100	10 808	7 694	8 537	8 750	14 059	14 526	15 150	3 085	3 411	3 657
Ecuador	19 049	17 425	19 621	2 391	2 140	2 300	20 699	15 858	19 298	3 197	3 194	3 296
El Salvador	4 437	4 321	4 662	2 478	2 556	2 558	9 407	8 954	9 499	1 531	1 773	1 867
Guatemala	10 824	10 581	11 118	2 823	2 784	2 836	16 381	15 767	17 110	3 162	3 026	3 272
Haití	1 024	995	980	724	607	592	3 449	3 183	3 616	1 042	1 013	1 074
Honduras	8 226	7 940	8 675	1 212	1 269	1 318	11 175	10 559	11 324	1 657	1 732	1 907
México	380 976	374 304	409 775	22 903	24 597	27 185	395 573	387 369	420 765	32 641	33 479	36 970
Nicaragua	3 859	3 772	4 143	1 253	1 394	1 557	6 405	6 384	6 613	1 022	1 000	1 044
Panamá	12 765	11 705	12 474	14 337	14 613	15 541	22 487	20 513	21 912	4 758	4 423	4 583
Paraguay	10 898	11 155	12 082	860	883	937	10 317	9 789	11 524	1 104	1 104	1 210
Perú	34 414	37 020	44 918	6 236	6 312	7 394	37 331	35 132	38 652	8 276	8 287	8 828
República Dominicana	9 442	9 840	10 121	7 542	8 309	8 791	16 907	17 399	17 700	3 174	3 370	3 509
Uruguay	11 106	10 504	11 561	4 485	4 145	4 768	9 838	8 463	8 665	4 074	3 347	3 605
Venezuela (República Bolivariana de)	37 236	27 403	...	1 163	0	...	33 308	16 370	...	12 163	8 159	...
El Caribe	17 162	13 207	...	12 609	9 422	...	24 079	19 853	...	8 939	7 253	...
Antigua y Barbuda	66	78	...	968	955	...	460	503	...	388	424	...
Bahamas	527	...	...	2 737	...	...	2 953	...	...	1 271	...	...
Barbados	483	517	...	1 471	1 565	...	1 537	1 540	...	494	495	...
Belice	538	...	...	496	...	...	961	...	...	221	...	...
Dominica	34	26	...	234	255	...	188	188	...	126	126	...
Granada	41	38	...	537	555	...	327	315	...	238	238	...
Guyana	1 170	1 434	1 042	143	166	31	1 475	1 341	1 027	423	447	62
Jamaica	1 255	1 195	646	3 059	3 218	1 793	4 449	4 169	2 386	2 161	2 167	1 090
Saint Kitts y Nevis	49	51	...	482	467	...	302	308	...	216	206	...
San Vicente y las Granadinas	46	47	...	233	239	...	295	295	...	117	119	...
Santa Lucía	187	166	...	853	811	...	502	576	...	330	320	...
Suriname	1 652	1 440	1 464	204	166	101	2 028	1 197	898	674	502	374
Trinidad y Tabago	11 114	8 214	...	1 192	1 025	...	8 602	9 422	...	2 277	2 210	...

(Continúa)

Cuadro A-7 (continuación)

	Balanza de bienes y servicios			Balanza de renta			Balanza de transferencias corrientes			Balanza de cuenta corriente		
	2015	2016	2017 a/	2015	2016	2017 a/	2015	2016	2017 a/	2015	2016	2017 a/
América Latina y el Caribe	-109 077	-39 043	...	-134 786	-132 287	...	69 844	75 810	...	-174 010	-95 520	...
América Latina	-105 831	-34 566	...	-132 839	-130 719	...	66 989	72 929	...	-171 681	-92 356	...
América Latina b/	-97 596	-37 440	-23 046	-125 178	-123 801	-139 761	67 144	72 755	77 448	-155 630	-88 486	-85 359
Argentina	-6 600	-3 765	-15 434	-12 105	-12 105	-16 343	1 083	1 176	453	-17 622	-14 693	-31 324
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-1 980	-2 502	-2 526	-1 127	-621	-1 122	1 171	1 191	1 273	-1 936	-1 932	-2 375
Brasil	-19 276	14 590	30 178	-42 910	-41 080	-42 572	2 751	2 944	2 632	-59 434	-23 546	-9 762
Chile	-149	2 160	4 863	-7 219	-7 045	-10 802	1 858	1 385	1 793	-5 511	-3 499	-4 146
Colombia	-18 252	-12 676	-8 942	-5 727	-5 227	-8 089	5 430	5 878	6 594	-18 549	-12 025	-10 437
Costa Rica	2	700	751	-2 380	-2 482	-2 949	457	456	507	-1 921	-1 326	-1 692
Ecuador	-2 455	513	-674	-1 734	-1 851	-2 332	2 078	2 780	2 751	-2 111	1 442	-255
El Salvador	-4 023	-3 850	-4 145	-1 093	-1 229	-1 448	4 368	4 580	5 092	-748	-500	-501
Guatemala	-5 896	-5 428	-6 428	-1 399	-1 507	-1 419	7 199	7 959	8 981	-96	1 023	1 134
Haití	-2 743	-2 595	-3 117	41	48	54	2 437	2 464	2 832	-266	-83	-231
Honduras	-3 394	-3 082	-3 238	-1 426	-1 508	-1 635	3 842	4 003	4 493	-978	-587	-380
México	-24 335	-21 948	-20 775	-29 570	-27 900	-26 675	24 131	26 527	28 095	-29 775	-23 321	-19 354
Nicaragua	-2 314	-2 218	-1 957	-346	-357	-390	1 515	1 586	1 653	-1 145	-989	-694
Panamá	-143	1 382	1 521	-4 025	-4 385	-4 431	-106	-157	-126	-4 274	-3 160	-3 036
Paraguay	337	1 146	285	-1 311	-1 505	-1 406	672	775	823	-301	416	-298
Perú	-4 956	-86	4 832	-7 544	-9 184	-11 263	3 331	3 967	3 712	-9 169	-5 303	-2 720
República Dominicana	-3 097	-2 619	-2 297	-2 936	-3 253	-3 489	4 753	5 058	5 621	-1 280	-815	-165
Uruguay	1 679	2 839	4 059	-2 367	-2 611	-3 450	176	183	270	-512	410	879
Venezuela (República Bolivariana de)	-8 235	2 874	...	-7 661	-6 918	...	-155	174	...	-16 051	-3 870	...
El Caribe	-3 246	-4 477	...	-1 947	-1 567	...	2 854	2 881	...	-2 330	-3 164	...
Antigua y Barbuda	185	106	...	-81	-98	...	-11	-7	...	93	2	...
Bahamas	-960	...	...	-403	...	...	-46	0	...	-1 409	...	...
Barbados	-78	47	...	-213	-221	...	2	-33	...	-289	-207	...
Belice	-149	...	...	-95	...	...	70	...	...	-175	...	...
Dominica	-47	-33	...	-19	-20	...	55	57	...	-10	5	...
Granada	13	40	...	-58	-61	...	7	-12	...	-38	-34	...
Guyana	-585	-188	-161	25	-5	-15	417	320	102	-144	128	75
Jamaica	-2 296	-1 922	-1 037	-440	-570	-285	2 306	2 389	1 192	-430	-103	-130
Saint Kitts y Nevis San Vicente y las Granadinas	13	4	...	-81	-81	...	-17	-26	...	-85	-102	...
San Vicente y las Granadinas	-132	-127	...	-14	-25	...	33	30	...	-113	-122	...
Santa Lucía	208	81	...	-111	-118	...	15	6	...	112	-31	...
Suriname	-846	-92	293	-27	-111	-108	65	102	74	-798	-102	258
Trinidad y Tabago	1 428	-2 392	...	-429	-258	...	-42	53	...	957	-2 598	...

(Continúa)

Cuadro A-7 (conclusión)

	Balanzas de capital y financiera c/			Balanza global			Variación de activos de reserva d/			Otro financiamiento		
	2015	2016	2017 a/	2015	2016	2017 a/	2015	2016	2017 a/	2015	2016	2017 a/
América Latina y el Caribe	146 247	114 323	...	-27 772	19 366	...	27 055	-19 220	...	717	-146	...
América Latina	145 262	111 934	...	-26 419	19 577	...	25 745	-19 379	...	674	-198	...
América Latina b/	133 262	114 872	104 234	-22 368	26 385	18 876	21 694	-26 187	-19 419	674	-198	543
Argentina	12 716	29 004	45 880	-4 906	14 311	14 556	4 906	-14 311	-14 556	0	0	0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	316	-1 114	2 363	-1 620	-3 046	-12	1 620	3 046	12	0	0	0
Brasil	61 003	32 783	14 854	1 569	9 237	5 093	-1 569	-9 237	-5 093	0	0	0
Chile	5 722	5 305	1 397	211	1 805	-2 750	-211	-1 805	2 750	0	0	0
Colombia	18 964	12 190	10 982	415	165	545	-415	-165	-545	0	0	0
Costa Rica	2 565	1 091	1 273	644	-235	-419	-644	235	419	0	0	0
Ecuador	622	-236	-1 603	-1 489	1 207	-1 859	1 453	-1 763	1 808	36	556	51
El Salvador	861	952	809	113	453	308	-113	-453	-308	0	0	0
Guatemala	572	368	1 432	475	1 392	2 566	-475	-1 392	-2 566	0	0	0
Haití	43	164	272	-223	82	41	141	-142	-207	82	61	166
Honduras	1 269	637	1 264	290	50	885	-303	-66	-884	13	16	-1
México	14 108	23 186	14 589	-15 667	-136	-4 765	15 667	136	4 765	0	0	0
Nicaragua	1 342	933	994	197	-57	300	-197	57	-300	0	0	0
Panamá	3 290	4 487	1 740	-984	1 327	-1 296	78	-609	971	907	-718	325
Paraguay	-258	542	1 175	-560	957	877	560	-957	-877	0	0	0
Perú	9 242	5 472	4 348	73	168	1 629	-73	-168	-1 629	0	0	0
República Dominicana	2 051	1 707	894	770	892	729	-407	-780	-731	-363	-112	2
Uruguay	-1 165	-2 599	1 570	-1 677	-2 189	2 449	1 677	2 189	-2 449	0	0	0
Venezuela (República Bolivariana de)	12 000	-2 938	...	-4 051	-6 808	...	4 051	6 808	...	0	0	...
El Caribe	986	2 390	...	-1 353	-211	-174	1 310	159	...	43	51	...
Antigua y Barbuda	-35	-27	...	58	-24	...	-58	24	...	0	0	...
Bahamas	1 437	...	...	28	0	...	-28	0	...	0	0	...
Barbados	226	84	...	-63	-123	...	63	123	...	0	...	...
Belice	71	...	...	-104	...	...	104	...	...	0	...	...
Dominica	36	91	...	26	96	...	-26	-96	...	0	0	...
Granada	67	44	...	29	10	...	-29	-10	...	0	0	...
Guyana	169	-181	-119	25	-53	-45	-68	2	19	43	51	25
Jamaica	870	482	15	440	379	-115	-440	-379	115	...	...	...
Saint Kitts y Nevis	47	147	...	-38	44	...	38	-44	...	0	0	...
San Vicente y las Granadinas	128	142	...	15	20	...	-15	-20	...	0	0	...
Santa Lucía	-51	18	...	61	-13	...	-61	13	...	0	0	...
Suriname	542	-540	-107	-266	-78	-14	266	78	14	0	...	...
Trinidad y Tabago	-2 521	2 130	...	-1 564	-467	...	1 564	467	...	0	...	...

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

a/ Cifras preliminares.

b/ No incluye la República Bolivariana de Venezuela.

c/ Incluye errores y omisiones.

d/ El signo menos (-) indica aumento de los activos de reserva.

Cuadro A-8
América Latina: índices del comercio internacional de bienes
(Índices 2010=100)

	Índices de las exportaciones de bienes FOB								
	Valor			Volumen			Valor unitario		
	2015	2016	2017 a/	2015	2016	2017 a/	2015	2016	2017 a/
América Latina	104,0	100,8	112,6	116,6	118,9	123,5	89,2	84,7	91,2
Argentina	83,2	84,8	85,6	84,1	90,1	89,5	98,9	94,1	95,6
Bolivia (Estado Plurinacional de)	135,6	109,3	121,1	130,3	127,3	124,9	104,1	85,9	96,9
Brasil	94,4	91,6	107,9	112,1	115,9	124,0	84,2	79,0	87,0
Chile	87,2	85,4	97,4	110,7	110,3	108,3	78,8	77,4	89,9
Colombia	94,6	83,6	96,9	145,1	146,9	143,6	65,2	56,9	67,5
Costa Rica	126,2	134,8	144,2	134,6	146,2	152,5	93,7	92,2	94,6
Ecuador	105,0	96,1	108,2	125,2	122,7	121,2	83,9	78,3	89,3
El Salvador	127,8	124,4	134,2	119,8	119,0	128,6	106,7	104,5	104,3
Guatemala	126,8	124,0	130,3	146,7	139,9	144,0	86,4	88,6	90,4
Haití	181,8	176,6	174,0	176,0	177,6	167,3	103,2	99,4	104,0
Honduras	131,3	126,7	138,5	155,4	149,8	158,8	84,5	84,6	87,2
México	127,5	125,2	137,1	130,3	133,8	140,6	97,8	93,6	97,5
Nicaragua	141,6	138,4	152,0	132,5	136,7	147,4	106,8	101,2	103,1
Panamá	100,7	92,3	98,4	99,6	94,5	99,4	101,1	97,7	99,0
Paraguay	104,0	106,5	115,3	107,9	113,8	121,6	96,4	93,6	94,8
Perú	96,1	103,4	125,5	108,3	120,9	129,8	88,7	85,5	96,7
República Dominicana	138,5	144,4	148,5	150,0	159,8	160,2	92,3	90,3	92,7
Uruguay	138,3	130,8	144,0	130,8	131,7	154,2	105,7	99,3	93,3
Venezuela (República Bolivariana de)	55,8	41,0	47,9	80,0	69,5	67,7	69,6	59,0	70,8

	Índices de las importaciones de bienes FOB								
	Valor			Volumen			Valor unitario		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017 a/
América Latina	116,0	105,2	114,2	114,4	108,5	114,0	100,8	97,3	100,1
Argentina	106,3	98,8	118,2	108,1	111,9	128,2	98,4	88,3	92,2
Bolivia (Estado Plurinacional de)	162,3	141,1	154,2	111,0	93,4	96,3	146,2	151,2	160,1
Brasil	94,3	76,3	83,8	95,7	85,0	89,8	98,5	89,7	93,3
Chile	106,1	100,1	111,0	117,5	117,9	124,6	90,3	84,9	89,1
Colombia	135,5	112,6	115,2	143,3	134,8	136,1	94,6	83,5	84,6
Costa Rica	127,3	131,6	137,2	132,1	138,3	137,9	96,4	95,1	99,5
Ecuador	105,4	80,7	98,3	100,4	78,0	91,3	104,9	103,5	107,6
El Salvador	125,5	119,5	126,7	124,2	124,1	129,0	101,0	96,3	98,2
Guatemala	127,9	123,1	133,6	131,3	130,0	135,7	97,4	94,7	98,5
Haití	114,6	105,8	120,1	97,0	91,8	103,2	118,1	115,2	116,5
Honduras	125,5	118,5	127,1	125,5	122,5	123,6	100,0	96,8	102,8
México	131,1	128,4	139,4	124,6	123,1	130,4	105,2	104,3	106,9
Nicaragua	141,9	141,5	146,5	150,4	160,8	157,2	94,3	87,9	93,2
Panamá	130,6	119,1	127,3	125,5	114,7	118,3	104,1	103,8	107,5
Paraguay	107,5	102,0	120,1	106,5	103,1	116,5	101,0	99,0	103,1
Perú	129,6	121,9	134,1	128,1	124,3	129,8	101,1	98,1	103,4
República Dominicana	111,2	114,4	116,4	117,8	125,2	119,5	94,3	91,4	97,4
Uruguay	115,0	98,9	101,3	124,5	117,1	117,3	92,4	84,5	86,3
Venezuela (República Bolivariana de)	79,8	39,1	26,1	75,4	36,5	23,6	105,8	107,4	110,5

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

a/ Cifras preliminares.

Cuadro A-9
América Latina: exportaciones de bienes, FOB
 (En millones de dólares)

	2016				2017				2018	
	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2
América Latina	196 554	222 315	223 853	227 283	218 121	355 238	239 813	245 626	242 587	202 227
Argentina	12 444	15 427	15 803	14 205	12 752	15 503	15 774	14 398	14 410	15 416
Bolivia (Estado Plurinacional de)	1 592	1 726	1 923	1 759	1 652	1 922	2 165	2 006	2 078	2 436
Brasil	40 375	49 448	48 925	45 706	50 342	57 110	56 776	53 015	54 264	59 231
Chile	15 060	14 809	14 471	16 393	15 708	133 649	17 769	19 215	19 702	19 507
Colombia	6 583	7 996	8 109	9 081	8 798	9 064	9 666	10 353	9 693	7 466 a/
Costa Rica	2 387	2 676	2 372	2 480	2 544	2 852	2 612	2 599	2 731	1 984 a/
Ecuador	3 627	4 298	4 235	4 638	4 721	4 696	4 625	5 080	5 239	3 766 a/
El Salvador	1 299	1 467	1 375	1 278	1 438	1 448	1 502	1 373	1 482	1 033 a/
Guatemala	2 615	2 729	2 569	2 537	2 908	2 827	2 634	2 614	2 846	1 852 a/
Honduras	1 961	2 211	1 903	1 865	2 221	2 341	2 161	1 952	2 291	...
México	85 147	93 746	94 919	100 127	94 709	102 657	101 851	110 183	105 242	76 358 a/
Nicaragua	555	619	562	490	740	715	592	501	733	486 a/
Panamá	2 407	3 133	3 180	2 983	3 064	3 297	2 899	3 215	3 466	...
Paraguay	2 203	2 377	2 241	1 681	2 462	1 859	2 345	2 014	2 304	2 605
Perú	7 756	8 365	9 861	11 038	10 164	10 519	11 766	12 468	11 785	8 033 a/
República Dominicana	2 272	2 508	2 624	2 457	2 401	2 612	2 463	2 644	2 593	...
Uruguay	1 422	1 931	1 929	1 715	1 498	2 166	2 212	1 996	1 728	2 054
Venezuela (República Bolivariana de)	6 851	6 851	6 851	6 851	...	...	...	...	...	...

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

a/ Datos al mes de mayo.

Cuadro A-10
América Latina: importaciones de bienes, CIF
 (En millones de dólares)

		2016				2017				2018	
		Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2
América Latina		201 355	216 063	225 922	225 767	217 096	226 975	262 511	248 259	242 383	192 592
Argentina	CIF	12 777	14 345	14 688	14 101	13 931	16 941	18 318	17 709	16 891	18 007
Bolivia (Estado Plurinacional de)	FOB	1 880	1 913	1 994	2 153	2 084	2 033	2 237	2 286	2 080	2 223
Brasil	FOB	32 608	34 861	37 073	34 873	36 532	35 999	40 470	40 214	43 244	42 731
Chile	FOB	12 906	13 047	14 534	14 806	14 605	14 585	15 578	16 541	16 335	17 363
Colombia	FOB	10 079	10 489	10 987	11 295	10 781	11 027	11 144	11 025	10 928	8 361 a/
Costa Rica	CIF	3 505	3 950	3 797	4 025	3 897	3 921	3 859	4 251	3 877	2 971 a/
Ecuador	CIF	3 880	3 704	4 161	4 580	4 471	4 789	5 241	5 509	5 265	3 972 a/
El Salvador	CIF	2 327	2 565	2 441	2 496	2 497	2 622	2 647	2 827	2 687	2 035 a/
Guatemala	CIF	3 932	4 342	4 290	4 439	4 388	4 413	25 912	5 007	4 475	3 528 a/
Honduras	FOB	2 470	2 692	2 757	2 641	2 646	2 784	3 008	2 885	2 838	...
México	FOB	89 133	96 814	100 155	100 963	97 480	102 959	107 901	112 030	107 019	78 234 a/
Nicaragua	FOB	1 294	1 365	1 362	1 433	1 325	1 378	1 400	1 559	1 367	969 a/
Panamá	FOB	4 560	5 061	5 580	5 312	5 078	5 596	5 455	5 783	5 931	...
Paraguay	FOB	1 946	2 016	2 456	2 624	2 455	2 478	2 948	3 146	2 930	2 934
Perú	FOB	8 387	8 404	9 111	9 230	8 992	9 213	10 002	10 444	10 035	7 115 a/
República Dominicana	CIF	3 897	4 375	4 532	4 679	4 181	4 346	4 374	4 800	4 600	...
Uruguay	FOB	1 681	2 027	1 912	2 026	1 757	1 893	2 020	2 241	1 881	2 150
Venezuela (República Bolivariana de)	FOB	4 093	4 093	4 093	4 093	...	...	...	...	...	...

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

a/ Datos al mes de mayo.

Cuadro A-11
América Latina: términos de intercambio de bienes FOB/FOB
(Índices 2010=100)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 a/
América Latina	90,1	100,0	108,0	104,4	102,1	97,8	88,2	87,4	91,0
Argentina	96,6	100,0	110,3	114,8	107,5	105,3	100,6	106,6	103,7
Bolivia (Estado Plurinacional de)	95,2	100,0	118,1	112,3	100,4	95,1	71,2	56,8	60,6
Brasil	86,2	100,0	107,8	101,5	99,4	96,1	85,5	88,1	93,2
Chile	82,3	100,0	101,8	94,6	91,7	89,9	87,2	91,2	100,9
Colombia	93,3	100,0	114,7	108,4	100,6	91,5	68,9	68,1	79,7
Costa Rica	104,1	100,0	96,3	95,8	96,1	97,0	97,3	97,0	95,0
Ecuador	87,0	100,0	112,4	112,1	113,2	106,7	80,0	75,7	82,9
El Salvador	105,9	100,0	97,5	97,1	94,5	96,7	105,6	108,6	106,2
Guatemala	100,5	100,0	99,1	93,7	91,8	92,3	88,7	93,5	91,8
Haití	103,4	100,0	83,0	86,0	80,6	83,1	87,4	86,4	89,3
Honduras	97,3	100,0	108,4	94,6	88,6	90,4	84,5	87,4	84,8
México	92,9	100,0	106,8	102,9	102,8	97,6	93,0	89,7	91,2
Nicaragua	98,3	100,0	106,6	106,5	98,2	100,1	113,3	115,1	110,6
Panamá	101,9	100,0	97,8	98,2	97,7	99,7	97,1	94,1	92,1
Paraguay	100,0	100,0	102,4	103,4	102,8	103,3	95,5	94,6	92,0
Perú	82,7	100,0	107,0	104,6	99,1	93,8	87,8	87,2	93,5
República Dominicana	103,8	100,0	94,7	93,8	91,5	93,3	97,9	98,9	95,2
Uruguay	100,5	100,0	102,4	106,3	108,1	112,3	114,5	117,6	108,1
Venezuela (República Bolivariana de)	84,1	100,0	120,2	121,4	118,9	111,8	65,7	54,9	...

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

a/ Cifras preliminares.

Cuadro A-12
América Latina y el Caribe (países seleccionados): ingresos por remesas de trabajadores emigrados
(En millones de dólares)

	2013	2014	2015	2016	2017				2018		a/
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2	
Bolivia (Estado Plurinacional de)	1 182	1 164	1 179	1 204	293	311	336	349	325	...	
Brasil	2 124	2 128	2 459	2 365	551	579	555	790	617	454	a/
Colombia	4 401	4 093	4 635	4 849	1 200	1 345	1 394	1 316	1 383	1 044	a/
Costa Rica	561	559	518	515	127	132	136	136	112	...	
Ecuador	2 450	2 462	2 378	671	626	699	752	763	715	...	
El Salvador	3 938	4 133	4 270	4 581	1 176	1 283	1 239	1 344	1 242	1 446	
Guatemala	5 105	5 544	6 285	7 160	1 941	2 111	2 045	2 095	2 019	2 380	
Honduras	3 093	3 437	3 726	3 946	1 038	1 143	1 126	1 132	1 078	1 280	
Jamaica	2 065	2 157	2 226	2 291	558	594	587	567	558	...	
México	22 303	23 647	24 792	26 972	6 640	7 306	7 320	7 506	7 036	5 814	a/
Nicaragua	1 078	1 136	1 193	1 264	323	341	356	371	353	256	a/
Paraguay	519	422	462	547	150	147	134	155	142	103	a/
Perú	2 707	2 637	2 725	2 884	710	766	784	791	745	...	
República Dominicana	4 262	4 571	4 961	5 261	1 455	1 454	1 507	1 496	1 001	b/	...

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

a/ Datos al mes de mayo.

b/ Datos al mes de febrero.

Cuadro A-13
América Latina y el Caribe: transferencia neta de recursos a/
(En millones de dólares)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 b/
América Latina y el Caribe	-22 547	31 478	45 067	27 142	28 285	63 933	12 178	-18 109	...
América Latina	-21 573	34 497	48 396	30 774	31 165	64 282	13 097	-18 983	...
América Latina c/	-6 236	54 350	77 849	45 455	49 066	77 344	8 758	-9 127	-34 984
Argentina	-16 227	-8 767	-15 841	-14 921	-11 864	-1 240	611	16 900	29 537
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-1 094	-707	923	-1 888	-1 840	-1 336	-811	-1 735	1 241
Brasil	37 269	57 870	65 194	38 810	36 374	62 844	18 094	-8 297	-27 717
Chile	-13 599	-15 522	3 006	-2 493	-486	-3 796	-1 498	-1 740	-9 406
Colombia	-2 270	647	-1 945	1 762	5 224	11 677	13 238	6 963	2 894
Costa Rica	-180	589	979	3 065	1 064	226	185	-1 391	-1 676
Ecuador	-2 264	-625	-522	-1 611	1 427	-1 441	-1 076	-1 530	-3 885
El Salvador	179	-302	79	1 020	201	123	-232	-277	-639
Guatemala	-762	142	313	693	989	-105	-827	-1 139	13
Haití	375	969	573	784	625	325	165	273	492
Honduras	-429	546	521	32	894	225	-145	-854	-372
México	-2 125	13 610	22 164	9 708	11 230	9 625	-15 462	-4 714	-12 086
Nicaragua	873	749	980	802	967	812	996	576	604
Panamá	-664	1 223	2 854	673	1 585	4 134	171	-616	-2 366
Paraguay	-767	-1 036	-603	-1 184	-1 127	-279	-1 569	-964	-230
Perú	-6 728	3 531	-5 495	7 602	1 079	-3 146	1 698	-3 712	-6 915
República Dominicana	1 248	2 563	2 420	933	735	-882	-1 249	-1 659	-2 593
Uruguay	929	-1 131	2 248	1 665	1 991	-422	-3 532	-5 210	-1 880
Venezuela (República Bolivariana de)	-15 337	-19 853	-29 453	-14 681	-17 901	-13 062	4 339	-9 856	...
El Caribe	-974	-3 019	-3 329	-3 632	-2 880	-349	-919	874	...
Antigua y Barbuda	108	146	88	140	191	-9	-116	-124	...
Bahamas	909	627	992	1 162	1 096	1 542	1 035	...	...
Barbados	242	96	150	139	-38	188	13	-137	...
Belice	15	-107	-60	-30	72	78	-24	...	...
Dominica	118	70	67	81	23	29	18	71	...
Granada	160	154	177	157	223	6	9	-17	...
Guyana	-51	101	341	311	568	471	236	-134	-110
Jamaica	430	871	1 326	400	860	1 472	430	-88	-270
Saint Kitts y Nevis	172	142	129	52	50	-7	-35	66	...
San Vicente y las Granadinas	189	221	163	208	247	182	114	117	...
Santa Lucía	125	195	231	158	84	-86	-162	-100	...
Suriname	-68	-720	-569	-175	-84	196	514	-651	-216
Trinidad y Tabago	-3 324	-4 816	-6 364	-6 236	-6 173	-4 411	-2 950	1 872	...

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

a/ La transferencia neta de recursos se calcula como el total del ingreso neto de capitales menos el saldo de la balanza de renta (pagos netos de utilidades e intereses). El total del ingreso neto de capitales corresponde al saldo de las balanzas de capital y financiera más errores y omisiones, más préstamos y uso del crédito del Fondo Monetario Internacional y financiamiento excepcional. Las cifras negativas indican transferencias de recursos al exterior.

b/ Cifras preliminares.

c/ No incluye la República Bolivariana de Venezuela.

Cuadro A-14
América Latina y el Caribe: inversión extranjera directa neta a/
(En millones de dólares)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 b/
América Latina y el Caribe	73 232	114 089	147 018	149 976	146 158	140 847	134 698	130 545	...
América Latina	70 235	111 588	145 304	149 391	145 306	138 384	132 583	129 235	...
América Latina c/	73 848	112 506	139 194	147 712	143 378	141 785	132 213	129 208	134 398
Argentina	3 306	10 368	9 352	14 269	8 932	3 145	10 884	1 474	10 361
Bolivia (Estado Plurinacional de)	426	672	859	1 060	1 750	690	556	246	645
Brasil	36 033	61 689	85 091	81 399	54 744	71 140	61 200	65 432	64 064
Chile	6 622	6 559	3 898	9 736	10 937	10 936	5 026	4 909	1 595
Colombia	4 530	947	6 227	15 646	8 557	12 268	7 505	9 332	10 235
Costa Rica	1 340	1 589	2 328	1 803	2 401	2 818	2 541	2 127	2 583
Ecuador	309	166	644	567	727	772	1 322	755	606
El Salvador	366	-226	218	466	179	306	396	348	792
Guatemala	574	782	1 009	1 205	1 262	1 282	1 104	1 068	967
Haití	55	178	119	156	162	99	106	105	374
Honduras	505	971	1 012	851	992	1 315	952	900	1 013
México	8 291	12 951	11 989	-1 130	33 771	23 322	24 266	28 181	25 610
Nicaragua	463	475	929	704	665	790	905	835	816
Panamá	1 259	2 363	2 956	3 254	3 612	4 130	3 966	5 041	5 433
Paraguay	71	462	581	697	245	412	306	320	356
Perú	6 020	8 189	7 194	11 710	9 663	3 640	8 144	6 560	6 507
República Dominicana	2 165	2 024	2 277	3 142	1 991	2 209	2 205	2 407	3 570
Uruguay	1 512	2 349	2 511	2 175	2 789	2 512	827	-833	-1 128
Venezuela (República Bolivariana de)	-3 613	-918	6 110	1 679	1 928	-3 401	370	27	...
El Caribe	2 997	2 500	1 714	586	853	2 462	2 115	1 310	...
Antigua y Barbuda	81	97	65	133	95	40	96	42	...
Bahamas	664	872	667	526	382	251	76	...	...
Barbados	352	329	83	565	-62	...	...	...	...
Belice	108	95	95	193	92	138	59	...	...
Dominica	42	43	35	59	23	14	23	32	...
Granada	103	60	43	31	113	58	89	91	...
Guyana	164	198	247	278	201	238	117	6	141
Jamaica	480	169	144	411	631	584	921	564	331
Saint Kitts y Nevis	131	116	110	108	136	158	132	89	...
San Vicente y las Granadinas	110	97	86	115	160	108	48	90	...
Santa Lucía	146	121	81	74	92	19	75	116	...
Suriname	-93	-248	73	173	188	163	276	127	-66
Trinidad y Tabago	709	549	-13	-2 080	-1 197	689	205	153	...

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

a/ Corresponde a la inversión directa en la economía declarante, una vez deducida la inversión directa de residentes de esa economía en el exterior. Incluye reinversión de utilidades.

b/ Cifras preliminares.

c/ No incluye la República Bolivariana de Venezuela.

Cuadro A-15
América Latina y el Caribe: deuda externa bruta total a/
(En millones de dólares, saldos a fin de período)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
América Latina y el Caribe b/		1 112 505	1 243 927	1 380 244	1 512 804	1 688 630	1 699 526	1 770 649	1 867 082
América Latina b/		1 095 210	1 225 537	1 361 850	1 493 132	1 667 941	1 677 013	1 746 285	1 841 433
Argentina	Total	144 653	156 300	156 478	155 489	158 742	167 412	181170	232952
	Pública	88 690	92 632	91 861	91 444	98 229	101 659	121760	161342
	Privada	55 964	63 668	64 617	64 045	60 513	65 753	59410	71610
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Total	6 050	6 553	6 954	8 078	8 842	9 796	10703	12687
	Pública	2 891	3 837	4 525	5 584	6 036	6 613	7268	9428
	Privada	2 815	2 716	2 430	2 494	2 807	3 183	3435	3259
Brasil	Total	452 780	516 030	570 831	621 439	712 655	665 101	676647	667103
	Pública	82 847	77 300	82 245	122 641	139 051	130 587	130274	125492
	Privada	348 840	413 590	442 577	498 797	573 604	534 513	546373	541611
Chile	Total	86 570	100 973	122 668	136 351	152 135	160 904	166974	181513
	Pública	18 377	22 262	27 757	27 994	31 285	31 831	35679	47437
	Privada	68 193	78 711	94 912	108 357	120 849	129 073	131295	134076
Colombia	Total	64 792	75 622	78 784	92 073	101 404	111 927	120414	124523
	Pública	39 600	42 487	46 116	52 216	59 767	66 158	71078	71870
	Privada	25 192	33 135	32 669	39 856	41 637	45 769	49336	52653
Costa Rica	Total	9 527	11 286	15 381	19 629	21 671	24 030	25470	26885
	Pública	4 381	4 345	7 428	7 428	8 919	10 312	10748	10945
	Privada	5 146	6 941	7 953	12 201	12 752	13 717	14723	15940
Ecuador	Total	13 914	15 210	15 913	18 617	23 975	27 680	34181	39529
	Pública	8 622	9 973	10 768	12 920	17 582	20 226	25680	31750
	Privada	5 292	5 237	5 145	5 697	6 393	7 454	8093	7779
El Salvador	Total	11 399	11 858	13 353	14 035	14 800	15 217	16253	16006
	Pública	6 831	7 142	8 050	8 070	8 960	8 789	9317	9675
	Privada	4 568	4 716	5 303	5 965	5 841	6 428	6936	6331
Guatemala	Total	12 026	14 021	15 339	17 826	20 031	20 885	21651	23178
	Pública	6 038	6 027	6 823	7 429	7 510	7 878	8393	8673
	Privada	5 988	7 993	8 516	10 396	12 521	13 007	13258	14505
Haití	Pública	353	727	1 126	1 503	1 875	1 993	2019	2107
Honduras	Total	3 785	4 208	4 861	6 709	7 184	7 456	7499	8600
	Pública	2 843	3 218	3 664	5 202	5 569	5 927	6108	7145
	Privada	942	990	1 197	1 507	1 616	1 530	1391	1455
México	Total	194 766	210 713	226 492	259 977	286 624	298 398	316177	334033
	Pública	110 428	116 420	125 726	134 436	147 666	162 210	180986	193981
	Privada	84 338	94 293	100 766	125 541	138 958	136 189	135191	140051
Nicaragua	Pública	7 286	8 126	8 957	9 677	10 132	10 543	11025	11512
	Pública	4 068	4 263	4 481	4 724	4 796	4 804	5042	5546
	Privada	3 218	3 863	4 476	4 953	5 336	5 739	5983	5966
Panamá	Pública	10 439	10 858	10 782	12 231	14 352	15 648	16689	18390
Paraguay	Total	3 713	3 970	4 563	4 776	6 126	6 513	6751	7708
	Pública	2 335	2 291	2 241	2 677	3 680	3 993	4822	5592
	Privada	1 378	1 679	2 322	2 099	2 446	2 519	1929	2116
Perú	Total	43 674	47 977	59 376	60 823	69 215	73 274	74645	76894
	Pública	22 980	24 275	26 510	24 079	23 951	26 781	29617	32953
	Privada	20 694	23 702	32 866	36 744	45 264	46 493	45028	43941
República Dominicana	Pública	11 057	12 761	13 888	16 132	17 280	16 928	18170	19124
Uruguay	Total	18 425	18 345	36 104	37 767	40 898	43 311	39846	38690
	Pública	13 182	14 436	16 662	18 044	18 953	18 954	17942	18661
	Privada	5 243	3 909	19 439	19 721	21 946	24 357	21905	20029
Venezuela (República Bolivariana de)	Total	102 354	118 285	130 785	132 362	135 767	138 869	...	...
	Pública	88 652	103 140	113 112	112 103	117 217	120 204	...	...
	Privada	13 702	12 734	17 673	20 259	18 550	18 665	...	...

(Continúa)

Cuadro A-15 (conclusión)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
El Caribe		17 295	18 389	18 394	19 672	20 688	22 514	24 365	25 648
Antigua y Barbuda	Pública	432	467	445	577	560	573	562	565
Bahamas	Pública	916	1 045	1 465	1 616	2 095	2 176	2 373	3 238
Barbados	Pública	1 366	1 385	1 322	1 434	1 499	1 468	1 448	1 409
Belice	Pública	1 021	1 032	1 029	1 083	1 127	1 177	1 203	1 256
Dominica	Pública	232	238	263	275	287	285	270	271
Granada	Pública	528	535	535	618	634	613	602	535
Guyana	Pública	1 043	1 206	1 358	1 246	1 216	1 143	1 162	1 241
Jamaica	Pública	8 390	8 626	8 256	8 310	8 659	10 314	10 244	10 121
Saint Kitts y Nevis	Pública	296	320	317	320	284	214	195	157
San Vicente y las Granadinas	Pública	313	328	329	354	387	399	455	424
Santa Lucía	Pública	393	417	435	488	526	509	529	610
Suriname	Pública	334	601	707	878	942	1 156	1 869	2 034
Trinidad y Tabago	Pública	2 032	2 191	1 934	2 473	2 472	2 487	3 452	3 788

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

a/ Incluye la deuda con el Fondo Monetario Internacional.

b/ No incluye la República Bolivariana de Venezuela.

Cuadro A-16
América Latina y el Caribe: diferencial de bonos soberanos, EMBI+ y EMBI Global
(En puntos básicos, a fin de período)

		2013	2014	2015	2016	2017				2018	
						Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
						América Latina	EMBI +	410	491	584	483	455	454	432	466	471	547
Argentina	EMBI +	808	719	438	455	452	432	367	351	420	610
Belice	EMBI Global	807	819	822	1837	655	730	669	771	753	750
Bolivia	EMBI Global	393	508	605	473	436	435	407	419	426	497
Brasil	EMBI +	224	259	523	328	270	289	247	240	248	332
Chile	EMBI Global	148	169	253	158	133	132	128	117	128	144
Colombia	EMBI +	166	196	321	227	195	203	186	174	182	198
Ecuador	EMBI Global	530	883	1266	647	666	706	606	459	544	761
El Salvador	EMBI Global	389	414	634	536	553	561	448	383	380	450
Jamaica	EMBI Global	641	485	469	375	349	336	298	304	295	340
México	EMBI +	155	182	232	232	196	193	170	189	191	211
Panamá	EMBI +	199	189	218	186	153	150	120	112	132	148
Paraguay	EMBI Global	271	316	322	269	238	238	223	221	244	304
Perú	EMBI +	159	181	246	175	136	138	115	111	132	141
República Dominicana	EMBI Global	349	381	421	407	333	321	283	275	292	348
Uruguay	EMBI Global	194	208	280	244	209	193	165	146	168	200
Venezuela (República Bolivariana de)	EMBI +	1 093	2 295	2 658	2 138	2 330	2 450	3 178	5 780	4 422	5 367

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras proporcionadas por JPMorgan Emerging Markets Bond Index (EMBI).

Cuadro A-17
América Latina y el Caribe: primas por canje de riesgo soberano de incumplimiento de crédito a cinco años (CDS)
(En puntos básicos, a fin de período)

	2013	2014	2015	2016	2017				2018	
					Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
					Argentina	1 654	2 987	5 393	419	364	324	284	232	272	451
Brasil	194	201	495	281	226	242	196	162	164	270
Chile	80	94	129	83	72	66	59	49	51	61
Colombia	119	141	243	164	134	136	122	105	107	125
México	92	103	170	156	130	113	110	106	109	134
Panamá	111	109	182	127	120	95	84	67	70	76
Perú	133	115	188	108	102	86	83	72	82	89
Venezuela (República Bolivariana de)	1 150	3 155	4 868	3 750	3 571	3 562	5 191	...	...	11 154

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

Cuadro A-18
América Latina y el Caribe: emisiones internacionales de bonos a/
(En millones de dólares)

	2013	2014	2015	2016	2017				2018	
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2
Total	123 332	133 056	79 033	129 364	45 423	28 867	33 771	36 141	47 509	21 210
América Latina y el Caribe b/	121 518	129 743	75 863	124 528	43 937	28 867	32 467	35 084	45 658	20 033
Argentina	1 025	1 941	3 586	33 783	13 278	6 010	2 030	6 358	10 250	1 987
Bahamas	-	300	-	-	-	-	-	750	-	-
Barbados	-	2 500	320	-	-	-	-	-	-	-
Bolivia (Estado Plurinacional de)	500	-	-	-	1 000	-	-	-	-	-
Brasil	37 262	45 364	7 188	20 481	9 950	6 050	4 125	11 941	10 800	3 129
Chile	11 540	13 768	7 650	5 336	2 610	3 844	5 004	2 990	3 737	1 845
Colombia	10 012	9 200	6 400	4 061	3 010	350	2 250	2 232	1 371	970
Costa Rica	3 000	1 000	1 127	500	-	300	-	-	-	-
Ecuador	-	2 000	1 500	2 750	1 000	2 000	-	2 800	3 000	-
El Salvador	310	800	300	-	951	-	-	-	-	-
Guatemala	1 300	1 100	-	700	500	830	-	-	-	-
Honduras	1 000	-	-	-	700	-	150	-	-	-
Jamaica	1 800	1 800	2 925	364	-	-	869	-	-	-
México	41 729	37 592	30 375	41 539	8 166	3 880	10 980	6 196	12 458	7 282
Panamá	1 350	1 935	1 700	2 200	150	1 302	1 569	300	-	1 425
Paraguay	500	1 000	280	600	500	-	-	-	530	-
Perú	5 840	5 944	6 407	1 960	605	2 550	4 390	1 517	1 694	1 120
República Dominicana	1 800	1 500	3 500	1 870	1 517	500	-	-	1 818	-
Suriname	-	-	-	636	-	-	-	-	-	-
Trinidad y Tabago	550	-	-	1 600	-	-	-	-	-	525
Uruguay	2 000	2 000	2 605	1 147	-	1 250	1 100	-	-	1 750
Venezuela (República Bolivariana de)	-	-	-	5 000	-	-	-	-	-	-
Emisiones supranacionales	1 814	3 313	3 171	4 837	1 486	-	1 304	1 057	1 851	1 177
Banco Centroamericano para la Integración Económica (BICE)	520	505	521	887	328	-	54	-	264,2	316
Banco de Desarrollo del Caribe (BDC)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco Latinoamericano de Comercio Exterior (BLADEX)	-	-	-	73	-	-	-	-	-	-
Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)	1 294	2 808	2 650	3 376	1 158	-	1 250	1 057	1 587	861
Corporación Interamericana de Inversiones (CII)	-	-	-	500	-	-	-	-	-	-

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras proporcionadas por LatinFinance Bonds Database y Bloomberg.

a/ Se incluyen las emisiones soberanas, bancarias y empresariales.

Cuadro A-19
América Latina y el Caribe: índices de las bolsas de valores
(Índices nacionales a fin de período, 31 diciembre 2005 = 100)

	2013	2014	2015	2016	2017				2018	
					Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
Argentina	349	556	757	1 096	1 313	1 420	1 690	1 948	2 016	1 687
Brasil	154	149	130	180	194	188	222	228	255	217
Chile	188	196	187	211	243	242	272	283	282	270
Colombia	137	122	90	106	107	114	117	121	119	131
Costa Rica	190	211	191	250	253	...	...	...	...	...
Ecuador	148	168	161	150	159	171	179	185	188	196
Jamaica	77	73	144	184	214	225	251	276	282	293
México	240	242	241	256	273	280	283	277	259	268
Perú	328	308	205	324	328	336	386	416	428	412
Trinidad y Tabago	111	108	109	113	116	113	116	119	118	116
Venezuela (República Bolivariana de)	13 685	19 295	72 940	158 525	219 385	616 775	2 447 495	6 315 700	23 237 200	464 660 050

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

Cuadro A-20
América Latina y el Caribe: reservas internacionales brutas
(En millones de dólares, saldos a fin de período)

	2013	2014	2015	2016	2017				2018	
					Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
América Latina y el Caribe	830 204	857 634	811 913	831 556	848 161	853 035	858 426	858 343	872 763	867 100
América Latina	813 981	839 372	795 049	814 669	831 566	836 939	842 029	841 708	858 075	852 043
Argentina	30 599	31 443	25 563	38 772	50 522	47 995	50 237	55 055	61 726	61 881
Bolivia (Estado Plurinacional de)	14 430	15 123	13 056	10 081	10 261	10 306	10 130	10 261	9 805	9 522
Brasil	358 808	363 551	356 464	365 016	370 111	377 175	381 244	373 972	379 577	379 500
Chile	41 094	40 447	38 643	40 483	39 022	38 915	37 738	38 983	38 104	36 991
Colombia	43 639	47 328	46 740	46 683	46 937	47 242	47 525	47 637	47 614	47 497
Costa Rica	7 331	7 211	7 834	7 574	7 274	6 812	6 898	7 150	8 474	8 090
Ecuador a/	4 361	3 949	2 496	4 259	3 810	4 467	2 362	2 451	4 868	3 167
El Salvador	2 745	2 693	2 787	3 238	3 681	3 754	3 761	3 567	3 403	3 809
Guatemala	7 273	7 333	7 751	9 160	9 424	10 794	11 268	11 770	11 741	11 979
Haití	1 690	1 163	977	1 105	1 074	1 242	1 228	...	...	...
Honduras	3 113	3 570	3 874	4 100	4 694	4 744	4 742	5 012	5 064	5 108
México	180 200	195 682	177 597	178 025	178 704	175 396	174 889	175 450	177 601	178 308
Nicaragua	1 874	2 147	2 353	2 296	2 308	2 415	2 381	2 593	2 723	2 482
Panamá	2 775	3 994	3 911	4 511	3 764	4 348	3 609	3 531	2 811	3 325 b/
Paraguay	5 871	6 891	6 200	7 144	7 803	8 007	8 096	8 146	8 771	8 440
Perú	65 710	62 353	61 537	61 746	62 605	62 787	64 423	63 731	62 230	59 113
República Dominicana	4 701	4 862	5 266	6 047	6 459	6 514	6 176	6 781	7 577	6 598
Uruguay	16 290	17 555	15 634	13 436	12 689	13 996	15 362	15 959	16 397	17 779
Venezuela (República Bolivariana de)	21 478	22 077	16 367	10 992	10 425	10 032	9 959	9 662	9 588	8 454
El Caribe	16 223	18 262	16 863	16 887	16 595	16 096	16 397	16 634	14 687	15 057
Antigua y Barbuda a/	202	297	356	330	297	317	315	314	...	...
Bahamas	740	787	808	902	925	961	1 065	1 408	1 597	1 588
Barbados	516	467	434	315	328	292	252	197	206	212 b/
Belize	402	483	432	371	369	396	369	306	294	311
Dominica a/	85	100	125	221	240	203	183	211	...	...
Granada a/	135	158	189	201	207	206	195	195	...	...
Guyana	777	666	599	616	596	578	580	584	499	485
Jamaica	1 818	2 473	2 914	3 291	3 324	3 186	3 715	3 781	3 657	3 734
Saint Kitts y Nevis a/	291	318	280	313	327	338	361	357	...	...
San Vicente y las Granadinas a/	133	156	165	191	180	198	185	180	...	...
Santa Lucía a/	168	235	298	289	311	282	267	307	...	...
Suriname	779	625	330	381	384	401	404	424	447	762
Trinidad y Tabago	10 176	11 497	9 933	9 466	9 105	8 736	8 507	8 370	7 988	7 965

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

a/ Se refiere a las reservas internacionales netas.

b/ Datos al mes de mayo.

Cuadro A-21
América Latina y el Caribe: tipo de cambio real efectivo a/ b/
(Índices 2005=100, valores medios del período)

	2013	2014	2015	2016	2017 c/				2018 c/	
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2
América Latina y el Caribe d/	81,2	80,4	84,4	85,4	83,3	83,8	84,6	84,9	85,5	86,5
Barbados	89,3	87,9	84,4	82,9	81,2	82,3	80,8	78,8	80,2	82,5
Bolivia (Estado Plurinacional de)	81,5	74,9	65,6	62,6	64,1	65,3	65,1	65,2	65,0	62,3
Brasil	83,0	85,4	106,1	101,9	90,5	94,4	95,1	99,0	96,6	103,2
Chile	95,2	105,4	109,4	108,4	104,0	106,8	105,6	104,6	100,1	100,9
Colombia	80,1	84,5	104,3	108,7	102,5	105,9	108,7	111,2	101,6	96,5
Costa Rica	74,1	77,4	73,5	75,0	76,7	79,4	81,2	80,2	79,8	78,9
Dominica	110,5	111,6	110,4	109,9	110,3	110,5	111,4	112,2	113,2	113,4
Ecuador	96,5	93,3	85,1	83,8	85,1	86,4	88,9	90,7	89,7	88,1
El Salvador	104,0	104,6	103,7	104,0	104,9	106,7	108,9	110,0	107,4	105,5
Guatemala	87,2	83,3	77,9	73,5	70,4	70,1	69,6	69,7	70,0	69,8
Honduras	84,8	82,8	82,6	84,1	85,5	85,6	86,3	86,6	86,0	85,4
Jamaica	99,8	106,0	104,9	115,4	122,1	126,4	131,4	137,0	114,1	103,0
México	106,8	108,0	122,2	140,8	147,9	135,5	130,8	137,9	135,1	140,0
Nicaragua	100,4	105,6	100,9	104,1	108,1	112,4	117,7	121,8	110,3	103,7
Panamá	92,2	89,0	85,5	84,6	84,3	85,7	87,3	87,9	88,6	87,8
Paraguay	68,3	66,0	67,1	69,7	71,8	71,1	72,3	72,2	70,9	67,7
Perú	90,5	93,1	94,9	96,4	92,1	92,6	94,2	95,4	96,2	94,9
República Dominicana	115,8	118,9	115,8	117,3	119,3	122,5	125,8	128,1	124,8	121,7
Trinidad y Tabago	70,7	67,1	61,2	62,0	63,1	63,9	64,7	64,7	65,3	65,6
Uruguay	70,7	74,3	74,1	74,8	70,6	71,3	73,8	76,1	68,4	66,9

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

a/ El índice del tipo de cambio real efectivo mundial se calcula ponderando los índices de tipo de cambio real de cada socio comercial por la participación del comercio -exportaciones más importaciones- con ese socio en el total del comercio del país.

b/ Una moneda se deprecia en términos reales efectivos cuando este índice aumenta y se aprecia cuando disminuye.

c/ Cifras preliminares.

d/ El índice del tipo de cambio real efectivo extrarregional excluye el comercio con otros países de América Latina y el Caribe.

Cuadro A-22
América Latina y el Caribe: tasa de participación
(Tasas anuales medias)

			2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 a/	2017 a/ Primer trimestre	2018 a/
América Latina y el Caribe b/			62,2	62,2	62,1	61,9	61,9	62,0	62,1	...	...
Argentina c/	Áreas urbanas	Global	59,5	59,3	58,9	58,3	57,7 d/	57,5 e/	57,8	57,2	58,5
		Mujeres	47,4	47,6	47,1	46,9	46,4 d/	46,9 e/	47,1	46,1	48,5
		Hombres	72,9	72,2	72,0	70,9	70,1 d/	69,4 e/	69,7	69,6	69,8
Bahamas	Total nacional	Global	72,1	72,5	73,2	73,7	74,3	77,1	80,5	...	...
		Mujeres	...	69,5	70,1	70,1	71,7	73,1	74,7	...	...
		Hombres	...	75,8	76,9	77,8	79,5	81,7	83,7	...	...
Barbados	Total nacional	Global	67,6	66,2	66,7	63,8	65,1	66,5	65,3	...	...
		Mujeres	63,0	61,1	61,8	60,4	61,7	62,8	61,5	...	...
		Hombres	72,7	72,0	72,3	67,7	68,7	70,4	69,7	...	...
Belice	Total nacional	Global	...	65,8	64,0	63,6	63,2	64,0	64,1	...	...
		Mujeres	...	52,6	49,8	49,2	48,7	50,3	50,2	...	...
		Hombres	...	79,2	78,3	78,2	77,8	78,0	78,2	...	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Total nacional	Global	65,9	61,2	63,4	65,8	61,0	65,6	62,4	...	...
		Mujeres	57,5	52,6	54,8	57,1	50,4	56,8	52,9	...	...
		Hombres	74,7	70,4	72,6	75,0	72,1	75,0	72,4	...	...
Brasil f/	Total nacional	Global	60,0 |	61,4	61,3	61,0	61,3	61,4	61,7	61,6	61,6
		Mujeres	50,1 |	50,8	50,7	50,6	51,2	51,4	52,3	52,0	52,3
		Hombres	70,8 |	73,1	72,9	72,5	72,4	72,3	72,0	72,0	71,9
Chile	Total nacional	Global	59,8	59,5	59,6	59,8	59,7	59,5	59,7	59,5	59,9
		Mujeres	47,3	47,6	47,7	48,4	48,2	48,0	48,5	47,7	49,3
		Hombres	72,7	71,9	71,8	71,6	71,5	71,3	71,2	71,6	71,0
Colombia	Total nacional	Global	63,7	64,5	64,2	64,2	64,7	64,5	64,4	63,8	63,2
		Mujeres	52,8	54,1	53,9	54,0	54,8	54,5	54,5	53,6	52,7
		Hombres	75,1	75,4	74,9	74,9	75,2	74,9	74,8	74,5	74,1
Costa Rica f/	Total nacional	Global	60,7 |	62,5	62,2	62,6	61,2	58,4	58,8	59,5	57,7
		Mujeres	45,7 |	48,4	48,6	49,2	48,1	44,3	44,5	45,0	42,7
		Hombres	76,8 |	76,2	75,5	75,9	74,3	72,4	73,0	73,8	72,6
Cuba	Total nacional	Global	76,1	74,2	72,9	71,9	67,1	65,2	...	...	...
		Mujeres	60,5	57,4	57,3	56,3	52,6	50,9	...	...	...
		Hombres	90,0	89,5	87,1	86,2	80,4	78,2	...	...	...
Ecuador g/	Total nacional	Global	62,5	61,7	62,1	63,2	66,2	68,2	68,8	68,9	68,1
		Mujeres	47,8	47,4	47,7	48,5	52,7	56,2	56,9	57,5	55,6
		Hombres	78,3	76,9	77,2	78,8	80,5	81,0	81,0	81,0	81,4
El Salvador	Total nacional	Global	62,7	63,2	63,6	63,6	62,8	62,1	61,9	...	...
		Mujeres	47,0	47,9	49,3	49,3	47,8	46,7	46,3	...	...
		Hombres	81,2	81,4	80,7	80,7	80,7	80,7	80,6	...	...
Guatemala	Total nacional	Global	61,8	65,4	60,6	60,9	60,7	60,8	60,5 h/	...	...
		Mujeres	40,4	45,7	40,6	40,6	38,9	39,2	39,0 h/	...	...
		Hombres	84,6	87,6	83,4	83,8	84,7	85,0	84,7 h/	...	...
Honduras	Total nacional	Global	51,9	50,8	53,7	56,0	58,3	57,5	59,0	...	...
		Mujeres	34,9	33,8	37,2	40,6	44,1	43,0	43,8	...	...
		Hombres	70,4	69,2	72,1	73,6	74,4	74,0	76,0	...	...
Jamaica	Total nacional	Global	62,3	61,9	63,0	62,8	63,1	64,8	65,1	64,9	63,9 i/
		Mujeres	54,9	54,9	56,2	55,9	56,3	58,6	59,1	59,1	58,0 i/
		Hombres	70,2	69,1	70,0	70,0	70,3	71,2	71,3	71,0	70,0 i/
México j/	Total nacional	Global	58,6	59,2 |	60,3	59,8	59,8	59,7	59,3	59,2	59,0
		Mujeres	42,0	43,0 |	43,9	43,1	43,4	43,4	43,0	42,8	42,6
		Hombres	76,9	77,1 |	78,5	78,3	78,0	77,7	77,6	77,4	77,1
Nicaragua	Total nacional	Global	75,6	76,8	75,8	74,0	72,4	73,6	73,5	...	...
		Mujeres	64,0	66,6	65,1	63,0	60,9	63,1	63,3	...	...
		Hombres	87,9	87,7	87,3	85,8	84,6	84,9	84,7	...	...
Panamá	Total nacional	Global	61,9	63,4	64,1	64,0	64,2	64,4	63,6	...	...
		Mujeres	45,6	48,0	49,2	49,8	50,8	51,1	50,7	...	...
		Hombres	79,2	80,1	79,7	79,4	78,4	78,6	77,3	...	...
Paraguay	Total nacional	Global	60,7	64,3	62,6	61,6	62,1	62,6	63,1	...	...
		Mujeres	48,9	53,8	51,9	49,6	50,2	50,8	50,9	...	...
		Hombres	72,8	74,7	73,8	74,1	74,1	74,5	75,2	...	...
Perú	Total nacional	Global	73,9	73,6	73,2	72,3	71,6	72,2	72,4	72,9	72,8
		Mujeres	65,2	64,8	64,5	63,3	62,3	63,3	...	...	...
		Hombres	82,7	82,4	82,0	81,4	81,0	81,2	...	...	...
República Dominicana k/	Total nacional	Global	57,8	59,0	58,7	59,1 |	61,8	62,3	62,2	...	...
		Mujeres	42,6	44,0	43,7	44,0 |	48,1	48,9	49,0	...	...
		Hombres	73,4	74,4	74,1	74,6 |	76,3	76,6	76,1	...	...
Trinidad y Tabago	Total nacional	Global	61,3	61,8	61,3	61,9	60,6	59,7	59,7 l/	...	...
		Mujeres	...	...	...	51,8	50,1	50,7	50,7 l/	...	...
		Hombres	...	...	...	72,2	71,2	69,5	68,7 l/	...	...
Uruguay	Total nacional	Global	64,8	64,0	63,6	64,7	63,8	63,4	62,9	63,2	62,6
		Mujeres	55,8	55,6	56,4	55,9	55,4	55,3	55,0	55,0	54,7
		Hombres	74,7	73,5	73,9	74,3	72,9	72,3	71,4	72,2	71,2
Venezuela (República Bolivariana de)	Total nacional	Global	64,4	63,9	64,3	65,3	63,7	64,0	...	...	...
		Mujeres	50,3	50,1	50,6	52,1	49,8	50,2	...	...	...
		Hombres	78,6	77,8	78,1	78,7	77,9	77,9	...	...	...

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Los datos de los países no son comparables entre sí, debido a diferencias en la cobertura y la definición de la población en edad de trabajar. Las series regionales son promedios ponderados de los datos nacionales (sin Belice y Nicaragua) e incluyen ajustes por falta de información y cambios metodológicos.

c/ El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión. Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.

d/ El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.

e/ El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.

f/ Nueva medición a partir de 2012; los datos no son comparables con la serie anterior.

g/ Hasta 2013, diciembre de cada año. A partir de 2014, promedio del año.

h/ El dato se refiere al promedio de las mediciones de febrero-marzo y mayo-junio.

i/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de enero.

j/ Nueva medición a partir de 2013; los datos no son comparables con la serie anterior.

k/ Nueva medición a partir de 2015; los datos no son comparables con la serie anterior.

l/ El dato se refiere al promedio de las mediciones de marzo y junio.

Cuadro A-23
América Latina y el Caribe: desempleo urbano abierto a/^a
(Tasas anuales medias)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 b/	2017 b/	2018 b/
										Primer trimestre	
América Latina y el Caribe c/		8,4	7,7	7,2	7,1	6,9	7,3	8,9	9,3	...	...
Argentina d/	Áreas urbanas	7,7	7,2	7,2	7,1	7,3	6,5 e/	8,5 f/	8,4	9,2	9,2
Bahamas g/	Total nacional	...	15,9	14,4	15,8	14,8	13,4	12,2	10,0	...	...
Barbados g/	Total nacional	10,8	11,2	11,6	11,6	12,3	11,3	9,7	10,0	...	...
Belice g/	Total nacional	12,5	...	15,3	13	11,6	10,1	9,5	9,3	...	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Total urbano	...	3,8	3,2	4,0	3,5	4,4	4,9	4,6	...	...
Brasil	Veinte regiones metropolitanas h/	6,7	6,0 |	8,2	8,0	7,8	9,3	13,0	14,5	15,0	14,8
Chile	Total urbano	8,5	7,4	6,7	6,2	6,7	6,4	6,8	6,9	6,9	7,3
Colombia g/	Cabeceras municipales	12,7	11,8	11,4	10,7	10,0	9,8	10,3	10,5	11,7	12,0
Colombia i/	Cabeceras municipales	12,0	11,1	10,8	10,0	9,4	9,2	9,7	9,9	11,1	11,4
Costa Rica j/	Total urbano	7,1	7,7 |	9,8	9,1	9,5	9,7	9,6	9,0	9,1	10,4
Cuba	Total nacional	2,5	3,2	3,5	3,3	2,7	2,5	2,0	...	...	...
Ecuador g/	Total urbano	7,6	6,0	4,9	4,7	5,1	5,4	6,8	5,6	5,6	5,7
Ecuador i/	Total urbano	6,1	5,0	4,2	4,0	4,3	4,7	5,9	5,0	5,1	5,3
El Salvador	Total urbano	6,8	6,6	6,2	5,6	6,7	6,5	6,9	6,8	...	...
Guatemala k/	Total urbano	4,8 |	3,1	4,0	3,8	4,0	3,2	3,4	3,4 l/	...	...
Honduras	Total urbano	6,4	6,8	5,6	6,0	7,5	8,8	9,0	8,2	...	...
Jamaica g/	Total nacional	12,4	12,6	13,9	15,2	13,7	13,5	13,2	11,7	12,7	9,6 m/
Jamaica i/	Total nacional	8,0	8,4	9,3	10,3	9,4	9,5	9,0	7,7	8,5	5,7 m/
México	Total urbano	5,9	5,6	5,4	5,4	5,3	4,7	4,3	3,8	3,7	3,4
Nicaragua	Total urbano	10,5	8,1	8,7	7,7	8,5	7,7	6,3	5,2	...	...
Panamá g/	Total urbano	7,7	5,4	4,8	4,7	5,4	5,8	6,4	6,9	...	...
Panamá i/	Total urbano	5,8	3,6	3,6	3,7	4,1	4,5	5,2	5,5	...	...
Paraguay	Asunción y áreas urbanas del Departamento Central	7,4	6,9	7,9	7,7	7,8	6,5	7,7	8,3 e/	...	...
Perú	Total urbano	5,3	5,1	4,7	4,8	4,5	4,4	5,2	5,0	6,4	6,2
República Dominicana	Total urbano n/	5,7	6,7	7,2	7,9	7,2 |	7,9	7,9	6,1	6,4	5,7
Trinidad y Tabago	Total nacional	5,9	5,1	5,0	3,6	3,3	3,5	4,0	4,9 o/	...	...
Uruguay	Total urbano	7,5	6,6	6,7	6,7	6,9	7,8	8,2	8,3	8,9	9,2
Venezuela (República Bolivariana de)	Total nacional	8,7	8,3	8,1	7,8	7,2	7,0	7,3	...	...	...

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

a/ Porcentaje de población desempleada con respecto a la población económicamente activa.

b/ Cifras preliminares.

c/ Promedio ponderado con ajustes por falta de información y diferencias y cambios metodológicos.

Los datos de los países no son comparables entre sí, debido a diferencias en la cobertura y la definición de la población en edad de trabajar.

d/ El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión.

Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.

e/ El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.

f/ El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.

g/ Incluye el desempleo oculto.

h/ Hasta 2011, seis áreas metropolitanas.

i/ Incluye un ajuste de las cifras de la fuerza de trabajo por la exclusión del desempleo oculto.

j/ Nueva medición a partir de 2012; los datos no son comparables con la serie anterior.

k/ Nueva medición a partir de 2011; los datos no son comparables con la serie anterior.

l/ El dato se refiere al promedio de las mediciones de febrero-marzo y mayo-junio.

m/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de enero.

n/ Hasta 2014, total nacional.

o/ El dato se refiere al promedio de las mediciones de marzo y junio.

Cuadro A-24
América Latina y el Caribe: tasa de ocupación a/
(Tasas anuales medias)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 b/	2017	2018 b/
										Primer trimestre	
América Latina y el Caribe c/		57,7	57,9	58,2	58,1	58,1	57,8	57,1	57,1	...	...
Argentina d/	Áreas urbanas	54,4	55,2	55,0	54,7	54,0	53,9 e/	52,6 f/	52,9	52,0	53,2
Bahamas	Total nacional	...	60,6	62,1	61,6	62,8	64,3	67,7	72,5	...	...
Barbados	Total nacional	59,4	60,0	58,5	58,9	56,0	57,7	60,0	58,8	...	...
Belice	Total nacional	...	...	55,7	55,9	56,6	56,8	57,9	58,1	...	...
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Total nacional	...	64,2	59,7	61,5	64,3	58,9	63,4	60,2	...	...
Brasil g/	Total nacional	...	56,0	56,9	56,9	56,8	56,1	54,3	53,8	53,1	53,6
Chile	Total nacional	53,7	55,5	55,7	56,0	56,0	56,0	55,6	55,7	55,5	55,8
Colombia	Total nacional	55,4	56,8	57,9	58,0	58,4	59,0	58,5	58,4	57,0	56,9
Costa Rica g/	Total nacional	54,8	56,0	56,2	56,4	56,6	55,4	52,8	53,5	54,0	51,8
Cuba	Total nacional	73,0	73,6	71,6	70,5	70,0	65,4	63,8	...	...	...
Ecuador h/	Total nacional	59,4	59,9	59,1	59,5	60,4	63,3	64,6	65,5	65,9	65,1
El Salvador	Total nacional	58,1	58,6	59,4	59,9	58,4	57,8	57,9	57,6	...	...
Guatemala	Total nacional	60,2	59,2	63,5	58,7	59,1	59,2	59,2	58,8 i/	...	...
Honduras	Total nacional	51,5	49,7	48,9	51,6	53,1	54,0	53,2	55,1	...	...
Jamaica	Total nacional	54,6	54,4	53,3	53,4	54,2	54,6	56,2	57,5	56,7	57,7 j/
México k/	Total nacional	55,3	55,6	56,3	57,3	56,9	57,2	57,4	57,3	57,2	57,1
Nicaragua	Total nacional	65,6	71,2	72,3	71,5	69,1	68,1	70,2	70,8	...	...
Panamá	Total nacional	59,4	59,1	60,8	61,5	60,9	60,9	60,8	59,8	...	...
Paraguay	Total nacional	57,1	57,3	61,5	60,1	58,6	58,7	58,9	59,8	...	...
Perú	Total nacional	71,1	70,9	70,8	70,3	69,6	68,9	69,2	69,5	69,1	69,0
República Dominicana l/	Total nacional	53,6	54,5	55,2	54,6	55,4	57,3	57,9	58,7	...	...
Trinidad y Tabago	Total nacional	58,4	58,2	58,8	59,1	59,9	58,5	57,4	56,7 m/	...	...
Uruguay	Total nacional	58,4	60,7	59,9	59,5	60,4	59,0	58,4	57,9	57,8	57,1
Venezuela (República Bolivariana de)	Total nacional	59,0	59,0	58,7	59,3	60,4	59,2	59,3	...	...	...

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

a/ Porcentaje de población ocupada con respecto a la población en edad de trabajar.

b/ Cifras preliminares.

c/ Promedio ponderado con ajustes por falta de información y diferencias y cambios metodológicos.

Los datos de los países no son comparables entre sí, debido a diferencias en la cobertura y la definición de la población en edad de trabajar.

d/ El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión.

Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.

e/ El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.

f/ El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.

g/ Nueva medición a partir de 2012; los datos no son comparables con la serie anterior.

h/ Hasta 2013, diciembre de cada año. A partir de 2014, promedio del año.

i/ El dato se refiere al promedio de las mediciones de febrero-marzo y mayo-junio.

j/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden a la medición del mes de enero.

k/ Nueva medición a partir de 2013; los datos no son comparables con la serie anterior.

l/ Nueva medición a partir de 2015; los datos no son comparables con la serie anterior.

m/ El dato se refiere al promedio de las mediciones de marzo y junio.

Cuadro A-25
América Latina y el Caribe: indicadores de empleo registrado
(Índices 2010=100)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017	2018 a/
										Primer semestre	
Argentina b/	97,1	100,0	105,0	107,0	109,6	110,9	114,0	114,3	115,3	114,9	116,4 c/
Brasil d/	93,0	100,0	106,6	111,3	114,6	116,9	115,0	110,4	108,5	108,2	108,7 e/
Chile f/	94,2	100,0	105,7	112,1	115,8	117,9	120,1	122,2	123,4	123,5	128,3 e/
Costa Rica g/	97,0	100,0	103,1	106,7	109,0	110,7	112,6	116,3	119,7	119,1	121,9 e/
El Salvador g/	98,5	100,0	103,3	105,5	111,0	113,5	115,1	117,3	118,3	117,6	118,4 c/
Guatemala g/	98,3	100,0	104,3	107,1	110,4	111,8	114,2	117,4	118,6	...	...
Jamaica h/	103,0	100,0	99,4	99,0	100,4	...	...	...	...	...	...
México g/	96,3	100,0	104,3	109,2	113,0	117,0	122,0	126,7	132,2	130,3	136,0 i/
Nicaragua g/	94,2	100,0	108,1	116,6	125,9	132,8	144,6	160,3	170,9	168,5	169,1 c/
Panamá j/	98,5	100,0	110,3	117,8	122,5	126,1	127,2	125,4	126,8	...	...
Perú k/	96,0	100,0	105,4	109,6	112,7	114,8	115,8	118,3	120,4	119,2	122,9 e/
Uruguay l/	94,4	100,0	104,9	108,9	110,9	111,7	110,1	108,9	109,4	110,9	110,4 c/

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Asalariados cotizantes del sistema de pensiones.

c/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden al primer trimestre.

d/ Trabajadores cubiertos por la legislación social y laboral.

e/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden al promedio enero a abril.

f/ Trabajadores dependientes cotizantes del sistema de pensiones.

g/ Trabajadores cubiertos por la seguridad social.

h/ Trabajadores de empresas con 10 o más empleados.

i/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden al promedio enero a mayo.

j/ Hasta 2012, trabajadores cubiertos por la seguridad social. A partir de 2013, trabajadores de pequeñas, medianas y grandes empresas de la industria manufacturera, el comercio y los servicios.

k/ Puestos de trabajo reportados a la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria. Hasta 2015, trabajadores de empresas con 10 o más empleados.

l/ Puestos de trabajo que generan cotizaciones a la seguridad social.

Cuadro A-26
América Latina: indicadores de subempleo por horas
(En porcentajes de los ocupados)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 a/
Argentina b/ c/	Áreas urbanas	9,8	9,1	9,3	9,2	9,6	9,0 d/	11,5 e/	11,4
Chile f/	Total nacional	11,5	11,9	11,5	11,6	11,3	10,3	10,9	11,1
Colombia g/	Total nacional	11,7	11,2	12,1	11,8	10,1	10,3	9,9	9,5
Costa Rica h/	Total nacional	11,2	13,4	11,3	12,5	12,8	12,4	9,0	8,1
Ecuador i/	Total nacional	11,7	9,1	7,9	9,9	10,6	11,7	15,7	17,0
El Salvador i/	Total urbano	7,0	3,4	5,8	5,8	6,7	6,8	7,7	7,6
Honduras j/	Total nacional	7,4	10,4	10,5	11,7	12,5	14,1	11,5	11,8
México h/	Total nacional	8,7	8,6	8,5	8,3	8,1	8,3	7,6	7,0
Panamá i/	Total nacional	2,0	1,5	2,4	2,5	2,0	2,5	2,3	2,5
Paraguay k/	Asunción y áreas urbanas del Departamento Central	7,2	6,1	5,3	4,7	4,8	4,6	4,0	4,0 d/
Perú b/	Lima metropolitana	14,5	12,4	12,0	11,6	11,3	10,4	11,3	11,5
Uruguay i/	Total nacional	8,6	7,2	7,1	6,8	6,6	7,1	8,3	8,3

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

a/ Cifras preliminares.

b/ Ocupados que trabajan menos de 35 horas semanales y desean trabajar más.

c/ El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) de la Argentina no reconoce los datos correspondientes al período 2007-2015 y los está sometiendo a un proceso de revisión. Por lo tanto, dichos datos tienen carácter preliminar y serán reemplazados cuando se publiquen los nuevos datos oficiales.

d/ El dato se refiere al promedio de los primeros tres trimestres.

e/ El dato se refiere al promedio de los últimos tres trimestres.

f/ Ocupados que trabajan menos de 30 horas semanales y desean trabajar más.

g/ Ocupados que trabajan menos de 48 horas semanales y desean trabajar más.

h/ Ocupados que desean trabajar más que lo que su ocupación actual les permite.

i/ Ocupados que trabajan menos de 40 horas semanales y desean trabajar más.

j/ Ocupados que trabajan menos de 36 horas semanales y desean trabajar más.

k/ Ocupados que trabajan menos de 30 horas semanales y desean trabajar más.

Cuadro A-27
América Latina: salario medio real a/
(Índices 2010=100)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 b/	2017 b/	2018 b/
									Promedio enero a abril	
Bolivia (Estado Plurinacional de) c/	100,0	98,2	99,3	100,3	101,8	107,7	109,5	111,5 d/	...	...
Brasil e/	100,0	101,4	104,9	107,4	108,4	108,9	107,6	110,2	109,8	110,6 f/
Chile g/	100,0	102,5	105,8	109,9	111,9	113,9	115,4	119,0	118,1	120,0
Colombia h/	100,0	100,3	101,3	104,0	104,5	105,7	103,4	106,6	104,9	106,2
Costa Rica i/	100,0	105,7	107,1	108,5	110,7	115,2	118,2	119,6	120,5	122,6
El Salvador j/	100,0	97,1	97,3	97,8	98,5	100,9	102,3	...	...	...
Guatemala i/	100,0	100,4	104,4	104,3	106,8	110,4	108,2	107,2	...	...
México i/	100,0	101,1	101,2	101,3	101,7	103,2	104,1	102,9	103,5	103,9
Nicaragua i/	100,0	100,1	100,5	100,7	102,4	105,1	107,5	109,1	108,1	112,2
Panamá k/	100,0	100,1	103,5	103,8	109,5	113,1	117,5	120,4	...	...
Paraguay	100,0	102,8	103,5	105,7	107,0	107,5	108,2	108,5	...	...
Perú l/	100,0	108,4	111,0	114,7	117,9	117,5	115,8	115,5	112,2	116,5
Uruguay	100,0	104,0	108,4	111,7	115,4	117,3	119,1	122,6	122,3	124,2
Venezuela (República Bolivariana de)	100,0	103,0	109,1	104,3	...	...	...	...	...	...

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

a/ Cifras deflactadas por el índice oficial de precios al consumidor de cada país.

b/ Cifras preliminares.

c/ Índice de salario medio del sector privado.

d/ Dato corresponde al promedio de marzo y junio.

e/ Trabajadores del sector privado amparados por la legislación social y laboral. Nueva serie a partir de 2013.

f/ Los datos de las últimas dos columnas corresponden al primer trimestre.

g/ Índice general de remuneraciones por hora.

h/ Industria manufacturera. Nueva serie a partir de 2015.

i/ Salario medio declarado de los cotizantes al seguro social.

j/ Salarios medios cotizables.

k/ Salario medio declarado de los afiliados al seguro social. A partir de 2013, corresponde a trabajadores de pequeñas, medianas y grandes empresas de la industria manufacturera, el comercio y los servicios.

l/ Ingresos promedio del sector formal. Hasta 2015, salarios de trabajadores dependientes en Lima metropolitana.

Cuadro A-28
América Latina y el Caribe: indicadores monetarios
(Variación porcentual promedio respecto del mismo período del año anterior)

		2013	2014	2015	2016	2017				2018	
						Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2
América Latina y el Caribe											
Argentina	Base monetaria	30,2	19,7	33,2	27,9	38,8	33,6	27,3	26,1	26,5	30,4
	Dinero (M1)	29,5	26,1	31,6	31,6	26,0	32,0	34,6	25,8	24,2	28,6 a/
	M2	30,9	23,1	33,2	33,2	28,1	30,0	28,7	25,7	32,4	35,2 a/
	Depósitos en moneda extranjera	-6,1	51,7	38,5	38,5	162,3	110,8	121,9	38,9	20,9	55,3 a/
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Base monetaria	10,8	9,5	19,2	3,9	-9,4	-2,2	3,4	9,4	10,0	9,2 b/
	Dinero (M1)	13,5	15,4	9,4	9,4	3,9	-1,7	2,7	5,5	5,8	7,7 b/
	M2	22,6	18,8	18,4	18,4	5,5	5,1	8,3	11,3	12,0	12,9 b/
	Depósitos en moneda extranjera	-4,1	-3,4	3,7	3,7	-1,8	-3,6	-2,1	-2,4	-4,3	-2,6 b/
Brasil	Base monetaria	5,5	7,2	3,0	3,2	5,0	6,2	6,5	6,9	5,1	6,3 a/
	Dinero (M1)	10,7	4,7	-1,6	-1,6	2,7	3,7	4,2	3,8	5,4	7,1 a/
	M2	9,3	11,7	6,8	6,8	3,3	5,4	6,1	5,4	6,4	6,7 a/
Chile	Base monetaria	16,3	5,3	9,6	11,4	10,1	7,0	7,9	3,8	1,4	8,8
	Dinero (M1)	10,1	12,1	14,3	14,3	3,7	8,8	11,4	11,0	12,7	12,9
	M2	10,3	7,7	11,3	11,3	4,2	4,7	6,4	4,3	9,7	10,5
	Depósitos en moneda extranjera	18,7	29,0	18,7	18,7	-1,3	-6,5	-1,6	-1,6	1,8	4,3
Colombia	Base monetaria	12,5	16,7	15,0	8,8	-2,4	0,0	2,8	4,7	8,4	6,2 a/
	Dinero (M1)	14,3	14,8	10,4	10,4	-1,3	-0,4	2,2	4,0	5,4	6,8 a/
	M2	17,5	12,9	10,4	10,4	6,1	5,6	5,1	5,9	6,2	5,4 a/
Costa Rica	Base monetaria	14,1	11,7	11,1	10,1	7,1	6,9	7,2	8,9	6,4	4,2 b/
	Dinero (M1)	13,2	12,3	9,6	9,6	6,8	1,8	-0,8	-0,7	0,7	3,8 b/
	Depósitos en moneda extranjera	0,8	15,9	0,8	0,8	11,8	14,3	11,3	9,2	2,0	2,9 b/
Ecuador	Base monetaria	23,3	17,5	16,9	22,8	20,0	17,1	9,4	6,3	4,1	5,3 a/
	Dinero (M1)	14,8	14,4	10,6	10,6	16,5	14,7	11,2	10,5	7,9	5,1 a/
	M2	13,4	14,5	6,7	6,7	15,5	16,2	12,2	10,5	9,9	8,3 a/
El Salvador	Base monetaria	4,8	2,8	1,2	3,5	6,5	11,0	8,9	10,8	9,0	5,8 a/
	Dinero (M1)	2,9	4,0	4,9	4,9	0,8	4,8	7,0	13,5	8,8	7,2 a/
	M2	2,5	1,3	2,9	2,9	6,0	6,4	6,0	9,9	8,7	8,1 a/
Guatemala	Base monetaria	9,2	5,8	12,1	9,7	10,7	12,4	9,5	12,4	11,5	6,8 a/
	Dinero (M1)	6,9	5,2	11,9	11,9	5,7	7,5	8,5	9,0	9,6	7,6 a/
	M2	9,7	8,1	11,5	11,5	7,4	8,0	8,8	9,2	9,3	8,7 a/
	Depósitos en moneda extranjera	11,2	9,4	6,0	6,0	-1,4	-2,8	-1,4	-1,9	1,4	6,4 a/
Haití	Base monetaria	0,4	-1,0	15,4	26,2	20,1	17,0	13,1	...	...	...
	Dinero (M1)	11,1	8,7	12,7	12,7	18,3	20,1	15,4	...	...	...
	M2	9,4	8,4	12,5	12,5	15,9	15,9	11,8	...	...	...
	Depósitos en moneda extranjera	8,2	8,5	18,5	18,5	21,8	24,3	17,3	...	...	...
Honduras	Base monetaria	4,0	9,7	16,6	14,9	20,9	20,1	23,0	12,4	13,5	8,2 a/
	Dinero (M1)	-5,0	8,4	18,9	18,9	16,2	22,0	19,0	15,3	11,1	5,1 a/
	M2	3,6	8,9	12,7	12,7	13,4	15,7	15,9	15,5	12,4	9,8 a/
	Depósitos en moneda extranjera	12,6	7,3	11,3	11,3	19,2	17,9	15,3	12,1	4,4	6,4 a/
México	Base monetaria	6,3	13,5	20,1	15,9	14,2	12,7	8,8	8,3	8,8	10,1
	Dinero (M1)	7,5	13,9	16,1	16,1	12,4	10,7	8,4	8,8	8,7	9,6 a/
	M2	6,7	11,1	11,7	11,7	10,6	10,6	8,0	8,8	9,7	11,1 a/
	Depósitos en moneda extranjera	12,5	26,1	39,7	39,7	34,8	23,2	31,5	28,8	13,8	18,6 a/
Nicaragua	Base monetaria	6,3	12,9	17,4	11,3	5,2	7,9	3,5	12,8	7,7	12,0
	Dinero (M1)	8,5	16,4	21,0	21,0	4,8	10,2	7,9	11,7	10,5	8,1 a/
	M2	8,5	16,4	21,0	21,0	4,8	10,2	7,9	11,7	10,5	8,1 a/
	Depósitos en moneda extranjera	13,9	19,5	16,5	16,5	11,7	11,2	12,3	12,0	10,2	4,4 a/
Panamá	Base monetaria	16,0	-1,2	28,5	7,9	1,1	2,1	2,5	6,8	4,8	0,9 b/
	Dinero (M1)	6,8	15,1	-0,4	-0,4	-0,7	0,8	2,3	-0,3	0,9	6,2 b/
	M2	6,3	13,3	4,8	4,8	4,8	5,3	6,3	5,1	4,1	3,9 b/
Paraguay	Base monetaria	5,1	8,3	11,3	2,7	6,2	9,9	13,3	14,9	15,2	16,6
	Dinero (M1)	15,6	9,6	11,6	11,6	11,2	13,6	15,9	15,8	14,7	13,9
	M2	17,4	10,6	11,2	11,2	10,6	12,6	14,3	14,9	14,4	13,1
	Depósitos en moneda extranjera	15,8	29,3	22,3	22,3	0,7	0,8	4,7	1,1	2,9	6,9
Perú	Base monetaria	21,1	-8,6	-0,9	3,3	4,8	5,6	4,9	6,9	8,5	8,3
	Dinero (M1)	14,3	4,9	5,1	5,1	4,5	7,4	8,2	12,2	15,9	15,1 a/
	M2	18,4	2,5	2,9	2,9	13,7	12,2	8,1	12,4	14,0	11,7 a/
	Depósitos en moneda extranjera	16,3	21,4	17,3	17,3	-14,0	-9,8	-6,5	-3,9	0,2	-0,7 a/

(Continúa)

Cuadro A-28 (conclusión)		2012	2013	2014	2015	2016				2017	
						Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2
República Dominicana	Base monetaria	3,9	3,3	22,1	9,1	5,7	2,7	2,5	-3,6	-3,1	-3,7 a/
	Dinero (M1)	12,1	13,6	12,9	12,9	8,0	1,6	4,6	10,5	8,4	16,8 a/
	M2	8,0	11,2	10,7	10,7	8,7	5,5	6,7	9,2	9,8	9,8 a/
	Depósitos en moneda extranjera	16,1	11,5	11,9	11,9	12,0	12,6	6,9	8,3	10,1	11,3 a/
Uruguay	Base monetaria	15,3	11,0	11,5	10,9	13,5	12,4	20,3	7,1	0,3	-0,5
	Dinero (M1)	11,7	6,1	7,1	7,1	10,3	11,9	16,6	13,8	7,3	9,2 a/
	M2	12,4	8,7	9,4	9,4	16,3	13,4	16,3	15,5	11,0	13,4 a/
	Depósitos en moneda extranjera	14,8	25,8	26,6	26,6	-10,2	-10,1	-4,6	-2,1	-0,1	4,5 a/
Venezuela (República Bolivariana de)	Base monetaria	61,1	86,5	95,2	144,2	299,9	447,1	614,6	1380,8	2950,8	6294,1 a/
	Dinero (M1)	66,1	69,5	85,1	85,1	193,5	285,3	479,1	913,9	2220,8	5908,5 a/
	M2	65,4	69,1	84,9	84,9	190,7	281,7	472,8	905,2	2202,9	5866,0 a/
El Caribe											
Antigua y Barbuda	Base monetaria	9,5	22,7	19,6	12,5	-12,6	-16,9	-18,8	-19,7	3,7	...
	Dinero (M1)	3,1	11,5	4,4	4,4	11,4	12,6	10,7	15,6	13,3	...
	M2	2,8	3,5	2,5	2,5	4,9	4,9	4,6	5,9	5,3	...
	Depósitos en moneda extranjera	0,9	20,0	17,0	17,0	9,3	16,2	22,7	24,8	45,7	...
Bahamas	Base monetaria	2,2	13,8	-1,8	24,7	18,3	7,8	5,9	9,1	19,0	...
	Dinero (M1)	5,6	8,4	18,7	18,7	15,5	18,3	13,8	7,6	9,0	...
	M2	-0,6	0,1	1,5	1,5	5,8	6,2	27,7	2,4	2,4	...
	Depósitos en moneda extranjera	15,8	-1,5	-19,9	-19,9	48,9	50,2	39,2	0,2	-2,9	...
Barbados	Base monetaria	10,6	5,8	31,5	24,1	23,0	22,7	5,5	1,6	-2,3	-5,8 a/
	Dinero (M1)	5,5	9,4	14,1	14,1	7,9	12,0	10,1	7,4	5,6	4,9 b/
	M2	3,5	1,5	3,4	3,4	1,6	3,4	3,2	2,0	1,5	1,8 b/
Belice	Base monetaria	19,2	18,8	24,6	12,6	-2,4	-12,3	-21,1	-11,8	-16,3	-9,1 a/
	Dinero (M1)	13,7	14,0	14,6	14,6	-4,0	-8,8	-9,9	3,9	6,3	8,3 a/
Dominica	Base monetaria	-0,1	14,6	22,9	40,7	84,9	51,0	6,0	-8,2	0,5	...
	Dinero (M1)	2,5	2,2	7,8	7,8	8,2	8,8	6,6	28,5	63,0	...
	M2	4,5	6,5	4,3	4,3	4,8	5,2	5,6	14,2	24,4	...
	Depósitos en moneda extranjera	-6,1	13,5	1,3	1,3	-4,1	-10,9	-23,4	-40,8	-24,3	...
Granada	Base monetaria	6,1	19,7	10,2	5,6	-1,6	7,1	3,7	-1,9	-3,8	...
	Dinero (M1)	5,4	24,1	20,6	20,6	2,1	0,7	1,2	8,0	10,2	...
	M2	3,0	5,2	3,7	3,7	-0,1	0,2	0,6	2,9	4,0	...
	Depósitos en moneda extranjera	-18,8	7,8	17,4	17,4	2,8	9,2	15,0	13,8	7,4	...
Guyana	Base monetaria	6,6	2,5	14,3	13,5	12,3	5,1	3,4	2,2	2,7	10,9 a/
	Dinero (M1)	6,7	10,1	7,9	7,9	11,1	10,6	7,0	7,4	8,0	8,1 a/
Jamaica	Base monetaria	6,3	5,9	9,9	15,5	12,3	20,6	20,6	21,0	22,9	14,7 a/
	Dinero (M1)	5,9	5,0	15,7	15,7	18,1	16,5	5,8	6,0	15,9	20,3 a/
	M2	6,4	2,6	9,9	9,9	21,4	24,5	24,4	25,8	22,7	21,5 a/
	Depósitos en moneda extranjera	28,5	9,2	13,6	13,6	15,5	19,5	29,6	19,4	12,7	7,5 a/
Saint Kitts y Nevis	Base monetaria	22,8	11,5	-13,3	15,8	-2,2	-3,1	6,5	8,2	2,3	...
	Dinero (M1)	10,8	1,5	10,8	10,8	-7,2	-11,4	-7,2	-5,6	-5,6	...
	M2	4,5	6,4	5,9	5,9	-5,4	-6,0	-3,3	-1,9	0,1	...
	Depósitos en moneda extranjera	18,4	46,4	16,3	16,3	-1,9	-2,1	-10,9	-8,9	-12,2	...
San Vicente y las Granadinas	Base monetaria	26,8	19,5	15,6	8,9	-4,7	2,5	7,0	5,5	2,4	...
	Dinero (M1)	9,6	5,8	8,6	8,6	6,7	6,7	3,8	1,3	-1,0	...
	M2	8,6	8,1	5,6	5,6	3,1	4,0	4,6	2,6	1,0	...
	Depósitos en moneda extranjera	28,9	15,8	17,6	17,6	-3,7	-6,9	-22,2	3,7	-8,7	...
Santa Lucía	Base monetaria	7,8	9,6	28,5	3,3	-3,6	-7,4	-8,1	-0,1	7,8	...
	Dinero (M1)	2,2	7,1	3,0	3,0	10,2	11,0	5,6	6,4	5,6	...
	M2	3,5	-1,0	1,6	1,6	2,7	2,3	0,6	-0,4	0,1	...
	Depósitos en moneda extranjera	-10,1	45,0	20,1	20,1	3,1	15,3	2,1	0,9	-14,3	...
Suriname	Base monetaria	13,8	-7,2	-6,2	30,3	23,0	23,2	24,4	24,8	19,8	17,6
	Dinero (M1)	11,3	5,4	-4,5	-4,5	12,9	12,9	14,6	15,9	11,0	6,8 a/
	M2	17,7	8,1	-2,4	-2,4	12,9	11,4	10,4	12,3	11,0	9,8 a/
	Depósitos en moneda extranjera	10,8	11,4	9,9	9,9	73,6	18,1	3,1	7,8	7,8	7,6 a/
Trinidad y Tabago	Base monetaria	19,5	8,0	-7,9	-7,3	-6,1	-11,2	-7,8	-8,5	-5,2	-9,7 b/
	Dinero (M1)	19,2	19,8	0,0	0,0	-1,8	-1,2	-0,9	-3,9	-0,7	-4,8 b/
	M2	11,8	11,6	3,8	3,8	0,3	-1,5	-1,7	-2,6	-0,7	-2,9 b/
	Depósitos en moneda extranjera	12,6	-6,8	1,6	1,6	4,8	-2,6	-2,5	2,5	-1,8	2,1 b/

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

a/ Datos al mes de mayo.

b/ Datos al mes de abril.

Cuadro A-29
América Latina y el Caribe: crédito interno
(Variación porcentual respecto del mismo período del año anterior)

	2013	2014	2015	2016	2017				2018	
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2 a/
América Latina										
Argentina	40,8	24,7	36,2	25,0	31,0	26,2	21,9	19,3	21,1	31,1 a/
Bolivia (Estado Plurinacional de)	21,6	17,6	16,7	18,5	19,4	16,8	16,3	15,5	...	...
Brasil	11,9	9,5	9,0	9,5	10,4	5,9	4,9	6,7	3,1	3,3 a/
Chile	9,3	7,6	20,0	8,8	3,9	4,4	7,0	6,8	10,5	11,3 b/
Colombia	13,8	12,2	16,6	8,4	7,5	8,7	10,3	12,2 c/	...	...
Costa Rica	4,2	19,9	9,5	7,1	5,8	7,4	6,3	3,1	-1,9	-3,8 b/
Ecuador	16,7	16,2	10,1	5,6	16,0	15,2	11,2	6,4	2,7	6,1 a/
El Salvador	5,5	9,5	7,3	8,1	4,3	3,7	4,1	5,3	6,0	5,7 a/
Guatemala	12,6	12,0	12,0	6,0	4,0	2,8	1,4	0,4	0,6	1,5 a/
Haití	70,0	30,4	18,2	10,2	12,1	10,8	11,1	...	...	...
Honduras	9,2	6,7	7,8	6,0	4,4	8,4	8,3	5,9	13,3	10,6 a/
México	9,4	9,9	12,6	14,1	10,6	7,9	6,7	7,0	8,8	13,8 b/
Nicaragua	20,8	11,6	11,8	13,2	13,0	17,1	15,9	13,7	9,8	5,8 a/
Panamá	13,0	15,9	5,8	10,4	8,9	11,6	10,6	9,9	10,9	...
Paraguay	20,8	12,0	26,0	5,9	-4,7	-2,2	0,6	1,9	5,8	11,0
Perú	6,6	18,6	14,2	12,5	9,3	6,1	11,2	18,0	23,2	23,6 a/
República Dominicana	12,4	11,6	15,0	14,5	10,1	7,6	8,0	9,0	10,2	9,3 a/
Uruguay	16,5	18,6	12,9	33,4	12,9	3,0	2,7	-1,7	-11,2	-22,1 a/
Venezuela (República Bolivariana de) d/	61,9	63,8	74,5	100,1	132,0	189,8	312,8	456,7	3 118,1	8 218,7 a/
El Caribe										
Antigua y Barbuda	-4,9	-0,4	-5,9	-10,5	9,8	8,4	2,2	0,8	-2,6	...
Bahamas	1,9	0,0	0,7	0,7	2,0	3,6	4,2	-2,1	-4,0	...
Barbados	8,0	2,3	3,2	7,4	4,5	...	...	...	...	...
Belice	-2,6	-0,6	8,9	18,5	8,6	1,8	-1,6	1,8	4,3	7,0 a/
Dominica	7,7	1,7	-1,8	-24,3	-22,2	-33,5	-24,2	-16,0	-13,6	...
Granada	-2,1	-9,0	-10,2	-11,2	-6,8	-9,6	-6,6	-3,7	-1,1	...
Guyana	26,3	16,0	11,3	11,3	11,7	6,6	7,8	10,9	13,0	21,9 a/
Jamaica	16,0	14,2	-2,2	4,7	17,9	13,1	-0,5	-6,0	-4,9	2,5 a/
Saint Kitts y Nevis	-25,0	-18,7	-2,3	-8,2	-11,6	-5,8	-1,9	4,5	3,8	...
San Vicente y las Granadinas	6,5	3,5	5,4	0,3	-0,9	-2,2	0,6	2,9	3,3	...
Santa Lucía	5,4	-3,1	-12,2	-6,1	-7,8	-7,6	-9,6	-7,1	-8,4	...
Suriname	23,5	21,5	23,5	33,8	14,9	7,0	6,4	26,9	10,8	-5,4 a/
Trinidad y Tabago	-20,4	-23,8	3,2	36,6	32,0	14,6	2,2	9,6	13,2	6,2 a/

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

a/ Datos al mes de mayo.

b/ Datos al mes de abril.

c/ Datos al mes de octubre.

d/ Crédito otorgado por los bancos comerciales, universales y de desarrollo.

Cuadro A-30
América Latina y el Caribe: tasa de interés de política monetaria
 (En tasas medias)

	2013	2014	2015	2016	2017				2018	
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2
América Latina										
Argentina	14,6	26,7	27,0	28,8	24,8	26,3	26,3	28,4	27,5	36,8
Bolivia (Estado Plurinacional de)	4,1	5,1	2,7	2,5	2,5	2,1	2,5	2,5	2,5	2,2
Brasil	8,4	11,0	13,6	14,2	12,5	10,6	8,9	7,3	6,8	6,5
Chile	4,9	3,7	3,1	3,5	3,2	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
Colombia	3,4	3,9	4,7	7,1	7,3	6,6	5,5	4,8	4,5	4,3
Costa Rica	4,4	4,9	3,5	1,8	1,8	3,1	4,5	4,7	4,9	5,0
Guatemala	5,1	4,6	3,3	3,0	3,0	3,0	3,0	2,8	2,8	2,8
Haití	3,0	4,8	12,3	14,7	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Honduras	7,0	7,0	6,5	5,7	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
México	3,9	3,2	3,0	4,2	6,2	6,8	7,0	7,1	7,4	7,6
Paraguay	5,5	6,7	6,1	5,7	5,5	5,5	5,3	5,3	5,3	5,3
Perú	4,2	3,8	3,4	4,2	4,3	4,1	3,7	3,3	2,9	2,8
República Dominicana	5,3	6,3	5,4	5,1	5,5	5,8	5,3	5,3	5,3	5,3
Venezuela (República Bolivariana de)	6,2	6,4	6,2	6,5	6,5	6,4	6,4	6,1	6,5	...
El Caribe										
Antigua y Barbuda	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Bahamas	4,5	4,5	4,5	4,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Barbados	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0 a/
Belice	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0 b/	...	...	...
Dominica	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Granada	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Guyana	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0 c/
Jamaica	5,8	5,8	5,5	5,1	5,0	4,8	4,5	3,8	2,9	2,7 c/
Saint Kitts y Nevis	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Santa Lucía	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Trinidad y Tabago	2,8	2,8	4,1	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8

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

a/ Datos al mes de abril.

b/ Datos al mes de julio.

c/ Datos al mes de mayo.

Cuadro A-31
América Latina y el Caribe: tasas de interés activas representativas
(En tasas medias)

	2013	2014	2015	2016	2017				2018	
					Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2
América Latina										
Argentina a/	21,6	29,3	28,2	33,3	26,2	27,3	25,9	27,8	29,7	34,2 b/
Bolivia (Estado Plurinacional de) c/	7,0	6,5	6,4	6,2	5,7	5,8	6,2	6,4	6,4	6,2
Brasil d/	39,1	45,0	49,5	53,7	53,6	49,7	49,5	46,9	46,6	45,4 b/
Chile e/	13,2	10,8	9,3	10,4	13,2	11,0	10,9	10,7	11,1	10,1
Colombia f/	12,2	12,1	12,1	14,7	15,0	14,0	13,2	12,5	12,1	12,3
Costa Rica g/	17,4	16,6	15,9	14,7	14,2	14,2	14,8	14,8	15,1	15,4
Ecuador h/	8,2	8,1	8,3	8,7	8,1	7,7	8,0	7,8	7,5	7,2
El Salvador i/	5,7	6,0	6,2	6,4	6,3	6,5	6,5	6,6	6,5	6,5 b/
Guatemala j/	13,6	13,8	13,2	13,1	13,1	13,1	13,1	13,0	13,0	13,0
Haití j/	18,9	18,6	18,8	19,7	18,0	17,7	17,9	18,4	18,1	18,2 b/
Honduras g/	20,1	20,6	20,7	19,3	19,7	19,6	19,3	18,4	18,1	18,0 b/
México k/	27,9	28,6	28,5	26,8	27,3	27,6	26,5	26,7	26,6	26,7 l/
Nicaragua m/	15,0	13,5	12,0	11,4	11,1	12,5	9,6	10,2	9,8	10,1
Panamá n/	7,4	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,5	7,5	7,7	7,9 b/
Paraguay o/	16,6	15,7	14,4	15,6	15,7	14,8	13,1	13,7	12,6	13,7 b/
Perú p/	18,1	15,7	16,1	16,5	17,3	16,9	16,9	16,1	15,6	14,2
República Dominicana g/	13,6	13,9	14,9	15,1	16,1	14,2	13,3	12,0	12,2	12,3
Uruguay q/	13,3	17,2	17,0	17,6	17,1	15,7	14,8	14,2	14,3	13,9 b/
Venezuela (República Bolivariana de) r/	15,7	17,1	19,9	21,4	21,5	21,6	21,5	21,5	22,1	21,7
El Caribe										
Antigua y Barbuda s/	9,4	9,6	8,7	9,2	9,0	9,0	8,9	9,0	9,0	...
Bahamas t/	11,2	11,8	12,3	12,5	11,9	12,0	12,0	11,5	11,4	11,0 b/
Barbados s/	7,0	7,0	6,9	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	6,7	6,6 l/
Belice u/	11,5	10,9	10,3	9,8	9,6	9,5	9,4	9,3	9,2	9,2 b/
Dominica s/	9,0	8,8	8,6	8,2	8,1	8,1	8,0	8,0	7,9	...
Granada s/	9,1	9,1	8,8	8,4	8,4	8,2	8,1	8,0	7,9	...
Guyana r/	12,1	11,1	10,8	10,7	10,6	10,6	10,6	10,5	10,5	10,4 b/
Jamaica u/	17,7	17,2	17,0	16,5	15,3	14,9	14,8	14,6	14,4	14,2 b/
Saint Kitts y Nevis s/	8,4	8,8	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,4	8,4	...
San Vicente y las Granadinas s/	9,2	9,3	9,3	9,1	8,9	8,8	8,7	8,6	8,5	...
Santa Lucía s/	8,4	8,4	8,5	8,2	8,1	8,1	8,1	8,0	8,0	...
Suriname v/	12,0	12,3	12,6	13,5	14,7	14,2	14,4	14,4	14,3	14,3 b/
Trinidad y Tabago q/	7,5	7,5	8,2	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0

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

a/ Préstamos al sector privado no financiero en moneda nacional a tasa fija y repactable, documentos a sola firma hasta 89 días de plazo.

b/ Datos al mes de mayo.

c/ Tasa nominal en moneda nacional para operaciones a 60-91 días.

d/ Tasa de interés sobre el crédito personal total para persona físicas.

e/ Operaciones no reajustables, tasas activas 90-360 días.

f/ Promedio ponderado de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería para los días hábiles del mes.

g/ Promedio ponderado de las tasas activas en moneda nacional.

h/ Tasa de interés activa efectiva referencial para el segmento comercial corporativo.

i/ Tasa básica activa hasta un año.

j/ Promedio de las tasas mínimas y máximas de préstamos.

k/ Promedio de la tasa de interés por límite de crédito de tarjetas de crédito de la banca múltiple y la tasa del CAT (Costo Anual Total).

l/ Datos al mes de abril.

m/ Promedio ponderado de las tasas activas de corto plazo del sistema, en moneda nacional.

n/ Tasa de interés al crédito de comercio a un año.

o/ Tasa de préstamos comerciales en moneda nacional.

p/ Tasa activa de mercado, promedio de las operaciones realizadas en los últimos 30 días hábiles.

q/ Crédito a empresas a 30-367 días.

r/ Tasa de operaciones activas, promedio de los seis principales bancos comerciales.

s/ Promedio ponderado de las tasas de préstamos.

t/ Promedio ponderado de las tasas de interés sobre préstamos y sobregiros.

u/ Promedio ponderado de las tasas sobre préstamos personales, comerciales, construcciones residenciales y otros.

v/ Promedio de las tasas de préstamo.

Cuadro A-32
América Latina y el Caribe: precios al consumidor
 (Variación porcentual en 12 meses)

	2013	2014	2015	2016	2017				2018	
					Marzo	Junio	Sept.	Dic.	Marzo	Junio
América Latina y el Caribe a/	7,5	9,4	16,5	...	...	...	...	...	...	...
América Latina y el Caribe b/	5,0	6,3	7,9	7,3	6,6	5,3	5,4	5,7	5,0	5,9
América Latina										
Argentina	10,9	23,9	27,5	38,5	31,9	21,9	24,2	25,0	25,6	29,5
Bolivia (Estado Plurinacional de)	6,5	5,2	3,0	4,0	3,3	1,8	3,6	2,7	2,7	3,2
Brasil	5,9	6,4	10,7	6,3	4,6	3,0	2,5	2,9	2,7	4,4
Chile	3,0	4,6	4,4	2,7	2,7	1,7	1,4	2,3	1,8	2,5
Colombia	1,9	3,7	6,8	5,7	4,7	4,0	4,0	4,2	3,1	3,2
Costa Rica	3,7	5,1	-0,8	0,8	1,6	1,8	1,6	2,6	2,6	2,1
Cuba c/	0,0	2,1	2,4	-3,0	-2,7	-0,3	-0,5	0,6	1,6	1,7
Ecuador	2,7	3,7	3,4	1,1	1,0	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,7
El Salvador	0,8	0,5	1,0	-0,9	0,5	0,9	1,6	2,0	0,9	0,9
Guatemala	4,4	2,9	3,1	4,2	4,0	4,4	4,4	5,7	4,1	3,8
Haití	3,4	6,4	12,5	14,3	14,3	15,8	15,3	13,3	12,9	13,0
Honduras	4,9	5,8	2,4	3,3	3,9	3,7	3,7	4,7	4,4	4,2
México	4,0	4,1	2,1	3,4	5,4	6,3	6,3	6,8	5,0	4,7
Nicaragua	5,4	6,4	2,9	3,1	3,2	3,2	4,3	5,8	5,0	5,6
Panamá	3,7	1,0	0,3	1,5	1,5	0,7	0,8	0,5	0,6	1,2
Paraguay	3,7	4,2	3,1	3,9	2,8	2,9	4,2	4,5	4,1	4,4
Perú	2,9	3,2	4,4	3,2	4,0	2,7	2,9	1,4	0,4	1,4
República Dominicana	3,9	1,6	2,3	1,7	3,1	2,6	3,8	4,2	3,9	4,6
Uruguay	8,5	8,3	9,4	8,1	6,7	5,3	5,8	6,6	6,7	8,1
Venezuela (República Bolivariana de)	56,2	68,5	180,9	...	...	...	...	...	...	...
El Caribe										
Antigua y Barbuda	1,1	1,3	0,9	-1,1	2,3	2,9	2,8	2,4	0,3	...
Bahamas	0,8	0,2	2,0	0,8	2,7	1,2	0,9	1,8	0,5	...
Barbados	1,1	2,3	-2,3	3,8	4,9	2,8	4,4	6,6	6,2	6,2 d/
Belice	1,6	-0,2	-0,6	1,1	2,3	0,6	0,7	1,0	-0,6	-0,6 e/
Dominica	-0,4	0,5	-0,5	0,6	1,3	0,4	0,3	0,6	0,7	0,7 d/
Granada	-1,2	-0,6	1,1	0,9	1,5	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4 d/
Guyana	0,9	1,2	-1,8	1,4	2,5	1,5	1,9	1,5	0,6	0,6 e/
Jamaica	9,7	6,2	3,7	1,7	4,1	4,4	4,6	5,2	3,9	3,9
Saint Kitts y Nevis	0,6	-0,5	-2,4	0,0	0,5	0,4	0,5	0,8	-0,1	-0,1 d/
San Vicente y las Granadinas	0,0	0,1	-2,1	1,0	1,4	1,5	1,9	3,0	3,1	3,1 d/
Santa Lucía	-0,7	3,7	-2,6	-2,8	-0,4	1,0	0,0	2,0	1,9	1,9 d/
Suriname	0,6	3,9	25,2	49,2	41,8	19,8	11,7	9,3	8,7	8,7 d/
Trinidad y Tabago	5,6	8,5	1,5	3,1	2,7	1,5	1,2	1,3	0,8	0,8 e/

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

a/ Promedio ponderado.

b/ Promedio ponderado, (no se incluye Venezuela (República Bolivariana de)).

c/ Se refiere a los mercados en moneda nacional.

d/ Datos al mes de abril.

e/ Datos al mes de mayo.

Cuadro A-33
América Latina y el Caribe: balances fiscales
 (En porcentajes del PIB)

	Resultado primario				Resultado global			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
América Latina y el Caribe a/	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-2,7	-2,7	-2,8	-2,6
América Latina b/	-1,0	-0,9	-0,9	-0,8	-2,8	-2,9	-3,0	-2,9
Argentina	-2,3	-1,9	-2,1	-3,0	-4,2	-3,7	-5,8	-6,0
Bolivia (Estado Plurinacional de) c/	-1,7	-3,6	-2,4	...	-2,5	-4,5	-3,0	...
Brasil	-0,3	-1,9	-2,5	-1,8	-5,0	-9,1	-7,6	-7,7
Chile	-1,0	-1,5	-2,0	-1,9	-1,6	-2,1	-2,7	-2,8
Colombia	-0,4	-0,8	-1,6	-1,1	-2,4	-3,0	-4,1	-3,7
Costa Rica	-3,1	-3,0	-2,4	-3,1	-5,6	-5,7	-5,3	-6,2
Cuba	...	...	...	...	0,6	-0,4	...	...
Ecuador	-4,9	-2,1	-3,7	-3,6	-6,3	-3,8	-5,6	-6,0
El Salvador	0,9	1,5	1,9	3,0	-1,7	-1,2	-0,9	-0,1
Guatemala	-0,4	-0,1	0,4	0,1	-1,9	-1,5	-1,1	-1,3
Haití d/	-0,5	0,3	0,9	0,7	-0,9	0,1	0,6	0,4
Honduras	-2,1	-0,6	-0,3	-0,2	-4,3	-3,1	-2,8	-2,8
México e/	-1,2	-1,2	-0,2	1,2	-3,1	-3,4	-2,5	-1,1
Nicaragua	0,5	0,3	0,4	0,5	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6
Panamá	-2,2	-2,0	-2,1	-1,2	-3,9	-3,7	-3,8	-2,9
Paraguay	-0,6	-0,9	-0,5	-0,5	-0,9	-1,3	-1,1	-1,1
Perú	0,8	-1,1	-1,2	-1,8	-0,2	-2,1	-2,3	-3,0
República Dominicana	-0,1	0,3	0,5	0,0	-2,5	-2,4	-2,4	-2,4
Uruguay	0,0	-0,5	-1,0	-0,3	-2,3	-2,8	-3,7	-3,0
Venezuela (República Bolivariana de)	1,1	-0,2	...	...	-1,9	-1,4	...	...
El Caribe f/	0,7	0,8	1,0	1,1	-2,6	-2,5	-2,4	-2,1
Antigua y Barbuda	-0,1	4,5	2,3	0,1	-2,7	2,2	-0,4	-2,3
Bahamas g/	-1,3	-0,3	-3,3	-0,3	-3,2	-2,6	-5,5	-2,5
Barbados h/ i/	-0,6	-2,1	2,4	3,9	-7,6	-9,4	-5,8	-4,2
Belice h/	-1,3	-4,7	-1,8	1,8	-3,8	-7,2	-4,2	-1,0
Dominica	0,1	0,0	34,1	-4,3	-1,7	-1,8	32,4	-5,8
Granada	-1,2	2,1	4,7	5,8	-4,7	-1,2	1,8	3,2
Guyana	-4,5	-0,4	-3,6	-3,6	-5,5	-1,4	-4,5	-4,7
Jamaica h/	7,6	7,3	8,0	7,8	-0,5	-0,3	0,1	0,5
Saint Kitts y Nevis	13,9	8,2	6,2	3,6	10,5	6,2	4,6	2,0
San Vicente y las Granadinas	0,3	0,9	4,3	1,9	-2,1	-1,3	2,2	-0,3
Santa Lucía	0,2	1,3	2,8	2,8	-3,3	-2,1	-0,5	0,3
Suriname d/	-3,8	-8,2	-7,3	-4,8	-5,9	-10,6	-10,8	-8,0
Trinidad y Tabago j/	-0,8	0,5	-2,8	-5,4	-2,5	-1,7	-5,4	-8,4

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

a/ Promedios simples de los 29 países informados. La cobertura corresponde al gobierno central.

b/ Promedios simples de 17 países (no se incluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba ni Venezuela (República Bolivariana de).

c/ Gobierno general.

d/ Incluye discrepancia estadística.

e/ Sector público federal.

f/ Promedios simples de 12 países (no se incluye Dominica).

g/ Años fiscales, del primero de julio al 30 de junio.

h/ Años fiscales, del primero de abril al 31 de marzo.

i/ Sector público no financiero.

j/ Años fiscales, del primero de octubre al 30 de septiembre.

Cuadro A-34
América Latina y el Caribe: composición de los ingresos tributarios
(En porcentajes del PIB)

	Ingresos tributarios		Contribuciones a la seguridad social		Impuestos directos		Impuestos indirectos		Otros impuestos	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
América Latina y el Caribe a/	22,4	22,2	3,5	3,5	6,7	6,7	11,6	11,5	0,6	0,5
América Latina a/	21,4	21,0	4,0	3,9	6,7	6,6	10,2	9,9	0,6	0,6
Argentina	30,8	30,3	6,8	6,9	8,3	8,5	14,1	14,2	1,6	0,7
Bolivia (Estado Plurinacional de)	31,1	28,2	6,3	5,7	9,3	8,3	14,3	13,1	1,2	1,1
Brasil	32,2	32,2	8,4	8,6	10,2	9,6	12,7	13,4	0,9	0,6
Chile	20,2	20,1	1,4	1,4	7,7	7,9	10,9	10,9	0,1	-0,2
Colombia	19,9	20,8	2,5	3,0	8,9	8,7	7,6	8,1	0,9	1,0
Costa Rica	23,6	22,4	8,9	7,7	6,0	6,2	8,7	8,4	0,0	0,1
Cuba	41,5	44,0	5,2	5,5	11,4	12,1	22,2	23,5	2,7	2,9
Ecuador	21,2	20,9	4,8	4,6	5,5	4,9	10,5	11,1	0,3	0,3
El Salvador	19,7	20,1	2,2	2,3	7,0	7,1	9,5	9,6	0,9	1,1
Guatemala	12,6	12,4	2,1	2,1	4,1	3,9	6,3	6,4	0,1	0,1
Haití b/	14,5	14,3	0,7	0,7	3,2	3,7	8,6	7,9	1,9	2,0
Honduras	21,6	21,8	3,2	3,3	6,5	6,7	11,9	11,7	0,0	0,1
México	16,6	16,0	2,2	2,1	7,8	7,9	6,4	5,8	0,2	0,2
Nicaragua	22,6	23,1	5,6	5,8	6,6	6,9	9,6	9,7	0,8	0,8
Panamá	15,8	15,2	5,8	5,8	5,2	5,0	4,8	4,4	0,1	0,1
Paraguay c/	13,0	13,6	3,5	3,6	2,1	2,3	6,9	7,4	0,6	0,2
Perú	16,0	15,3	2,0	2,0	6,6	6,2	7,2	6,9	0,3	0,2
República Dominicana	13,6	13,9	0,0	0,1	4,7	4,9	8,9	8,9	0,0	0,0
Uruguay	27,4	28,7	7,5	7,7	8,6	9,5	11,4	11,4	0,0	0,0
Venezuela (República Bolivariana de)	14,9	6,7	0,2	0,0	3,8	1,5	10,8	5,1	0,1	0,0
El Caribe a/	23,8	24,0	2,8	2,9	6,7	6,8	13,8	13,9	0,5	0,4
Antigua y Barbuda	19,0	18,3	2,8	2,8	2,4	2,3	12,8	12,0	1,1	1,2
Bahamas d/	16,3	17,4	2,2	2,3	0,9	1,0	12,4	13,2	0,8	0,9
Barbados e/	33,7	34,6	6,1	5,9	10,0	9,9	16,7	18,2	0,8	0,5
Belice e/	27,6	28,2	2,2	2,3	7,3	7,2	18,1	18,7	0,0	0,0
Dominica	25,8	25,1	3,4	3,7	4,8	4,7	17,5	16,7	0,0	0,0
Granada	24,7	25,3	3,0	3,1	5,3	5,5	16,0	16,6	0,3	0,2
Guyana	24,4	26,2	2,7	2,8	9,2	9,8	12,5	13,6	0,0	0,0
Jamaica e/	27,1	28,0	1,1	1,1	9,1	8,6	16,0	17,4	0,9	0,9
Saint Kitts y Nevis	23,8	23,5	3,9	4,0	5,4	5,8	12,9	12,6	1,5	1,0
San Vicente y las Granadinas	27,1	27,0	3,0	3,2	9,7	9,7	14,4	14,1	0,0	0,0
Santa Lucía	24,0	23,7	2,5	2,5	5,8	5,8	15,3	15,2	0,3	0,3
Suriname	13,2	13,2	0,8	0,6	5,8	6,6	6,6	6,0	0,0	0,0
Trinidad y Tabago b/	22,8	21,4	2,9	2,8	11,9	11,3	7,9	7,0	0,2	0,2

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

a/ Promedios simples.

b/ Años fiscales, del primero de octubre al 30 de septiembre.

c/ No incluye la recaudación tributaria de los gobiernos subnacionales.

d/ Años fiscales, del primero de julio al 30 de junio.

e/ Años fiscales, del primero de abril al 31 de marzo.

Cuadro A-35
América Latina y el Caribe: ingresos y gastos públicos
(En porcentajes del PIB)

	Ingreso total		Gasto total		Gastos corrientes		Pagos de intereses		Gastos de capital	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
América Latina y el Caribe a/	21,5	21,2	24,2	23,7	20,5	20,4	2,6	2,6	3,7	3,4
América Latina b/	18,0	17,9	21,0	20,8	17,4	17,4	2,1	2,2	3,6	3,4
Argentina	20,3	18,3	26,0	24,3	23,9	22,4	3,6	3,0	2,1	1,9
Bolivia (Estado Plurinacional de) c/	31,3	...	34,3	...	22,1	...	0,6	...	12,1	...
Brasil	21,0	21,1	28,6	28,8	27,2	27,8	5,2	5,9	1,4	1,0
Chile	20,8	21,0	23,5	23,7	19,6	20,1	0,7	0,8	3,9	3,6
Colombia	15,0	15,8	19,1	19,5	16,8	17,3	2,5	2,6	2,3	2,1
Costa Rica	14,7	14,5	20,0	20,7	18,1	18,7	2,8	3,1	1,8	2,0
Cuba	...	...	...	...	...	...	...	...	4,1	...
Ecuador	18,8	17,6	24,4	23,6	14,7	15,2	2,0	2,4	9,7	8,4
El Salvador	18,3	19,3	19,2	19,3	16,3	16,6	2,8	3,1	3,0	2,8
Guatemala	11,0	10,8	12,1	12,1	10,0	9,9	1,5	1,4	2,1	2,2
Haití d/	14,4	13,8	13,2	12,7	11,9	11,6	0,3	0,3	1,2	1,1
Honduras	20,2	20,7	23,0	23,4	17,9	18,0	2,4	2,6	5,1	5,4
México e/	24,1	22,7	26,6	23,8	20,7	20,1	2,2	2,3	5,9	3,6
Nicaragua	18,6	18,7	19,2	19,3	14,6	14,5	1,0	1,1	4,5	4,8
Panamá	13,4	13,9	17,2	16,9	10,7	10,9	1,7	1,7	6,5	6,0
Paraguay	13,9	14,2	15,0	15,3	11,7	11,7	0,6	0,6	3,2	3,6
Perú	19,1	18,6	21,4	21,6	16,6	16,8	1,1	1,1	4,7	4,8
República Dominicana	14,6	14,9	17,1	17,3	14,3	13,8	2,9	2,4	2,8	3,5
Uruguay	27,8	29,0	31,5	32,0	30,1	30,6	2,7	2,7	1,4	1,3
Venezuela (República Bolivariana de)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
El Caribe f/	26,5	25,7	28,7	27,8	24,8	24,5	3,2	3,2	3,9	3,3
Antigua y Barbuda	24,1	19,5	24,5	21,8	20,6	20,3	2,6	2,4	3,9	1,5
Bahamas g/	17,0	16,2	22,5	18,7	19,3	16,8	2,2	2,2	3,2	1,8
Barbados h/ i/	30,4	31,0	36,2	35,2	33,7	33,5	8,2	8,1	2,5	1,7
Belice h/	28,9	29,5	33,1	30,4	26,2	26,9	2,5	2,8	7,0	3,5
Dominica	67,8	40,5	35,4	46,3	25,2	29,3	1,7	1,5	10,2	17,0
Granada	26,4	25,8	24,5	22,6	19,8	19,9	2,9	2,6	4,7	2,7
Guyana	26,5	28,4	31,0	33,1	24,3	25,2	1,0	1,1	6,7	7,9
Jamaica h/	28,7	30,4	28,6	29,9	26,2	27,4	7,9	7,3	2,4	2,5
Saint Kitts y Nevis	34,8	33,0	30,3	31,0	27,0	25,6	1,6	1,6	3,3	5,4
San Vicente y las Granadinas	30,9	29,0	28,7	29,3	24,9	26,1	2,1	2,3	3,8	3,3
Santa Lucía	23,0	23,3	23,6	22,9	20,4	19,7	3,3	2,5	3,2	3,2
Suriname d/	16,7	17,4	25,8	24,7	23,1	21,3	1,8	2,5	2,7	3,3
Trinidad y Tabago j/	30,2	25,3	35,6	33,7	32,6	31,3	2,5	3,0	3,0	2,4

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

a/ Promedios simples de los 29 países informados. La cobertura corresponde al gobierno central.

b/ Promedios simples de 17 países (no se incluye Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba y Venezuela (República Bolivariana de)).

c/ Gobierno general.

d/ Incluye discrepancia estadística.

e/ Sector público federal.

f/ Promedios simples de 12 países (no se incluye Dominica).

Cuadro A-36
América Latina y el Caribe: deuda pública bruta del sector público no financiero
(En porcentajes del PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
América Latina y el Caribe a/	50,0	51,3	52,7	53,7	54,4	55,5	56,3	56,8
América Latina a/	30,0	31,7	32,9	34,2	35,8	38,6	40,8	42,1
Argentina b/	43,5	38,9	40,4	43,5	44,7	53,5	53,3	57,1
Bolivia (Estado Plurinacional de) c/	34,6	33,7	31,3	30,4	30,0	31,6	34,1	37,2
Brasil d/	52,0	50,8	55,2	56,7	58,9	66,5	70,0	74,0
Chile	8,6	17,7	18,9	20,5	24,1	27,6	30,7	32,8
Colombia	38,7	43,1	40,7	43,1	46,0	50,1	54,9	54,4
Costa Rica	28,4	37,2	41,5	44,1	46,9	49,2	53,0	58,9
Ecuador	11,5	13,1	12,9	14,7	18,4	21,5	27,2	31,6
El Salvador	49,4	50,3	53,3	51,3	51,9	52,8	53,4	52,6
Guatemala	24,0	23,9	24,5	24,7	24,5	24,3	24,1	23,9
Haití e/ f/	22,8	23,9	28,0	30,5	35,1	39,7	40,8	36,6
Honduras	30,4	32,5	34,7	43,1	43,6	43,0	46,8	48,8
México g/	27,0	34,1	33,9	36,8	40,1	44,2	49,4	47,2
Nicaragua	33,2	32,6	32,0	31,5	30,7	30,4	32,0	34,5
Panamá	39,6	37,3	35,7	34,9	36,5	37,3	37,5	37,8
Paraguay	9,1	8,1	10,7	10,8	13,5	15,1	17,3	18,2
Perú	20,7	22,0	20,4	19,4	19,8	20,9	22,7	22,6
República Dominicana	27,2	28,5	32,2	37,4	36,0	35,1	37,0	38,9
Uruguay	39,9	43,4	45,7	41,5	44,6	52,2	50,2	51,6
Venezuela (República Bolivariana de) f/	29,0	25,1	27,5	32,9	28,5	31,7	...	...
El Caribe h/	77,7	78,3	80,1	80,8	80,1	78,9	77,8	77,0
Antigua y Barbuda	84,0	92,2	86,8	100,1	97,8	85,1	80,6	79,0
Bahamas	54,3	55,3	59,6	65,6	72,9	75,3	79,3	79,7
Barbados	88,1	89,8	91,0	100,2	106,1	106,7	101,4	96,2
Belice	72,3	70,7	72,8	78,5	75,6	78,8	84,8	92,2
Dominica	69,0	67,5	77,6	77,3	77,6	74,9	67,7	69,1
Granada	93,5	98,7	101,4	103,7	96,9	88,6	80,4	70,1
Guyana	68,0	66,7	63,6	58,1	51,8	48,7	47,3	48,0
Jamaica	131,7	131,4	133,9	135,5	131,8	128,1	122,3	109,7
Saint Kitts y Nevis	145,1	140,1	137,4	99,4	77,5	66,9	63,2	62,6
San Vicente y las Granadinas	67,3	69,9	68,6	71,4	80,6	79,0	83,1	78,9
Santa Lucía	56,8	61,1	67,3	68,5	69,1	66,2	67,0	67,5
Suriname f/	27,5	26,8	27,3	35,6	33,3	52,3	57,5	69,8
Trinidad y Tabago	52,9	48,0	53,2	56,2	70,6	74,4	77,2	78,5

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

a/ Promedios simples (no se incluye Venezuela (República Bolivariana de)).

b/ Sector público nacional.

c/ Incluye la deuda externa del sector público no financiero y la deuda interna del gobierno central.

d/ Gobierno general.

e/ No incluye los compromisos del sector público con los bancos comerciales.

f/ Gobierno central.

g/ Sector público federal.

h/ Promedios simples.

Cuadro A-37
América Latina y el Caribe: deuda pública bruta del gobierno central
(En porcentajes del PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
América Latina y el Caribe a/	45,3	45,9	47,4	48,2	49,0	50,1	50,7	51,3
América Latina a/	30,0	29,4	30,5	31,8	33,2	35,9	37,4	38,8
Argentina b/	43,5	38,9	40,4	43,5	44,7	53,5	53,3	57,1
Bolivia (Estado Plurinacional de)	34,6	34,5	29,1	28,4	27,7	29,5	31,4	34,4
Brasil c/	52,0	50,8	55,2	56,7	58,9	66,5	70,0	74,0
Chile	8,6	11,0	11,9	12,8	14,9	17,4	21,3	23,6
Colombia	38,7	36,5	34,6	37,2	40,0	43,9	44,3	45,3
Costa Rica	28,4	29,9	34,3	35,9	38,5	41,0	45,0	49,2
Ecuador	11,5	12,1	11,9	13,6	16,3	19,4	24,6	28,3
El Salvador	49,4	47,6	50,9	49,2	49,6	50,2	50,2	49,1
Guatemala	24,0	23,7	24,3	24,6	24,3	24,2	24,0	23,8
Haití d/	22,8	23,9	28,0	30,5	35,1	39,7	40,8	36,6
Honduras	30,4	32,5	34,4	43,1	44,4	44,6	45,5	47,7
México	27,0	27,3	27,8	29,8	31,7	34,1	37,1	35,4
Nicaragua	33,2	31,8	31,2	30,8	30,2	29,9	30,6	34,1
Panamá	39,6	36,7	35,2	34,4	36,2	36,9	37,1	37,6
Paraguay	9,1	6,9	9,5	9,7	12,1	13,3	15,1	15,8
Perú	20,7	18,4	18,2	17,2	18,0	19,7	21,6	21,2
República Dominicana	27,2	28,3	31,5	37,2	35,9	34,4	36,2	38,0
Uruguay	39,9	38,4	40,2	36,9	39,2	47,2	46,1	47,8
Venezuela (República Bolivariana de)	29,0	25,1	27,5	32,9	28,5	31,7	...	...
El Caribe e/	66,5	68,7	70,7	71,0	71,0	69,9	69,1	68,6
Antigua y Barbuda	74,2	77,1	72,2	77,9	82,1	69,6	66,7	65,1
Bahamas	40,7	42,3	45,1	52,6	57,4	56,5	57,5	58,7
Barbados	71,9	78,0	79,0	87,0	92,2	92,7	88,1	83,6
Belice	72,3	70,7	72,8	78,5	75,6	78,4	84,4	91,6
Dominica	56,7	54,6	64,6	64,6	64,8	64,6	56,9	58,0
Granada	84,2	87,8	91,4	94,6	89,6	82,7	76,1	68,9
Guyana f/	68,0	66,7	63,6	58,1	51,8	48,7	47,6	47,1
Jamaica f/	131,7	131,4	133,9	135,5	131,8	128,1	122,3	109,7
Saint Kitts y Nevis	98,1	114,1	108,7	76,9	64,8	53,9	51,4	50,2
San Vicente y las Granadinas	55,5	58,5	61,2	59,1	68,9	67,5	65,9	62,6
Santa Lucía	49,2	54,3	61,6	63,6	65,2	62,9	64,2	66,1
Suriname	27,5	26,8	27,3	35,6	33,3	52,3	57,5	69,8
Trinidad y Tabago	34,1	31,3	38,0	38,5	45,4	50,5	60,0	61,0

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

a/ Promedios simples (no se incluye Venezuela (República Bolivariana de)).

b/ Sector público nacional.

c/ Gobierno general.

d/ No incluye los compromisos del sector público con los bancos comerciales.

e/ Promedios simples.

f/ Sector público.

www.cepal.org



Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)
www.cepal.org