



El trimestre económico

ISSN: 0041-3011

ISSN: 2448-718X

Fondo de Cultura Económica

Abeles, Martín; Pérez Caldentey, Esteban  
Una macroeconomía para el desarrollo. Esbozo de un  
modelo de crecimiento, inversión y distribución del ingreso<sup>1</sup>  
El trimestre económico, vol. LXXXIX, núm. 353, 2022, Enero-Marzo, pp. 111-149  
Fondo de Cultura Económica

DOI: <https://doi.org/10.20430/ete.v89i353.1430>

Disponible en: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=31371587004>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

UAEH  redalyc.org

Sistema de Información Científica Redalyc  
Red de Revistas Científicas de América Latina y el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso  
abierto

Una macroeconomía para el desarrollo.  
Esbozo de un modelo de crecimiento, inversión  
y distribución del ingreso\*

A macroeconomy for development.  
An outline of a model of growth, investment,  
and income distribution

*Martín Abeles  
y Esteban Pérez  
Caldentey\*\**

ABSTRACT

This article analyzes three central themes of macroeconomics for development: growth, investment, and income distribution, by combining the structuralist perspective with a post-Keynesian approach based on the consistent treatment of flows and stocks at the macroeconomic level. Sustained by two central premises of structuralist thought, the theorization of reality, and the fact that the institutional framework and distributive relations determine the macroeconomic behavior of an economy, the article argues that the macroeconomic performance of Latin America and the Caribbean is characterized by three stylized facts: the trend towards stag-

\* Artículo recibido el 1° de noviembre de 2021 y aceptado el 5 de noviembre de 2021. Copyright © Naciones Unidas 2022. Todos los derechos reservados. La autorización para reproducir total o parcialmente este artículo debe solicitarse a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Documentos y Publicaciones, publicaciones.cepal@un.org. Los Estados miembros de las Naciones Unidas y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir este artículo sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a la CEPAL de tal reproducción. Las ideas y los puntos de vista expresados en este artículo son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con los de la CEPAL o *El Trimestre Económico*. Los autores agradecen a Juan Carlos Moreno-Brid y Stephanie Garry por compartir el cálculo de la balanza comercial.

\*\* Martín Abeles, Oficina de la CEPAL en Buenos Aires (correo electrónico: martin.abeles@cepal.org). Esteban Pérez Caldentey, Unidad de Financiamiento para el Desarrollo de la División de Desarrollo Económico, CEPAL (correo electrónico: esteban.perez@cepal.org).

nation in economic growth, increased indebtedness, and high inequality when taking into account its three dimensions (personal and functional income distribution, and wealth distribution). The post-Keynesian approach analyzes macroeconomic behavior based on financial balances for the government sector, the non-financial corporate sector, and the external sector that allow identifying the sectors that promote or discourage economic growth. This approach is superimposed on a classification of countries by production/export and subregional structure.

*Keywords:* Growth; investment; income distribution; structuralist and post-Keynesian focus; hydrocarbons exporters; agro-industrial products exporters; metal exporters; financially integrated countries; Central American Isthmus. *JEL codes:* B50, E32, N16, O40.

## RESUMEN

Este artículo analiza tres temas centrales de la macroeconomía para el desarrollo: el crecimiento, la inversión y la distribución del ingreso, lo cual combina la perspectiva estructuralista y un enfoque poskeynesiano basado en el tratamiento consistente en flujos y acervos a escala macroeconómica. De acuerdo con dos premisas centrales del pensamiento estructuralista —la teorización a partir de la realidad y el hecho de que la institucionalidad y las relaciones distributivas determinan el comportamiento macroeconómico de una economía—, el artículo argumenta que el desempeño macroeconómico de América Latina y el Caribe se caracteriza por tres hechos estilizados. Éstos son la tendencia hacia el estancamiento en el crecimiento económico; el aumento del endeudamiento, y la elevada desigualdad al tener en cuenta sus tres dimensiones (las distribuciones personal y funcional del ingreso, y la distribución de la riqueza). El enfoque poskeynesiano analiza el comportamiento macroeconómico en relación con los balances financieros para el sector gobierno, el sector corporativo no financiero y el sector externo, lo que permite identificar aquellos que impulsan o desalientan el crecimiento económico. Este enfoque se superpone sobre una clasificación de países por estructura productiva/exportadora y subregional.

*Palabras clave:* crecimiento; inversión; distribución del ingreso; enfoque estructuralista; enfoque poskeynesiano; exportadores de hidrocarburos; exportadores de productos agroindustriales; exportadores de metales; países financieramente integrados; Istmo centroamericano. *Códigos JEL:* B50, E32, N16, O40.

## INTRODUCCIÓN

La economía del desarrollo (*development economics*) nació como una disciplina eminentemente macroeconómica. Si, como suele preverse, durante el proceso de desarrollo económico el sistema productivo cambia su estructura, para entender este proceso —sus condiciones de posibilidad, sus implicaciones para las condiciones de vida de la población, sus consecuencias geográficas, etc.— resulta necesario analizar la economía desde una perspectiva agregada, al identificar sus componentes más relevantes —sectores institucionales, sectores económicos, clases sociales— y su lógica de interacción recíproca (Taylor y Arida, 1988; Ros, 2001). Con tal premisa como punto de partida, este artículo desarrolla un marco de análisis para la economía del desarrollo al combinar la perspectiva estructuralista con un enfoque poskeynesiano basado en el tratamiento consistente en flujos y acervos a nivel macroeconómico.

Desde sus inicios el enfoque estructuralista propuso, en contraposición a la perspectiva axiomática-deductiva de la corriente dominante (*mainstream*), una teorización basada en la realidad. A partir de los procesos históricos empíricos, esta perspectiva le permitió informar —y, en cierta medida, dar legitimidad— a las políticas industriales y macroeconómicas adoptadas en varios países de la región, sobre todo en los de mayor porte.<sup>1</sup> Con el objetivo de integrar de manera consistente la dimensión histórica e institucional, el análisis estructuralista debe incorporar las distintas dimensiones que inciden en la dinámica socioeconómica, las cuales incluyen no sólo las estructuras económicas sino también las sociales, las políticas y las culturales. De esta manera, las instituciones, el modo de inserción en la economía global, las relaciones distributivas en los distintos sectores productivos y sociales y entre ellos, y la estructura productiva desempeñan papeles que resultan esenciales en la determinación de la dinámica macroeconómica de una sociedad.

Se toman como fundamento estas consideraciones, de esta manera el artículo aporta claves para comprender la emergencia de tres hechos estilizados que caracterizan el desempeño macroeconómico de América Latina

<sup>1</sup> La teorización a partir de la realidad fue parte de una postura metodológica denominada el método histórico-estructural (Sunkel y Paz, 1970; Rodríguez, 2006).

y el Caribe de los últimos años: la tendencia hacia el estancamiento en el crecimiento económico, el aumento del endeudamiento y la persistencia de una elevada desigualdad.<sup>2</sup> Para ello resulta útil combinar el enfoque estructuralista con el punto de vista poskeynesiano. Este último permite analizar el comportamiento macroeconómico con base en los balances financieros de los distintos sectores institucionales (el gobierno, el corporativo no financiero y el externo), lo que hace posible identificar aquellos que impulsan o desalientan la demanda agregada y, por ende, el crecimiento económico en distintos contextos históricos.

Este enfoque se aplica a una clasificación de países por estructura institucional y subregional y productiva/exportadora, la cual distingue tres categorías de esta última: los países exportadores de hidrocarburos (Bolivia, Ecuador, Colombia y Venezuela); los exportadores de productos agroindustriales (Argentina, Paraguay y Uruguay), y los exportadores de metales (Chile y Perú). También se identifican los países financieramente más integrados al mercado de capitales global (Chile, Colombia, Perú y México); asimismo, se consideran las agrupaciones de países por subregión (América del Sur e Istmo centroamericano).

El análisis muestra que a lo largo del periodo analizado (1990-2020) el principal sector de estímulo a la demanda agregada ha sido el gobierno. Tradicionalmente, el sector externo ha tenido una posición deficitaria, a excepción del periodo 2002-2007/2008, que corresponde al auge en el precio de las materias primas, cuando el aumento de los términos de intercambio y, en menor medida, el crecimiento de las remesas permitieron al sector externo registrar un resultado positivo, lo que relajó la restricción externa que históricamente limitó el crecimiento de la región.

El balance del sector corporativo no financiero impulsó la demanda agregada en la década de los noventa; esto probablemente reflejó la recuperación luego de la década pérdida de los ochenta. Durante el resto del periodo el gasto del sector corporativo no financiero ha crecido por debajo de su capacidad de contribuir a la expansión de la demanda agregada. Así, pese a que durante el superciclo de las materias primas la tasa de inversión se expandió

<sup>2</sup> Al referirse a la desigualdad, el artículo considera sus tres dimensiones relevantes: la distribución personal del ingreso, la distribución funcional del ingreso y la distribución de la riqueza.

para las distintas agrupaciones de países consideradas, el aumento podría haber sido mayor.

El enfoque de los balances financieros permite integrar dos dimensiones adicionales al análisis. La primera se refiere a la acumulación o desacumulación de acervos. Las posiciones deficitarias (superavitarias) necesariamente se traducen en el aumento (disminución) del endeudamiento del sector institucional en cuestión. Esta relación permite vincular la estructura productiva con el análisis de la vulnerabilidad y la fragilidad financiera de los distintos sectores institucionales considerados.

La segunda es la dimensión institucional. Un hecho paradójico que destaca después de la crisis global financiera de 2008-2009 es la acumulación de deuda por parte del sector corporativo no financiero en un contexto de superávit en los balances financieros y de tendencia al retroceso de la tasa de inversión en los países de la región. La evidencia empírica que permite explicar esta aparente paradoja es el uso del endeudamiento con motivos financieros (arbitraje o cobertura), más que para el gasto en inversión. Esta dinámica pone en duda la virtud de las reformas institucionales instrumentadas en las últimas décadas en los países de América Latina y el Caribe, tendientes a integrar las economías de la región en los mercados financieros internacionales, toda vez que el mayor acceso del sector privado vernáculo al crédito internacional no se tradujo —como alegaba el llamado Consenso de Washington— en mayores tasas de inversión y crecimiento, pero sí en un creciente endeudamiento que limita las posibilidades de acumulación futuras.

El artículo postula además que la distribución funcional del ingreso puede determinar la distribución personal del ingreso (véase el apéndice para una demostración formal).

Este artículo se divide en ocho secciones, incluyendo ésta. Luego de la introducción, la sección I analiza el desempeño económico de América Latina y el Caribe centrándose en los tres hechos estilizados mencionados: la tendencia al estancamiento económico, el creciente endeudamiento y la persistencia de la desigualdad. La sección II presenta el marco de análisis que consiste en combinar el enfoque de balances financieros con la estructura productiva. Las secciones III y IV analizan los balances del sector externo y del sector corporativo no financieros. La sección V examina las razones del endeudamiento del sector corporativo no financiero. La sección VI aborda el problema del gasto del gobierno y el espacio fiscal. La última sección presenta las reflexiones finales.

## I. ESTANCAMIENTO ECONÓMICO, ENDEUDAMIENTO Y DESIGUALDAD

### 1. *La baja tendencia del crecimiento económico*

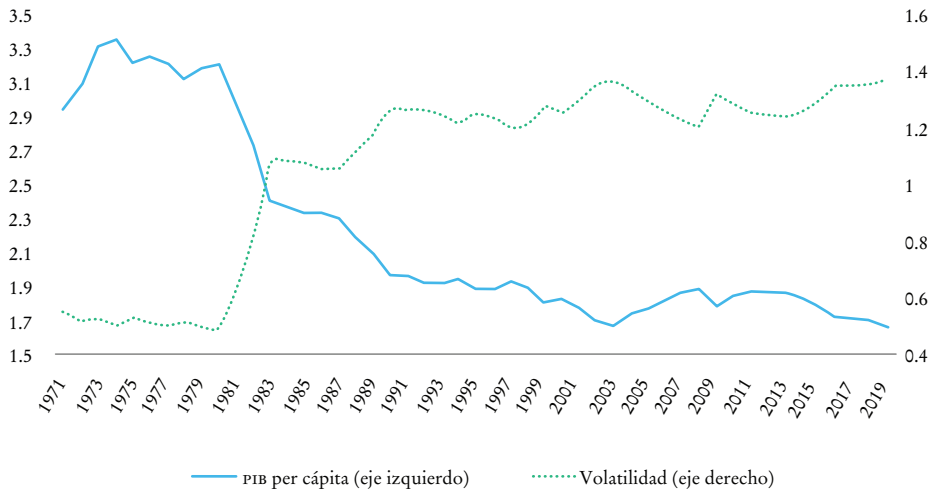
El análisis del desempeño económico de América Latina y el Caribe muestra una baja tendencial de la tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) per cápita a partir de la crisis de la deuda externa (1980-1983) y un virtual estancamiento desde la puesta en práctica de las políticas asociadas con el Consenso de Washington en la década de los noventa. Esto implica que, a diferencia de la percepción general, la tasa de crecimiento promedio de la década perdida fue superior a la de cualquier otra década posterior. Esta pérdida sostenida en el dinamismo económico ha venido acompañada, además, de un aumento en su volatilidad (gráfica 1). Esto último resulta consistente con la creciente dependencia financiera externa de los países de la región y la consiguiente mayor exposición a los vaivenes de los mercados internacionales de crédito.

Este comportamiento no sólo refleja la creciente influencia del ciclo financiero global en la región, sino que a su vez revela una de las características centrales del ciclo económico en América Latina y el Caribe, a saber: que los periodos de auge en el ciclo económico no han podido compensar plenamente las caídas del PIB registradas en las fases contractivas. Tal patrón asimétrico es el que explica esta tendencia. Así, por ejemplo, el periodo asociado con el superciclo de las materias primas —durante el cual la región registró la mayor tasa de crecimiento del PIB en más de cuatro décadas— parece haber tenido sólo un efecto temporario en el crecimiento sin cambiar su tendencia a la baja.<sup>3</sup>

Esta trayectoria del PIB per cápita se relaciona con la evolución de los dos principales componentes de la demanda agregada: la formación bruta de capital fijo y las exportaciones de bienes y servicios. Las tasas de crecimiento tendencial de ambas pasaron, respectivamente, de 4.2 y 6.3% para el periodo 1980-1990 a 3.4 y 5.2% para 2010-2020 (3.5 y 5.3% si se excluye el impacto de la crisis de Covid-19, lo que implica que éste no tuvo un efecto importante en la tendencia). La evidencia muestra también coeficientes de correlación positivos y estadísticamente significativos entre la tasa de variación

<sup>3</sup> El superciclo de las materias primas incluye el periodo aproximado entre 2002 y 2007.

GRÁFICA 1. *América Latina y el Caribe.*  
*Evolución del PIB per cápita*  
*y volatilidad tendencial, 1971-2019<sup>a</sup>*



<sup>a</sup> La tendencia se calcula a partir de una muestra de 10 años al añadir secuencialmente un año y calcular los promedios respectivos por década.

FUENTE: elaboración propia con base en los Indicadores de Desarrollo Global (Banco Mundial, 2021).

cíclica del PIB per cápita, la formación bruta de capital fijo y las exportaciones de bienes y servicios.

Estos resultados se reproducen a nivel de país y para las distintas clasificaciones de países por estructura productiva y exportadora (países exportadores de hidrocarburos, de productos agroindustriales, de metales y países financieramente integrados), así como por agrupación regional (países del Istmo americano).<sup>4</sup> Los coeficientes de correlación estadísticamente significativos reflejan, como es el caso, la existencia de una relación de largo plazo (por ejemplo, relación de cointegración) con base en datos trimestrales a partir de la década de los noventa.

Esta relación de largo plazo no debería analizarse con independencia de la dinámica de más corto plazo que muestran ambas variables. En este sentido, un análisis del ciclo económico clásico muestra, como es de esperar, que la formación bruta de capital fijo tiene ciclos con mayores periodicidad e

<sup>4</sup>Una clasificación similar es utilizada en Abeles y Valdecantos (2016).



intensidad (a la baja) que los del PIB. Con base en datos anuales para el periodo de 1980 a 2020, la evidencia muestra que la duración total del ciclo del PIB es en promedio 12.6 años, mientras que la de la inversión promedia 6.3 años. La amplitud del ciclo del PIB en la fase contractiva se estima en 1.7% para el PIB y en 14.1% para la inversión. En la fase expansiva la amplitud del ciclo se cifra en 32.1 y en 25.1%, para el PIB y la inversión, respectivamente.<sup>5</sup>

Esta evidencia empírica apunta a una relación causal entre la formación bruta de capital fijo y el PIB, como lo confirman los test de causalidad de Granger. Ésta puede tomar dos formas, ya sea que la inversión cause el PIB o viceversa. En el primer caso opera el efecto multiplicador y en el segundo, el efecto acelerador.

En su esencia el efecto multiplicador sostiene que el gasto en inversión antecede lógicamente y genera mediante su impacto en el ingreso un volumen de ahorro suficiente para “financiar” el gasto en inversión inicial. Estos resultados del funcionamiento del multiplicador no ocurren de manera instantánea. Por el contrario, son el producto de un proceso dinámico de gasto secuencial y sólo se cumplen al final de dicho proceso.<sup>6</sup> La magnitud del multiplicador depende, en esencia, de tres factores: 1) el grado de dependencia de una economía respecto del resto del mundo, reflejada en la propensión marginal a importar; 2) la distribución del ingreso, que determina en parte la propensión marginal a consumir, y 3) la presión tributaria. A fin de fijar ideas de manera más precisa, el multiplicador se expresa formalmente como:

$$m = 1/(s_p + \zeta + \tau) \quad (1)$$

En esta ecuación se tiene que:  $s_p = (1 - \alpha) + s_w \alpha$ , donde  $s_p$  es la propensión media a ahorrar;  $\alpha$  representa la participación de la masa salarial en el PIB;  $s_w$  corresponde a la propensión a ahorrar de los ingresos salariales;  $\zeta$  equivale a la propensión media a importar;  $\tau$  es la presión tributaria media. Se supone, con el fin de facilitar la exposición, que el sector capitalista ahorra todo su ingreso.<sup>7</sup> Para un nivel dado de presión tributaria ( $\bar{\tau}$ ), mientras

<sup>5</sup> Estimaciones con base en la metodología de Harding y Pagan (2002) mediante datos anuales del Banco Mundial (2021). La fase expansiva se define por una tasa de crecimiento positiva de una variable y la contractiva por una tasa de crecimiento negativa. La amplitud se refiere a la diferencia del logaritmo de una variable entre el bache y la cima dividido entre el número de ciclos.

<sup>6</sup> Véanse Kalecki (1969, 1971) y Laski (2019).

<sup>7</sup> Para que el razonamiento que sigue se sostenga, basta con que la propensión a ahorrar del sector capitalista sea mayor que la del asalariado.

más dependiente sea una economía del resto del mundo (mientras mayor sea  $\xi$ ) y menor sea la participación salarial en el PIB ( $\alpha$ ), menor será el valor de multiplicador  $y$ , por lo tanto, el impacto de una política fiscal expansiva.

Por su parte, el acelerador se basa en una relación subyacente óptima entre el producto y el acervo de capital, es decir, en la idea de que existe un mecanismo que tiende a que exista un cierto nivel estable de utilización de la capacidad instalada. Si aumenta el producto o su tasa de crecimiento, se requiere un aumento del acervo de capital para recuperar el nivel de utilización “normal”. En su versión más simple, se formula como:

$$K_t^d = vY_t \quad (2)$$

Donde  $K_t^d$  representa el acervo de capital planeado en el tiempo  $t$ ;  $Y_t$  es el producto en el tiempo  $t$ , y  $v$  corresponde a la relación capital-producto. Si se asume que en un periodo 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 (2)  $K_{t+1}^d - K_t^d = v\Delta Y_t$ . De acuerdo con esta formulación, en la que  $v$  es el acelerador (Junankar, 2008), con el fin de que la inversión neta sea positiva, el producto debe crecer. El efecto acelerador explica por qué el ciclo de la inversión tiende a ser más volátil que el del producto.

Según la evidencia presentada, el efecto acelerador tiende a predominar en las economías más grandes de la región y el efecto multiplicador en las más pequeñas. No obstante, ambos mecanismos pueden operar de manera combinada.

Un claro ejemplo es un aumento de los términos de intercambio que se traduce vía exportaciones en un aumento del PIB. Si en vez del PIB se considera el ingreso nacional como la variable macroeconómica relevante, al aumento de las exportaciones habría que añadir el incremento del efecto de los términos de intercambio. El incremento en el ingreso genera una mayor demanda de consumo de bienes finales. Una más grande expectativa de la demanda agregada de bienes de consumo se traduce en un aumento de los planes de inversión (efecto acelerador), lo que genera a su vez un mayor ingreso (efecto multiplicador). Este tipo de interacción explica el impacto (acentuadamente positivo) del superciclo de las materias primas, así como el de la Covid-19 (acentuadamente negativo).

CUADRO 1. Tasas de crecimiento, coeficientes de correlación  
y causalidad para agrupaciones de países  
de América Latina seleccionadas (continúa)

Agrupaciones de países	Tasa de crecimiento <sup>a</sup>							Coeficientes de correlación <sup>b</sup>	Causalidad <sup>d</sup>
	Variables	1960- 1970	1970- 1980	1980- 1990	1990- 2000	2000- 2010	2010- 2019	1990-2021	1990-2021
Países exportadores de hidrocarburos									
Bolivia	PIB	5.8	3.6	0.6	3.6	4	3.5	PIB,I = 0.46* PIB,X = 0.45* X,I = 0.02	PIB → I* PIB → X**
	I	...	10	-0.5	2.4	5.3	0.6		
	X	6.6	9.9	6.4	2.1	7.1	2.7		
Colombia	PIB	5.2	5.2	3.3	2.6	4.3	2.6	PIB,I = 0.87* PIB,X = 0.07 X,I = 0.69*	PIB → X** I → X*
	I	11.6	5.9	2.8	1.4	9.3	2.3		
	X	3.5	5.5	6.4	7	4.3	1.2		
Ecuador	PIB	4.2	6.8	2.8	2.2	4.5	1.7	PIB,I = 0.90* PIB,X = 0.54* X,I = 0.38*	...
	I	3.7	6.7	-1.9	0.5	9	2.2		
	X	2.3	20	4.2	5.7	3.6	2.2		
Países exportadores de productos agroindustriales									
Argentina	PIB	4	2.1	0.2	3.4	3.9	-0.6	PIB,I = 0.87* PIB,X = 0.61* X,I = 0.88*	I → PIB* X → PIB* I → X*
	I	5	3.8	-5.7	6.7	7	0.7		
	X	6.7	5.2	4.5	7.9	5	....		
Paraguay	PIB	5	9	4.1	2.1	3.8	3.1	PIB,I = 0.78* PIB,X = 0.71* X,I = 0.55*	...
	I	16.1	7	-0.6	23.9	8.1	10		
	X	9.9	6.5	4.6	6	8.4	2.8		
Uruguay	PIB	1.1	2.9	0.5	2.8	3.3	1.5	PIB,I = 0.49* PIB, X = 0.65* X,I = 0.21	...
	I	3.1	11	-5.1	5	4.6	2.6		
	X	4.4	7.1	2.9	6.9	7.3	0.9		
Países exportadores de metales									
Chile	PIB	4.7	3.4	3.5	6	4.4	2.1	PIB,I = 0.79* PIB,X = 0.31 X,I = 0.34*	PIB → I** PIB → X** X → I*
	I	4.3	2.8	7.7	8.6	8.7	2.9		
	X	3.6	10.4	7.1	9.2	4.4	1		
Perú	PIB	5	3.9	-0.4	3.7	5.7	2.5	PIB,I = 0.89* PIB,X = 0.78* X,I = 0.59*	PIB → I**
	I	12.2	16.7	3.6	0.9	5.7	4.3		
	X	9.4	27.6	10.9	6.3	5.4	3.7		
Países financieramente integrados									
México	PIB	6.7	6.9	2.1	3.1	1.7	1.3	PIB,I = 0.91* PIB,X = 0.86* X,I = 0.71*	PIB → I**
	I	...	...	...	...	-9.5	0.5		
	X	....	...	...	...	-7.4	0.7		
Istmo centroamericano									
Costa Rica	PIB	6.5	4.9	2.5	4.8	4.4	2.7	PIB,I = 0.63* PIBX = 0.84* X,I = 0.43*	PIB → I* PIB → X**
	I	2.6	9.8	2.4	7.9	3.8	2.3		
	X	11.6	6.9	5.7	8.5	4.3	4.2		

CUADRO 1. *Tasas de crecimiento, coeficientes de correlación y causalidad para agrupaciones de países de América Latina seleccionadas (concluye)*

Istmo centroamericano									
El Salvador	PIB	4.4	1.3	-0.1	3.1	1.8	1.5	$PIB, I = 0.70^*$	$PIB \rightarrow I^{**}$
	I	12.8	12.9	2.8	11.3	5.8	5.6	$PIB, X = 0.50$	$X \rightarrow PIB^{**}$
	X	2.4	9.3	-1.6	6.7	1.7	3.6	$X, I = 0.43^*$	$X \rightarrow I^*$
Guatemala	PIB	5.6	5.2	1.2	4	3.4	3.1	$PIB, I = 0.66^*$	$PIB \rightarrow I^{**}$
	I	...	...	...	...	...	...	$PIB, X = 0.72^*$	$I \rightarrow X^*$
	X	2.7	3.9	-3.8	12.7	3.6	2.1	$X, I = 0.36^*$	$X \rightarrow I^{**}$
Nicaragua	PIB	6.5	1.4	-1.1	3.4	3.3	2.7	$PIB, I = 0.83^*$	$X \rightarrow PIB^*$
	I	13.7	8.8	1.5	6	2.3	2.3	$PIB, X = 0.58^*$	$I \rightarrow PIB^{**}$
	X	10.2	11.2	8.8	8.4	4.5	5.6	$X, I = 0.31^*$	
Panamá	PIB	7.9	5.7	2.3	4.8	6.4	3.8	$PIB, I = 0.98^*$	
	I	11.8	11.8	14.3	6.6	...	2.4	$PIB, X = 0.72^*$	...
	X	9.7	3	-3.7	10.1	8.8	5.1	$X, I = 0.66^*$	

<sup>a</sup> Con base en datos anuales.

<sup>b</sup> Con base en datos trimestrales. \*\* y \* = estadísticamente significativo a un nivel de confianza de 95 y 90%, respectivamente.

La significación estadística del coeficiente de correlación se determinó mediante la fórmula:  $\rho = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$ , donde  $r$  es el coeficiente de correlación simple y  $n$  el número de observaciones;  $\rho$  sigue una distribución *student-t*.

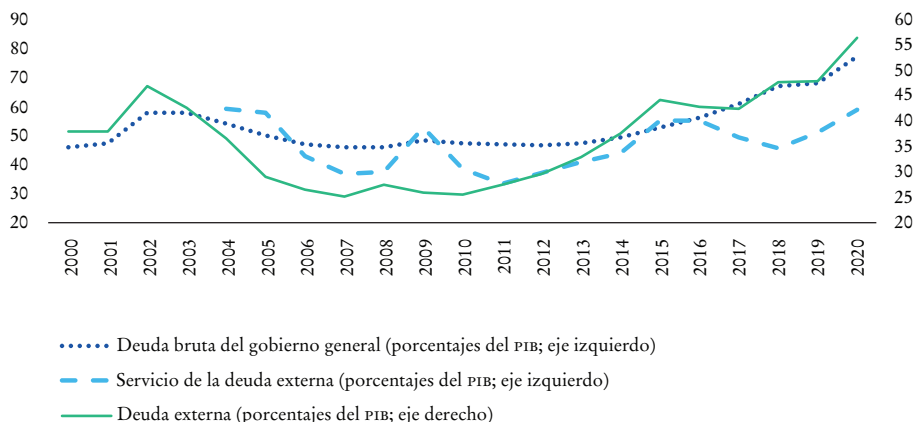
FUENTE: con base en el Banco Mundial (2021) y la CEPAL (2021).

## 2. El aumento del endeudamiento

Luego de la crisis global financiera (2008-2009), esta pérdida de dinamismo y virtual estancamiento ha venido acompañada de un aumento en el endeudamiento que no sólo ha afectado al gobierno central/general, sino también al sector productivo. Tal aumento del endeudamiento no parece ser un fenómeno coyuntural. La evidencia disponible muestra que entre 2011 y 2019 la deuda bruta del gobierno general y la deuda externa como porcentajes del PIB aumentaron de 47 y 28% a 68 y 48%, respectivamente. Asimismo, el servicio de la deuda expresado en términos de exportaciones de bienes y servicios pasó de 34 a 51%. La crisis de la Covid-19 reforzó tal tendencia y estos tres indicadores se situaron en 77, 56 y 59%, respectivamente (gráfica 2).

La descomposición de la deuda externa por sectores institucionales, basada en un análisis de las emisiones de bonos en los mercados internacionales de capital, muestra que el gobierno general es el mayor emisor. Éste representó en promedio 65% del acervo total de títulos de deuda entre 1990 y el primer trimestre de 2021. Sin embargo, tal participación ha

GRÁFICA 2. *América Latina y el Caribe.*  
Indicadores de endeudamiento, 2000-2020



FUENTE: elaboración propia con base en el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2021a y 2021b).

disminuido con el tiempo (88.4% en 1990 y 50.8% del total en el primer trimestre de 2021).

En contraste, el sector corporativo no financiero, el segundo emisor de deuda más importante de la región, ha incrementado su acervo de títulos de deuda tanto en volumen (3 500 y 332 200 millones de dólares estadounidenses entre 1990 y 2021), como en proporción del total (5.7 y 36.3% del total para los mismos años). Además, la deuda corporativa no financiera ha aumentado más rápido que la deuda de cualquier otro sector desde la crisis global financiera (2008-2009).

### 3. *La elevada desigualdad*

Este análisis de los hechos estilizados de la evolución económica de América Latina y el Caribe se cierra con un análisis de la desigualdad que incluye tres dimensiones: la distribución personal del ingreso, la distribución funcional del ingreso y la distribución de la riqueza. El cuadro 2 muestra un índice de desigualdad compuesto por estos tres indicadores para el periodo de 2010 a 2016 clasificados por agrupaciones subregionales (América del Sur, el Istmo centroamericano y México) y por estructura productiva/exportadora. Además, a modo comparativo y con fines analíticos, se incluyó un índice de desigual-

CUADRO 2. *América Latina y el Caribe. Índice de desigualdad por estructura productiva y agrupaciones subregionales, 1980-2016*

<i>Países</i>	<i>1980-1990</i>	<i>1990-2000</i>	<i>2000-2010</i>	<i>2010-2016</i>	<i>2010-2016</i>
América Latina	0.561	0.584	0.575	0.544	0.603
América del Sur	0.575	0.588	0.582	0.547	0.603
Países exportadores de hidrocarburos	0.585	0.597	0.610	0.572	0.663
Bolivia	0.599	0.603	0.617	0.617	0.670
Ecuador	0.631	0.666	0.608	0.544	0.603
Colombia	0.531	0.590	0.611	0.595	0.663
Venezuela	0.571	0.560	0.573	0.549	...
Países exportadores de productos agroindustriales	0.542	0.553	0.575	0.499	0.559
Argentina	0.542	0.553	0.575	0.499	0.559
Paraguay	0.550	0.586	0.595	0.584	0.650
Uruguay	0.540	0.507	0.531	0.492	0.545
Países exportadores de metales	0.590	0.600	0.573	0.549	0.618
Chile	0.596	0.589	0.556	0.544	0.601
Perú	0.584	0.610	0.589	0.553	0.635
Istmo centroamericano	0.512	0.554	0.555	0.528	0.564
Costa Rica	0.476	0.493	0.512	0.508	0.527
El Salvador	...	0.531	0.536	0.510	0.564
Honduras	0.538	0.554	0.555	0.531	...
Nicaragua	...	0.600	0.559	0.528	
Panamá	0.512	0.567	0.602	0.615	0.693
Países financieramente integrados	0.590	0.593	0.585	0.563	0.647
Otros países	0.593	0.589	0.578	0.552	0.611
Brasil	0.578	0.582	0.575	0.532	0.564
México	0.607	0.595	0.580	0.572	0.658

FUENTE: elaboración propia con base en Tosoni y García (2021).

dad que incluye dos componentes: la distribución personal y la funcional del ingreso para el mismo periodo (2010-2016 y también por década desde 1980).

La clasificación por estructura exportadora/productiva distingue entre los países exportadores de hidrocarburos (Bolivia, Ecuador, Colombia, Vene-

zuela), los exportadores de productos agroalimentarios (Argentina, Paraguay, Uruguay) y los exportadores de metales (Chile, Perú). A esta clasificación se añade una categoría adicional correspondiente a los países financieramente integrados (Colombia, Chile, Perú y México). Esta última clasificación de países corresponde a los miembros del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

La evidencia muestra que al incluir la distribución funcional del ingreso y la riqueza, los índices de desigualdad (0.54 y 0.60 para 2010-2016) son muy superiores al tradicional índice de Gini, que para la región se sitúa cerca de 0.44. También la clasificación por estructura productiva indica que las agrupaciones de países exportadores de hidrocarburos, países financieramente integrados y países exportadores de metales son las que exhiben los mayores niveles de desigualdad. En este sentido la desigualdad no es sólo un resultado y un tema ligado a la fiscalidad, también está relacionado con la estructura productiva. De la evidencia presentada también se depende que los patrones de crecimiento y desarrollo basados en los recursos naturales y el dinamismo del sector financiero estén asociados con una mayor desigualdad.<sup>8</sup>

## II. UN ENFOQUE DE BALANCES FINANCIEROS CON ESTRUCTURA PRODUCTIVA

Estos tres hechos estilizados pueden explicarse mediante el análisis de la estructura de la demanda agregada con el enfoque de balances financieros de los tres principales sectores de una economía: el gobierno central ( $BF_g$ ), el sector corporativo no financiero ( $BF_{pr}$ ) y el sector externo ( $BF_{ex}$ ). Los balances se derivan formalmente de las identidades de cuentas nacionales, de manera que el nivel de ingreso nacional ( $Y$ ), que es la suma del ingreso del gobierno central y del sector corporativo no financiero ( $Y_g$ ,  $Y_{pr}$ ), es igual al gasto del sector corporativo no financiero ( $P_{pr}$ ), el del gobierno central ( $G$ ) y el balance externo ( $B$ ), es decir:

$$Y \equiv Y_{pr} + Y_g \equiv P_{pr} + G + B \quad (3)$$

<sup>8</sup> Abeles, Arakaki y Villafañe (2017) muestran cómo la distribución funcional del ingreso puede verse afectada por modificaciones en la estructura productiva.

La ecuación (3) se expresa en términos reales, así se puede incluir en el balance externo ( $B$ ) los términos de intercambio. Formalmente,  $B = TR + [X' * (P_X/P) + M' * (P_M/P)]$ ;  $TR$  son las transferencias unilaterales;  $X'$ ,  $M'$  son las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios netos de transferencias y pagos (ingresos) al (del) exterior;  $P$  corresponde al nivel de precios;  $P_X$ ,  $P_M$  constituyen el precio de las exportaciones y las importaciones. La expresión  $X' * (P_X/P) + M' * (P_M/P)$  es el efecto de los términos de intercambio.

Al incluir los términos de intercambio y las transferencias unilaterales, el balance externo refleja la estructura productiva. Ésta también puede incluirse al postular que las exportaciones dependen de la elasticidad ingreso de las exportaciones, y a su vez es función de la estructura productiva.

Si se restan de manera secuencial los niveles de ingreso del sector corporativo no financiero y público de ambos lados de la identidad (3), se obtiene que:

$$\begin{aligned} Y_{pr} + Y_g - Y_g &= P_{pr} + G - Y_g + B \\ Y_{pr} - P_{pr} &= P_{pr} - P_{pr} + G - Y_g + B \\ Y_{pr} - P_{pr} &= G - Y_g + B \iff BF_{pr} = BF_g + BF_{ex} \end{aligned} \quad (4)$$

De acuerdo con la expresión (4), la diferencia entre el ingreso y el gasto del sector corporativo no financiero ( $Y_{pr} - P_{pr}$ ) o el balance financiero de este sector ( $BF_{pr}$ ) es igual a la suma del balance fiscal del gobierno central ( $G - Y_g$ ) o el balance financiero del sector público ( $BF_g$ ) y el balance externo ( $B$ ) o el balance financiero externo ( $BF_{ex}$ ).<sup>9</sup>

La especificación de los balances sectoriales puede complementarse con ecuaciones que relacionan estos flujos con acervos, y más precisamente con la acumulación de activos y pasivos. Es decir:

$$BF_{pr} = \Delta D_{pr} + e\Delta D_{pr}^* + \Delta AF \quad (5)$$

$$BF_g = \Delta D_g + e\Delta D_g^* \quad (6)$$

$$BF_{ex} = e(\Delta D_{pr} + \Delta D_g^*) + e\Delta RI \quad (7)$$

donde  $\Delta$  es el cambio discreto en el tiempo, por ejemplo,  $\Delta X_t = X_t - X_{t-1}$ , en que  $X_t$  se refiere a la variable acervo  $X$  en el periodo  $t$ .  $D_{pr}$ ,  $D_{pr}^*$  son el acervo

<sup>9</sup>Los hogares se incluyen en el sector corporativo no financiero por fines didácticos. El análisis posterior se enfoca en el sector corporativo no financiero, se entiende por tal al sector productivo.



de deuda en moneda local y moneda extranjera del sector corporativo no financiero;  $D_g$ ,  $D_g^*$  corresponden con el acervo de deuda en moneda local y moneda extranjera del gobierno;  $e$  es el tipo de cambio nominal;  $AF$  equivale a los activos financieros, y  $RI$  son las reservas internacionales.

Según la ecuación (5), un balance deficitario ( $BF_{pr} < 0$ ) (superavitario, [ $BF_{pr} > 0$ ]) del sector corporativo no financiero corresponde a un aumento (disminución) de la deuda interna o externa ( $\Delta D_{pr}$ ,  $\Delta D_{pr}^*$ ), o a una disminución (aumento) de activos financieros, o ambos. De manera similar, en la ecuación (6) un deficitario ( $BF_g < 0$ ) (superavitario, [ $BF_g > 0$ ]) del sector público corresponde a un aumento (disminución) de la deuda interna o externa ( $\Delta D_{pr}$ ,  $\Delta D_{pr}^*$ ). En el caso del sector externo, el incremento de la deuda externa del sector corporativo no financiero o público  $\Delta D_{pr}^* + \Delta D_g^*$  es lo que permite financiar el balance ( $BF_{ex}$ ) de este sector y la acumulación de reservas internacionales ( $\Delta RI$ ).<sup>10</sup>

Finalmente, el ingreso nacional se puede descomponer entre la masa salarial y los beneficios (distribución funcional del ingreso). Esto permite completar el esquema analítico relacionando la estructura productiva, el gasto y su composición, además de la deuda y la distribución funcional del ingreso. Formalmente:

$$WN + B = Y = P_{pr} + G + B \iff \quad (8)$$

$$WN + B = Y = P_{pr} + G + TR + [X^* (P_X/P) + M^* (P_M/P)] \quad (9)$$

De acuerdo con la expresión (9), una composición determinada por el lado del gasto corresponde a una estructura productiva dada, y ésta a su vez tiene una correspondencia en la distribución funcional del ingreso. Así, el gasto (incluyendo la inversión), la estructura productiva y la distribución del ingreso forman parte de un todo, que no es susceptible de ser considerado a partir de categorías separadas o aisladas.

Un paso más allá consiste en demostrar que la distribución funcional del ingreso puede, en ciertas circunstancias, determinar la distribución personal del ingreso (véase el apéndice para una demostración formal). Así, la mejora de la distribución del ingreso necesita reformas en la estructura productiva y no sólo cambios en las políticas fiscales redistributivas.

<sup>10</sup> Véase Taylor y Arida (1998).

CUADRO 3. *Balances sectoriales, 1990-2020<sup>a</sup> (en porcentajes del PIB)*

	1990-1999	2000-2008	2009	2010-2019	2020
<i>Balance de gobierno</i>	-1.01	-1.29	-2.82	-2.91	-6.86
<i>Balance del sector corporativo no financiero</i>	-1.92	1.35	2.04	-0.05	7.04
<i>Balance externo (CC)</i>	-2.87	0.24	-0.78	-2.23	0.19
<i>Balance externo (BCBS)</i>	-1.20	1.10	-0.08	-0.63	0.78

<sup>a</sup> CC: cuenta corriente; BCM: balanza comercial; BCBS: balanza de bienes y servicios.

FUENTE: elaboración propia con base en FMI (2021a y 2021b) y CEPAL (2021).

### III. LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR EXTERNO

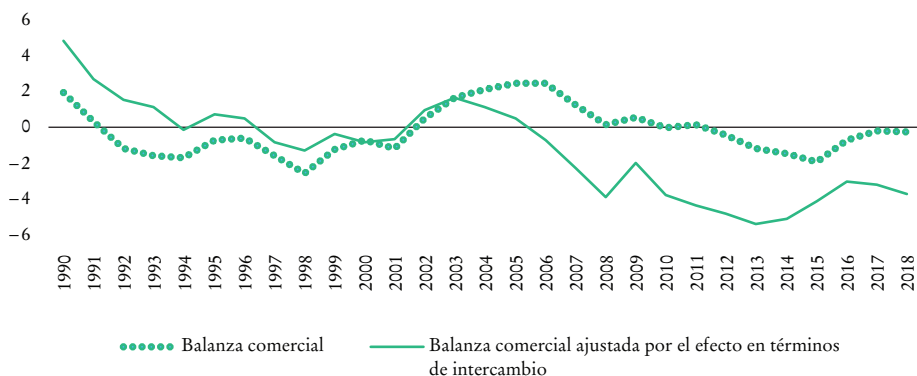
La evolución de los balances financieros de los sectores corporativo no financiero, del gobierno central y externo durante 1990-2020 refleja que el principal impulso a la demanda agregada provino del sector gobierno, a excepción de 2002-2008, que corresponde al auge en los precios internacionales de materias primas (cuadro 3).

El llamado superciclo de las materias primas (2002-2008) constituye una excepción al papel que ha desempeñado el sector externo en la demanda agregada, ya que éste ha sido tradicionalmente deficitario (independientemente de si se mide por la balanza de bienes y servicios o por la balanza en cuenta corriente). En este sentido, ha sido en general una fuente de filtración (*leakage*) más que de inyección a la demanda agregada. El comportamiento del sector externo en 2002-2008 se explica en parte por el efecto de los términos de intercambio. Un ejercicio comparativo contrafactual muestra que el ajuste de la balanza comercial por el efecto de los términos de intercambio reduce la duración de su superávit a casi la mitad de los años (cuatro y siete, respectivamente).

El desempeño del sector externo se explica en buena medida por la combinación de una baja elasticidad ingreso de las exportaciones y una elevada elasticidad ingreso de las importaciones. Aunque las elasticidades ingreso son parámetros asociados con la demanda, reflejan también factores estructurales vinculados tradicionalmente con la oferta, por ejemplo: la capacidad productiva de bienes importables y exportables o, de hecho, la estructura productiva.<sup>11</sup> Desde nuestra perspectiva, este tipo de factores está reflejado en

<sup>11</sup> Véase CEPAL (2007) para una integración del análisis del lado de la demanda, derivado de la ley de

GRÁFICA 3. *América Latina y el Caribe. Balanza comercial y balanza comercial ajustada por el efecto de los términos de intercambio, 1990-2018 (en porcentajes del PIB)*



FUENTE: las series de balanza comercial y balanza comercial ajustada por términos de intercambio son de Stephany Garry y Juan Carlos Moreno Brid.

la elasticidad ingreso de las exportaciones más que en la elasticidad ingreso de las importaciones. Esta última se encuentra más relacionada con la orientación externa de la política comercial de una economía y con medidas diseñadas para transferir liquidez entre países.<sup>12</sup>

Según este razonamiento, se postula que el balance financiero del sector externo depende del ingreso doméstico y del ingreso del resto del mundo ( $Y$ ,  $Y_{rm}$ ), de sus respectivas elasticidades ingreso de importación y exportación asociadas ( $\pi$ ,  $\varepsilon$ ), y de los términos de intercambio ( $TOT$ ). Además, la elasticidad ingreso de las exportaciones se endogeneiza en función del grado de diversificación productiva; aumenta a medida que los productos que conforman las ventas externas “trepan” en la cadena global de valor agregado: de

Thirlwall, con el de la oferta, desde una perspectiva neoschumpeteriana.

<sup>12</sup> Véase Moreno-Brid y Pérez Caldentey (2003). Las medidas para reciclar la liquidez comprenden el aumento de las importaciones de las naciones excedentarias y las transferencias unilaterales de los países superavitarios a los deficitarios. Las medidas de apertura o cierre pueden desbaratar y dismantelar encadenamientos productivos internos de manera que los cocientes llegan a alterar radicalmente las elasticidades ingreso observadas de las importaciones debido al desplazamiento de los productores locales por las importaciones. Compartimos la aseveración de McCombie y Thirlwall (1994: 372): “Es de notar [...] que las diferencias en la elasticidad ingreso de las exportaciones son los factores más cruciales en la explicación de las diferencias en  $y_{bpc}$ ” (la tasa de crecimiento de una economía compatible con equilibrio en el sector externo).

productos primarios y semielaborados que hacen uso intensivo de recursos naturales y mano de obra, a manufacturas con contenido bajo, mediano o alto de destrezas y tecnología.<sup>13</sup> Formalmente:

$$BF_{ex} = f(\overset{-}{\widetilde{Y}}, \overset{+}{\widetilde{Y}}_{rm}, \overset{-}{\widetilde{\pi}}, \overset{+}{\widetilde{\varepsilon}}, \overset{+}{\widetilde{TOT}}) \quad (10)$$

$$\varepsilon = f(\overset{+}{\widetilde{N}^p}) f_1 > 0 \quad (11)$$

donde  $f(N^p)$  es una función del grado de diversificación de la estructura productiva. Los signos  $\pm$  se refieren a los signos de las primeras derivadas de las variables y a los signos de los parámetros de las elasticidades ingreso,  $\pi$ ,  $\varepsilon > 0$ .

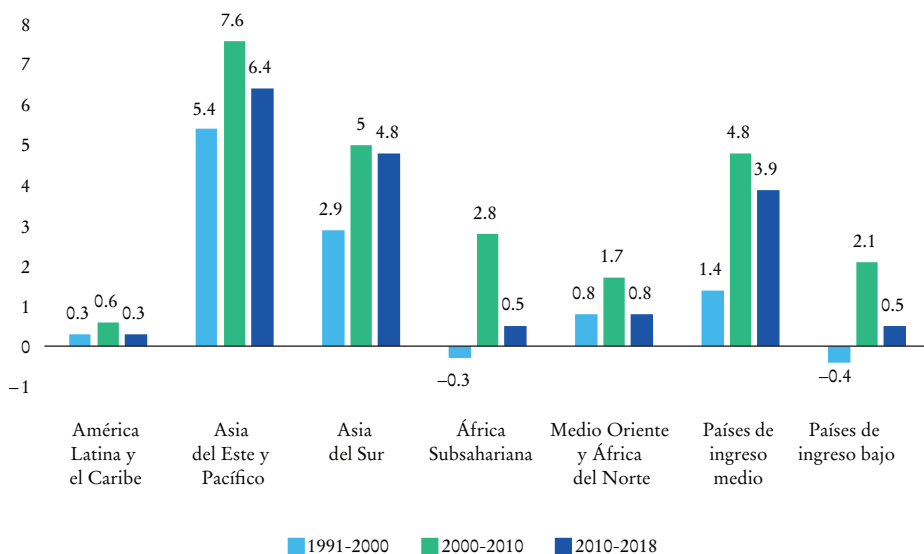
En la medida en que  $N^p$  depende del grado de diversificación o complejidad de la estructura productiva, esta variable tiene una relación positiva con la productividad media de la economía. Las bajas tasas de crecimiento que ha registrado la productividad laboral desde (por lo menos) la década de los noventa, tanto en términos absolutos como en comparación con otras regiones, apuntan a una falta de dinamismo estructural y denotan la carencia de una transformación más profunda de la estructura productiva (gráfica 4). Esto es una indicación de niveles de elasticidad ingreso de las exportaciones ( $\varepsilon$ ) más bajos en comparación con otras regiones del mundo,<sup>14</sup> y a la vez hace depender el balance financiero y el impulso que éste puede dar a la demanda agregada del movimiento de los términos de intercambio.

Estas consideraciones a su vez se reflejan en los resultados del balance del sector externo por estructura productiva y por subregión. Como es de esperar, las agrupaciones de países que reflejan una posición superavitaria durante el superciclo de las materias primas son los exportadores de metales, hidrocarburos y productos agroindustriales. En cambio, los países del Istmo centroamericano tuvieron en ese contexto una posición deficitaria, por lo que su crecimiento dependía del impulso originado en el sector gobierno y del sector corporativo no financiero; con las implicaciones esperadas para los acervos de activos y pasivos (es decir, para la acumula-

<sup>13</sup> Véanse CEPAL (2007) y Cimoli y Porcile (2015).

<sup>14</sup> Para una comparación empírica entre las elasticidades de exportación de distintas regiones en desarrollo, véase Abeles y Cherkasky (2020).

GRÁFICA 4. *Crecimiento de la productividad laboral por regiones y agrupaciones de países seleccionados, 1991-2018*  
(PIB per cápita, paridad del poder adquisitivo de 1990)



FUENTE: Paus (2019).

ción de deuda). En efecto, un análisis del Istmo centroamericano para este periodo muestra que el sector corporativo no financiero impulsó el crecimiento mediante una acumulación de deuda en moneda extranjera, lo que impuso un fuerte ajuste al irrumpir la crisis global financiera (2008-2009).

En el resto de los periodos los balances de las distintas agrupaciones por estructura productiva y por subregión han tendido a ser negativos, lo que concuerda con la evolución del sector externo a nivel regional.

#### IV. EL PAPEL DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

El análisis de la evolución del balance del sector corporativo no financiero a escala regional muestra dos periodos distintivos. Durante la década de los noventa el sector corporativo no financiero arrojó un balance mayormente

CUADRO 4. *América Latina: balance del sector externo (en porcentajes del PIB)  
por estructura productiva y agrupación subregional,  
1990-2020<sup>a</sup>*

<i>Agrupaciones de países</i>	<i>1990-1999</i>	<i>2000-2008</i>	<i>2002-2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010-2019</i>	<i>2020</i>
América Latina	-2.9	-0.2	0.4	-0.8	-2.3	0.2
América del Sur	-2.9	0.2	0.9	1.2	-2.1	0.5
Istmo centroamericano	-3.6	-5	-5.3	-2.8	-4.2	-1
Países exportadores de hidrocarburos	-4.2	0.4	0.8	0.5	-2.6	-2.5
Países exportadores de productos agroindustriales	-0.8	1.7	2.7	2.4	-0.6	1
Países exportadores de metales	-4.6	-0.1	0.5	0.7	-2.8	0.9
Países financieramente integrados	-3.9	-0.9	-0.6	-0.7	-2.8	0.9
Brasil	-1.4	-0.7	0.2	-1.6	-2.7	-0.9
México	-4.4	-1.3	-1	-0.9	-1.7	2.5

<sup>a</sup> El Istmo centroamericano incluye la República Dominicana. Los países exportadores de hidrocarburos incluyen Bolivia, Ecuador, Colombia y Venezuela. Los exportadores de productos agroindustriales incluyen Argentina, Paraguay y Uruguay. Los exportadores de metales incluyen Chile y Perú. Los países financieramente integrados incluyen Chile, Colombia, Perú y México.

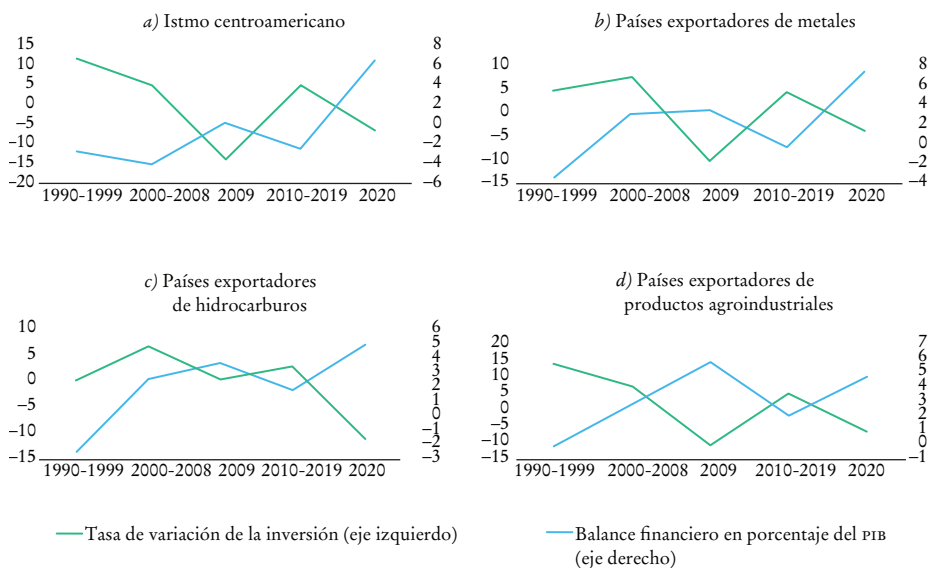
FUENTE: elaboración propia con base en FMI (2021a y 2021b) y Banco Mundial (2021).

deficitario y en el resto del periodo un balance mayormente superavitario. La evolución del balance guarda una correlación negativa estadísticamente significativa con la tasa tendencial de variación de la formación bruta de capital (-0.46).<sup>15</sup> En el primer periodo el aumento (disminución) del déficit del sector corporativo no financiero viene acompañado de un alza (baja) en la tasa de crecimiento de la inversión. En el segundo, el aumento (disminución) del superávit del sector corporativo no financiero viene acompañado de una baja (alza) en la tasa de crecimiento de la inversión (gráfica 5).

El análisis a nivel subregional y por estructura productiva muestra un patrón de comportamiento similar, a excepción de las economías más pequeñas de la región (Centroamérica, Panamá y la República Dominicana) y Brasil. En el caso de estas economías el balance del sector corporativo no financiero es negativo durante todo el periodo, salvo en 2009, debido al

<sup>15</sup> El coeficiente de correlación entre el balance del sector corporativo no financiero y el cociente de la inversión sobre PIB también son negativos.

GRÁFICA 5. *Tasa de variación de la inversión y balance del sector corporativo no financiero por agrupaciones de países seleccionadas, 1990-2020<sup>a</sup>*



<sup>a</sup> El Istmo centroamericano incluye la República Dominicana. Los países exportadores de hidrocarburos incluyen Bolivia, Ecuador, Colombia y Venezuela. Los exportadores de productos agroindustriales incluyen Argentina, Paraguay y Uruguay. Los exportadores de metales incluyen Chile y Perú. Los países financieramente integrados incluyen Chile, Colombia, Perú y México.

FUENTE: elaboración propia con base en FMI (2021a y 2021b) y Banco Mundial (2021).

impacto de la crisis global financiera que, como lo muestra el cuadro 5, afectó todas las distintas agrupaciones de países.

Como respuesta a esta crisis, el sector corporativo no financiero experimentó una fuerte contracción en el gasto interno, lo que se refleja en un aumento generalizado de la posición superavitaria de dicho sector para la generalidad de los países. En el caso del Istmo centroamericano, la respuesta a la crisis global financiera significó un cambio de una posición deficitaria y una posición superavitaria del sector corporativo no financiero. Esto se debió a la contracción de los flujos de corto plazo registrada en 2009 que financiaban gran parte del déficit del sector corporativo no financiero. Para este grupo de países la contracción en el gasto privado fue de aproximadamente 10% de

CUADRO 5. *América Latina: balance del sector corporativo no financiero en porcentajes del PIB por estructura productiva y agrupación subregional, 1990-2020<sup>a</sup>*

	1990-1999	2000-2008	2009	2010-2019	2020
<i>América Latina</i>	-2.2	-1.2	2.4	0.1	6
<i>América del Sur</i>	-1.6	2.1	3.7	1.1	5.5
<i>Istmo centroamericano</i>	-2.7	-3.9	0.2	-2.4	6.4
<i>Países exportadores de hidrocarburos</i>	-2.4	2.5	3.7	1.7	4.9
<i>Países exportadores de productos agroindustriales</i>	-0.1	2.8	5.7	2.1	4.6
<i>Países exportadores de metales</i>	-3.3	3.1	3.5	-0.3	7.3
<i>Países financieramente integrados</i>	-2	1.6	1.3	0.7	7.3
<i>Brasil</i>	-3.2	-3.2	2.8	-1.4	6.4
<i>México</i>	-3.5	0.4	0.5	1.7	11.7

<sup>a</sup> El Istmo centroamericano incluye la República Dominicana. Los países exportadores de hidrocarburos incluyen Bolivia, Ecuador, Colombia y Venezuela. Los exportadores de productos agroindustriales incluyen Argentina, Paraguay y Uruguay. Los exportadores de metales incluyen Chile y Perú. Los países financieramente integrados incluyen Chile, Colombia, Perú y México.

FUENTE: elaboración propia con base en FMI (2021a y 2021b) y Banco Mundial (2021).

su PIB conjunto, si se compara 2008 con 2009. Esto explica que todos los países pertenecientes al Istmo centroamericano experimentaran una contracción tan significativa en su PIB per cápita en 2009. La crisis de la Covid-19 también produjo en 2020 un aumento en la posición superavitaria de los balances en la mayor parte de los casos considerados (países exportadores de hidrocarburos, productos agroindustriales, metales, países financieramente integrados y para América del Sur en su conjunto), o un cambio de la posición deficitaria a una posición superavitaria para los países exportadores de metales y para el Istmo centroamericano (gráfica 5 y cuadro 5).

Durante 2000-2008 y 2010-2019 se registra un aumento en la tasa de crecimiento de la inversión para los países exportadores de hidrocarburos, exportadores de metales y países financieramente integrados. Esto no necesariamente implicó un aumento en las tasas de inversión (el flujo de inversión como proporción del PIB),<sup>16</sup> y fue acompañado de balances superavitarios, lo que indica que el gasto en inversión podría haber sido mayor. En general,

<sup>16</sup> Muchos países vieron caer su tasa de inversión, sobre todo durante 2010-2019.



estos periodos muestran la existencia de espacio para impulsar la demanda agregada mediante el incremento del gasto en la formación bruta de capital fijo.

## V. EL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO Y EL ENDEUDAMIENTO

Un hecho paradójico que surge del análisis de la relación entre flujos y acervos en el sector corporativo no financiero es la coexistencia entre un balance financiero superavitario y la acumulación de deuda de este sector que se da, sobre todo, en los países más grandes, incluyendo a Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

El sector corporativo no financiero es el segundo emisor de deuda más importante de la región después del gobierno. Éste ha incrementado su acervo de deuda tanto en volumen (3 500 y 332 200 millones de dólares entre 1990 y 2021) como en proporción a la deuda total (5.7 y 36.3% del total de los mismos años). Además, la deuda del sector corporativo no financiero ha aumentado más rápido que cualquier otro sector desde la crisis financiera mundial.

El uso intensivo del mercado internacional de bonos por parte del sector empresarial no financiero no se aplicó a ampliar la capacidad productiva. Debido a que el crecimiento y la inversión han disminuido, el aumento de la emisión de bonos se asocia fundamentalmente con una estrategia de acumulación financiera.<sup>17</sup>

La pregunta es por qué las empresas aumentarían el apalancamiento en un contexto de reducción en el crecimiento y el estancamiento económico potencial. Una hipótesis se centra en la dinámica entre el flujo de caja de la empresa y la inversión. Argumenta que ambas variables tienen una relación no lineal. Más precisamente, por debajo de un cierto umbral de apalancamiento (deuda), el flujo de caja (derivado de la emisión de bonos en los mercados internacionales de capitales) y la inversión (y obviamente la deuda) tienen una asociación positiva. Más allá de ese umbral, la relación se vuelve negativa a medida que las empresas pueden sentirse más limitadas financie-

<sup>17</sup> Esta conclusión puede indicar que, de conformidad con investigaciones recientes para otras economías de mercados emergentes, el sector empresarial no financiero no utiliza el mercado internacional de bonos para ampliar la capacidad productiva o para mejorar la productividad, sino más bien para fines financieros. Véase Avdjiev, Chui y Song Shin (2014).

ramente, lo que las lleva a aumentar sus ganancias retenidas y sus tenencias de efectivo para protegerse contra la falta de liquidez y, en última instancia, la insolvencia.

Una estimación econométrica que relaciona la inversión en activos tangibles con el flujo de caja por grado de apalancamiento para 270 empresas en seis países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) para 2010-2016 muestra que, cuando el apalancamiento supera un umbral de 0.77, un aumento de 1% en el flujo de efectivo a activos se asocia con una reducción de la inversión de 0.25 a 0.24%. En términos del crecimiento de los activos tangibles, la ecuación estimada muestra que, cuando el apalancamiento supera el umbral de 0.77, un aumento de 1% en el flujo de efectivo a activos se asocia con una reducción de 0.75% en la tasa de crecimiento de los activos tangibles.<sup>18</sup>

Otra hipótesis sostiene que las corporaciones no financieras se han convertido, en parte, en intermediarios financieros al capturar liquidez internacional mediante emisiones de bonos e invertir una cantidad creciente en activos financieros (Avdjiev, Chui y Song Shin, 2014; Camino, Pérez Caldentey y Vera, 2021). La evidencia disponible muestra que la región ha estado recibiendo flujos crecientes hacia activos financieros de corporaciones fuera de la región. Esas corrientes se han canalizado mediante el crédito comercial, los préstamos y los depósitos transfronterizos, y, especialmente, los préstamos entre empresas.<sup>19</sup>

Las convenciones contables existentes clasifican los préstamos entre empresas como inversión extranjera directa (IED), en conjunto con los aportes de capital. La IED requiere que el inversionista posea al menos 10% del poder de voto de la empresa de inversión directa. Cualquier transacción de capital de dicho inversor, incluidos los préstamos entre empresas, se considera una transacción de IED, la cual refleja un interés duradero del inversor en la empresa. Sin embargo, en la práctica los préstamos entre empresas también están impulsados por preocupaciones a corto plazo, incluida la especulación financiera, y, por lo tanto, se comportan como flujos de cartera.<sup>20</sup>

<sup>18</sup> Véase Pérez Caldentey, Favreau Negront y Méndez Lobos (2019).

<sup>19</sup> Esta explicación contrasta con la opinión que atribuye la disminución de la inversión a factores reales, como la falta de competitividad debida a un tipo de cambio real apreciado.

<sup>20</sup> La evidencia recabada en Abeles, Grimberg y Valdecantos (2018) resulta consistente con esa interpretación. Mediante el uso de información extraída de los balances de 30 empresas transnacionales que operan en América Latina, el trabajo mencionado advierte que prácticamente la mitad de los ingresos de

La evidencia disponible en torno a seis países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y México) para 1990-2019 muestra que los préstamos entre compañías han aumentado desde la década del 2000. Además, el aumento ha sido particularmente significativo tras la crisis financiera mundial (2008-2009). Entre 2001-2009 y 2010-2019 los préstamos entre empresas aumentaron en factores de 25.7 para Colombia, 18.8 para Chile, 10.4 para Perú, 3.2 para Brasil, 1.5 para Argentina y 1.3 para México. El aumento significativo del valor de los préstamos entre empresas ha ido acompañado de un incremento de la proporción de éstos en los flujos totales de IED. A escala regional, los préstamos entre empresas representaron aproximadamente 18% de la IED entre 2005-2008, y aumentó a 22% entre 2010-2014 y a 24% de los flujos de capital (Camino et al., 2021).

De hecho, en el caso del sector corporativo no financiero el aumento de la deuda externa se combina con un deterioro de su posición financiera. Un estudio, que incluye una muestra de 5 469 empresas que cotizan en bolsa correspondientes a seis países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) y que comprenden 34 sectores de actividad económica para 2009-2016, muestra que una proporción elevada de empresas se caracteriza por posiciones financieras de fragilidad financiera y que esta proporción es aún mayor en el caso de las que hacen emisiones en el mercado internacional de bonos. La fragilidad financiera se refiere a una situación en la cual el endeudamiento creciente genera compromisos de pago de deuda cada vez mayores que eventualmente superarán los flujos de efectivo de ingresos.<sup>21</sup>

inversiones extranjeras pertenecientes a la muestra considerada, al aplicarse a la adquisición de activos financieros, tuvo la misma motivación especulativa que la que comúnmente se atribuye a los flujos de capitales de corto plazo.

<sup>21</sup> La fragilidad financiera es el resultado del funcionamiento de una economía en la que la oferta y la demanda de préstamos se basan en una disminución del tamaño de los márgenes de seguridad. A medida que los márgenes de seguridad disminuyen, los agentes económicos se vuelven más dependientes de los flujos de ingresos para los pagos de deuda y el “funcionamiento normal de los mercados financieros para refinanciar posiciones en activos a largo plazo”. Como resultado, cualquier interrupción en los ingresos o en los mercados financieros puede llevar a los agentes económicos a experimentar dificultades para pagar su deuda (servicio de la deuda o capital), lo que lleva a restricciones de liquidez y problemas de insolvencia. El tamaño y la solidez de los márgenes de seguridad de los diferentes sectores en una economía, así como la probabilidad de que pueda amplificarse una perturbación inicial determinan la robustez o la fragilidad de una economía (Minsky, 1986: 209). El tamaño y la fortaleza de los márgenes de seguridad son “más seguros” cuando los agentes económicos pueden pagar sus compromisos de deuda (intereses y capital) con flujos de efectivo futuros. El tamaño y la solidez de los márgenes de seguridad son menos seguros cuando los agentes económicos confían en la expectativa de una apreciación del activo o activos subyacentes que sostienen su deuda o de un cambio favorable en las condiciones

CUADRO 6. *Participación de empresas y de deuda de empresas con índice de cobertura de interés igual o menor a uno para países seleccionados de América Latina, 2020 (en porcentajes)*<sup>a</sup>

<i>País</i>	<i>Participación de empresas con índice de cobertura de interés igual o menor a uno</i>	<i>Participación de deuda de empresas con índice de cobertura de interés igual o menor a uno</i>
Panamá	53.8	39.6
Argentina	52.4	46.6
Brasil	46.3	41
Chile	39.8	16.9
Bolivia	35.3	34.6
Perú	29.3	23.3
Colombia	25	20
Uruguay	21.1	51.4
América Latina	27.9	37

<sup>a</sup> La muestra abarca 23 820 empresas.

FUENTE: Taliercio (2021).

Uno de los indicadores que puede reflejar el grado de fragilidad financiera es el coeficiente de cobertura de intereses (es decir, ganancias antes de intereses e impuestos divididos por los gastos en intereses). Este indicador refleja la facilidad con la que una empresa puede pagar intereses sobre su deuda pendiente, y la medida en la que una empresa depende de la deuda a corto plazo para pagar sus obligaciones. Aunque no existe un umbral absoluto para el coeficiente de cobertura de intereses, un punto de referencia útil es determinar si la relación está por encima o por debajo de uno. Los valores cercanos o por debajo de uno pueden ser una indicación de una posición financiera más débil y, por lo tanto, conducente hacia una posición de fragilidad financiera.<sup>22</sup> En ese sentido, la evidencia disponible en relación con países seleccionados de América Latina sobre una muestra de 23 820 empresas para 2020 indica que para más de un cuarto de empresas el coeficiente de cobertura de intereses es igual o menor a uno. De la misma manera, 37%

económicas subyacentes (por ejemplo, una apreciación del tipo de cambio cuando la deuda está denominada en moneda extranjera) para cubrir sus pasivos (intereses y capital). Entre ambos extremos está el caso en el que los agentes económicos esperan que los flujos de ingresos futuros cubran los pagos de intereses, pero no la amortización.

<sup>22</sup> El coeficiente de cobertura de intereses también puede utilizarse como indicador del riesgo de liquidez.

de la deuda de estas empresas tiene asociado un índice de cobertura de intereses igual o menor a uno (cuadro 6).

El deterioro de la situación financiera del sector corporativo no financiero puede tener importantes repercusiones macroeconómicas por el endeudamiento y el sobreapalancamiento, y también mediante cambios en las condiciones financieras externas. Este fenómeno puede darse con gran fuerza en las empresas que emiten bonos en el mercado internacional, ya que representan un gran porcentaje de los activos totales para todo el espectro de empresas, ya sea considerado a escala nacional o por sector de actividad económica.<sup>23</sup> Según el estudio anteriormente citado (Pérez Caldentey et al., 2019), las empresas emisoras de bonos representan en promedio 33.9, 35 y 40.8% del total de activos y gastos en inversión a corto plazo y activos fijos, así como en inversiones a largo plazo. Esto refleja la concentración de la producción y de la inversión en un número reducido de empresas, lo cual es una de las consecuencias del contexto regulatorio e institucional impuesto en el marco del modelo económico neoliberal.

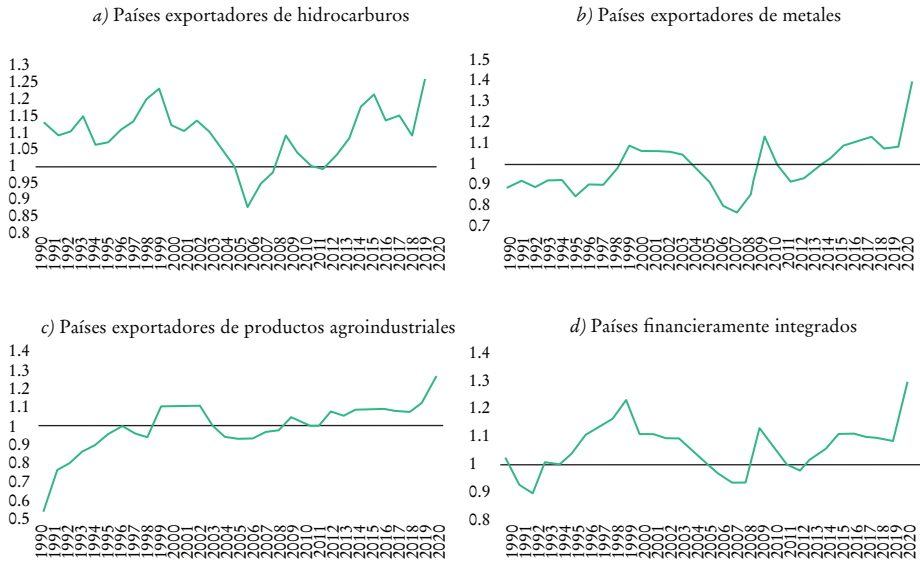
## VI. EL PROBLEMA DEL GASTO DE GOBIERNO Y EL ESPACIO FISCAL

El análisis del sector gobierno central muestra que éste ha sido una fuente de impulso de la demanda agregada sólo a partir de 2010-2011. Una herramienta analítica útil para mostrar la evolución y el cambio de la política presupuestaria a lo largo del tiempo es la orientación fiscal (*fiscal stance*). Con base en Godley y Cripps (1983), la postura fiscal (PF) se define como la relación entre el gasto de gobierno ( $G_g$ ) y los ingresos del gobierno ( $Y_g$ ) divididos entre el PIB (o la presión tributaria, es decir,  $t$ ). Por construcción lógica, cuando el balance del gobierno está equilibrado ( $G_g = Y_g$ ), la postura fiscal es igual al PIB y resulta neutral. Cuando  $G_g > Y_g$ , la postura fiscal es expansiva y mayor al PIB. Cuando  $G_g < Y_g$ , la postura fiscal es menor al PIB y resulta contractiva.

La postura fiscal puede expresarse en puntos de desviación porcentual respecto al PIB a partir de una situación de equilibrio fiscal ( $G_g = Y_g$ ). De esta manera, en cualquier momento la postura fiscal muestra hasta qué

<sup>23</sup> Estas empresas se encuentran entre las que tienen los índices de capitalización más altos para todos los países considerados y representan una parte importante de los activos tangibles fijos y la inversión a largo plazo.

GRÁFICA 6. *Postura fiscal por agrupaciones de países, 1990-2020<sup>a</sup>*



<sup>a</sup> Los países exportadores de hidrocarburos incluyen Bolivia, Ecuador, Colombia y Venezuela. Los exportadores de productos agroindustriales incluyen Argentina, Paraguay y Uruguay. Los exportadores de metales incluyen Chile y Perú. Los países financieramente integrados incluyen Chile, Colombia, Perú y México.

punto es expansiva o contractiva en relación con una posición presupuestaria equilibrada, medida en términos de puntos porcentuales del PIB. La gráfica 6 muestra tal postura por agrupaciones de países para 1990-2020. Los resultados revelan que en todos los casos considerados la postura fiscal fue ambivalente entre 1990 y 2007. Registró un alza entre 1990 y principios de la década de los 2000, para luego transformarse en un desestímulo a la demanda agregada. Incluso en el periodo del superciclo de las materias primas la política fiscal no fue expansiva de acuerdo con este criterio.

La política fiscal se vuelve expansiva con posterioridad a la crisis financiera global de 2008-2009. Aun así, como se muestra a partir de 2015 y hasta 2019, la magnitud de la expansión se redujo. Este patrón en la postura fiscal ocurre para todas las agrupaciones de países consideradas y coincide con el aumento de la deuda pública señalado en la sección I, donde se analizaron los hechos estilizados del crecimiento económico de la región, como se destaca en el esquema teórico planteado en la sección II.

CUADRO 7. *Estimaciones del multiplicador del gasto por estructura productiva, promedios (1990-2019)<sup>a</sup>*

	Presión tributaria ( $\tau$ ) (1)	Propensión a importar ( $\xi$ ) (2)	Participación salarial ( $\alpha$ )	Prop. aborr. trab. ( $s_w$ )	Propensión a ahorrar ( $s_p$ )	Multiplicador ( $m$ )
<i>América del Sur</i>	0.20	0.24	0.45	0	0.55	1.02
<i>Istmo centroamericano</i>	0.16	0.29	0.45	0	0.55	0.98
<i>Países exportadores de hidrocarburos</i>	0.17	0.28	0.45	0	0.55	0.99
<i>Países exportadores de productos agroindustriales</i>	0.20	0.35	0.45	0	0.55	0.93
<i>Países exportadores de metales</i>	0.16	0.32	0.45	0	0.55	0.98
<i>Países financieramente integrados</i>	0.17	0.41	0.45	0	0.55	0.90
<i>Brasil</i>	0.30	0.12	0.45	0	0.55	1.03
<i>México</i>	0.13	0.28	0.45	0	0.55	1.04

<sup>a</sup> El Istmo centroamericano incluye la República Dominicana. Los países exportadores de hidrocarburos incluyen Bolivia, Ecuador, Colombia y Venezuela. Los exportadores de productos agroindustriales incluyen Argentina, Paraguay y Uruguay. Los exportadores de metales incluyen Chile y Perú. Los países financieramente integrados incluyen Chile, Colombia, Perú y México. Los datos de presión tributaria y propensión a importar incluyen el periodo de 1990 a 2020. Para Nicaragua y Panamá, los periodos incluyen (1992-2019) y (1990-2018).

FUENTE: elaboración propia con base en CEPAL (2021), FMI (2021a y 2021b), Banco Mundial (2021) y Laski (2019).

La combinación de una política fiscal expansiva con mayor endeudamiento del gobierno es vista tradicionalmente por el paradigma dominante como una alerta o señal de falta de espacio fiscal para las autoridades gubernamentales. Según esta visión, la combinación de los dos factores puede traducirse en una percepción de mayor riesgo, un aumento en el costo del endeudamiento y un acceso más restringido a los mercados de capitales internacionales. Además, una mayor percepción de riesgo puede tener externalidades negativas para los otros sectores, debido a una reducción potencial de los flujos financieros. Una dinámica acumulativa entre gasto fiscal y deuda es el camino hacia la insostenibilidad fiscal.

Las recomendaciones de política surgidas desde esa perspectiva suelen incluir un cambio en las políticas tributarias gubernamentales y, más fre-

cuentemente, una contracción del gasto primario, la cual acostumbra a recaer en buena parte en la inversión pública, como lo demuestra la evidencia empírica para América Latina y el Caribe. No obstante, desde nuestra perspectiva, estas propuestas hacen caso omiso del principal mecanismo de la política fiscal contracíclica, el multiplicador del gasto. La teoría del multiplicador del gasto argumenta que el gasto en inversión antecede lógicamente y genera mediante su impacto en el ingreso un volumen de ahorro suficiente para “financiar” el gasto en inversión inicial. De acuerdo con esta lógica, los impuestos no financian el gasto (que es otra forma de argumentar que, en línea con la tradición neoclásica, el ahorro determina la inversión), sino que el gasto “financia” los impuestos. Por ende, el análisis del multiplicador es central para entender la relación entre gasto de gobierno y acumulación de deuda, esto es, entre flujos y acervos.

Como se señaló en la sección I, el multiplicador incluye parámetros estructurales que reflejan la estructura productiva y social de una economía, como la propensión marginal a importar que captura el grado de dependencia de una economía respecto del resto del mundo, y las propensiones a ahorrar que reflejan la distribución funcional del ingreso. De acuerdo con los distintos valores para la presión tributaria y la propensión media a importar de 1990 a 2020, el multiplicador tiende a valores cercanos a uno. Esto tiene implicaciones significativas para la política fiscal.

En primer término, un valor del multiplicador cercano a uno explica la razón por la que el gasto de gobierno puede no generar el impacto suficiente en el ingreso para “financiar” los impuestos. Esto explicaría el mayor endeudamiento observado. Un análisis más detallado implica que en estas circunstancias un impacto significativo del gasto de gobierno en la tasa de crecimiento del ingreso requeriría niveles elevados de la tasa de variación del gasto de gobierno ( $\Delta G_G/G_G$ ) y de la participación del gasto de gobierno en el ingreso ( $G_G/Y$ ). Esto se puede deducir al descomponer la tasa de variación del producto ( $\Delta Y/Y$ ) en esos dos componentes:

$$\Delta Y = m\Delta G_G \iff \Delta Y/Y = m(\Delta G_G/Y) \quad (12)$$

A fin de fijar las ideas, si  $m \approx 1$ , para que una economía pueda crecer en 1%, el incremento del gasto de gobierno tiene que ser igual al ingreso ( $\Delta G_G = Y$ ), lo cual no se da y no ha sido el caso históricamente en ninguna de las economías de la región.



## VII. CONCLUSIÓN

Este artículo analiza tres temas centrales de la macroeconomía para el desarrollo: el crecimiento, la inversión y la distribución del ingreso, combinados con la perspectiva estructuralista —con base en los condicionantes productivos e institucionales— y el enfoque poskeynesiano —a partir del tratamiento consistente en flujos y acervos a escala macroeconómica—.

El enfoque poskeynesiano analiza el comportamiento macroeconómico con base en los balances financieros para los sectores de gobierno, corporativo no financiero y externo, y permite identificar aquellos que impulsan o desalientan el crecimiento económico en distintas circunstancias históricas. Integra tres perspectivas distintas de la demanda agregada: el gasto agregado y su composición, la acumulación o la desacumulación de activos financieros, y la distribución funcional del ingreso. Lejos de caer en el vicio de la consolidación, este marco teórico se superpone sobre una estilización de la estructura productiva/exportadora. Finalmente, se considera que la distribución de ingreso funcional determina la distribución del ingreso personal.

Con base en ese marco analítico, el artículo aporta claves para interpretar la emergencia de tres hechos estilizados en el desempeño de América Latina y el Caribe luego de la crisis financiera global de 2008-2009: la tendencia hacia el estancamiento en el crecimiento económico, el aumento del endeudamiento y la persistencia de una elevada desigualdad.

El análisis muestra que el principal impulso a la demanda agregada provino por parte del sector gobierno a partir de la crisis global financiera, pero con una tendencia a reducir su carácter expansivo a partir de 2015, debido a la aplicación de políticas de consolidación fiscal. El artículo argumenta que el problema del espacio fiscal, más que responder a consideraciones puramente fiscales, se origina por la dinámica generada por el funcionamiento del multiplicador/acelerador en un contexto de heterogeneidad estructural económica y social. Esto explica que el aumento del gasto haya redundado en un aumento de su deuda.

Por su parte el sector externo ejerció un freno a la expansión de la demanda agregada, a excepción del periodo correspondiente al superciclo de las materias primas. El principal lastre del sector externo es la baja elasticidad ingreso de las exportaciones, las cuales reflejan el bajo grado de diversificación productiva y el escaso crecimiento de la productividad. También el comporta-

miento del sector externo tiene un impacto en la distribución funcional del ingreso. Asimismo, la distribución funcional del ingreso desempeña, en determinadas circunstancias, un papel importante en la determinación de la distribución personal del ingreso.

Por último, el sector corporativo no financiero registró una posición deficitaria hasta la crisis global financiera y posteriormente una posición superavitaria, lo que indica que el gasto en inversión podría haber sido mayor en este periodo.

En combinación con el análisis histórico e institucional propio del estructuralismo, el análisis realizado permitió identificar un hecho paradójico que emergió con posterioridad a la crisis global financiera de 2008-2009, a saber: la acumulación de deuda por parte del sector corporativo no financiero en un contexto de superávit en los balances financieros y de retracción de la tasa de inversión en los países de la región.

La tendencia a utilizar endeudamiento con motivos especulativos —más que para financiar el gasto en inversión— es lo que explica esta aparente paradoja. Tal dinámica, consistente con el esquema de incentivos y la propensión al “cortoplacismo” arraigado en el marco de una creciente financiarización a escala global (Abeles et al., 2018), puede acentuar la restricción externa al crecimiento en el mediano plazo —al agudizar los compromisos financieros externos, no sólo del sector público sino también del privado— y, en conjunto con el reducido efecto multiplicador de la inversión pública identificado en la sección precedente, permite comprender la tendencia a la desaceleración del ritmo de crecimiento de la región en los últimos años. Esta tendencia, a su vez, no se encuentra disociada de cierta propensión al “conservadurismo” fiscal, que obedece tanto a motivos “ideológicos” —la prevalencia de la interpretación ortodoxa de la relación entre ahorro e inversión— como “materiales” —las dificultades para obtener financiamiento internacional en caso de que los gobiernos quieran asumir posturas fiscales más expansivas—.

En su interacción, la aplicación crecientemente “especulativa” del endeudamiento privado en la región y la reducción del margen de maniobra (e impacto) fiscal señalado ponen en relieve la contradicción que existe entre las reformas institucionales instrumentadas en las últimas décadas en los países de América Latina y el Caribe, en especial aquellas tendientes a integrar financieramente las economías de la región en los mercados financieros internacionales, y un esquema de políticas públicas capaces de revertir la tendencia al estancamiento económico y el aumento de la desigualdad.

APÉNDICE. LA RELACIÓN ENTRE LA DISTRIBUCIÓN FUNCIONAL  
Y PERSONAL DEL INGRESO: UNA DEMOSTRACIÓN FORMAL

La distribución funcional del ingreso puede relacionarse con la distribución personal del ingreso al postular que si el ingreso ( $Y$ ) se divide entre capital y trabajo ( $K$  y  $L$ ), el coeficiente de variación de los ingresos al cuadrado ( $V_y^2$ ) puede descomponerse en función de la participación de las rentas del capital ( $\pi$ ), el coeficiente de variación de las rentas del capital y del trabajo ( $V_k$ ,  $V_w$ ), y el coeficiente de correlación ( $\rho$ ) entre el capital y la renta del trabajo:<sup>24</sup>

$$V_y^2 = (1 - \alpha) V_w^2 + \alpha V_k^2 + 2(1 - \alpha)\alpha\rho V_w V_k \quad (13)$$

Los ingresos ( $Y$ ) pueden dividirse entre rentas de capital (es decir, beneficios) ( $II$ ) y los ingresos salariales (es decir, la masa salarial [ $WN$ ]).

$$Y = II + WN \quad (14)$$

La varianza de los ingresos es igual a la suma de las variaciones de los ingresos del capital y de los salarios: [ $Var(II)Var(WN)$ ] más su covarianza [ $2Cov(II, WN)$ ]. Formalmente:

$$Var(Y) = Var(II) + Var(WN) + 2Cov(II, WN) \quad (15)$$

A su vez, la varianza de los ingresos totales, los ingresos del capital y los ingresos salariales [ $Var(II)Var(WN)$ ] puede expresarse como el producto al cuadrado de sus respectivos coeficientes de variación y medias ( $V_k * \bar{X}_K$ ,  $V_w * \bar{X}_W$ ). Es decir,

$$Var(Y) = (V_Y * \bar{X}_Y)^2, Var(II) = (V_k * \bar{X}_K)^2 \text{ y } Var(WN) = (V_w * \bar{X}_W)^2 \quad (16)$$

Por su parte la covarianza entre la renta salarial y la renta de capital es igual al coeficiente de correlación entre ambas  $\rho_{K,W}$  y sus respectivas desviaciones típicas ( $\sigma_K$ ,  $\sigma_W$ ):

<sup>24</sup> Esta metodología fue desarrollada por Atkinson y Bourguignon (2000) y Atkinson (2009). Véase también Bengtsson y Waldenström (2015).

$$\rho_{K,W} = [Cov(\Pi, WN)] / (\sigma_K, \sigma_W) \iff Cov(\Pi, WN) = \rho_{K,W} \sigma_K \sigma_W \quad (17)$$

Si se sustituyen las expresiones (16) y (15) por la (14):

$$(V_Y^* \overline{X_Y})^2 = (V_K^* \overline{X_K})^2 + (V_W^* \overline{X_W})^2 + 2 \rho_{K,W} \sigma_K \sigma_W \quad (18)$$

A su vez, las desviaciones estándar de los ingresos de capital y salarios (son iguales al producto de sus respectivos coeficientes de variación y medias):  $(\sigma_K, \sigma_W) (V_K^* \overline{X_K} \text{ y } V_W^* \overline{X_W})$ :

$$\begin{aligned} (V_Y^* \overline{X_Y})^2 &= (V_K^* \overline{X_K})^2 + (V_W^* \overline{X_W})^2 + 2 \rho_{K,W} (V_K^* \overline{X_K})^* (V_W^* \overline{X_W}) \\ \iff (V_Y^2 \overline{X_Y}^2) &= (V_K^2 \overline{X_K}^2) + (V_W^2 \overline{X_W}^2) + 2 \rho_{K,W} (V_K^* \overline{X_K})^* (V_W^* \overline{X_W}) \end{aligned} \quad (19)$$

Desde aquí podemos escribir (19) como:

$$V_Y^2 = \frac{(V_K^2 \overline{X_K}^2)}{\overline{X_Y}^2} + \frac{(V_W^2 \overline{X_W}^2)}{\overline{X_Y}^2} + 2 \frac{\rho_{K,W} (V_K^* \overline{X_K})^* (V_W^* \overline{X_W})}{\overline{X_Y}^2} \quad (20)$$

$$\iff V_Y^2 = \frac{(V_K^2 \overline{X_K}^2)}{\overline{X_Y}^2} + \frac{(V_W^2 \overline{X_W}^2)}{\overline{X_Y}^2} + 2 \frac{\rho_{K,W} (V_K^* \overline{X_K})^* (V_W^* \overline{X_W})}{\overline{X_Y}^2 \overline{X_Y}} \quad (21)$$

$$\iff V_Y^2 = V_K^2 \pi + V_W^2 (1 - \pi) + 2 \rho_{K,W} V_K V_W \pi (1 - \pi) \quad (22)$$

donde  $\pi = \frac{\overline{X_K}}{\overline{X_Y}}$  es la participación de los ingresos del capital en los ingresos totales, y  $(1 - \pi) = \frac{\overline{X_W}}{\overline{X_Y}}$  corresponde a la participación de los ingresos laborales en los ingresos totales.

Atkinson (2009) y Atkinson y Bourguignon (2000) muestran que, a medida que aumenta la proporción de los ingresos del capital, la desigualdad de ingresos medida por  $V_Y^2$  también aumenta cuando:

$$\pi > [1 - (V_K/V_W)\rho] / [1 + (V_K/V_W)^2 - 2(V_K/V_W)\rho] \quad (23)$$

Si el coeficiente de correlación entre el capital y los ingresos salariales ( $\rho$ ) es igual a  $-1$ , luego la expresión (23) se reduce a:

$$\pi > 1 / [1 + (V_K/V_W)] \quad (24)$$

En nuestro caso, por construcción, una participación de capital superior a 0.5,  $V_K = V_W(\pi > 0.5)$ , se asociará con una creciente desigualdad de ingresos personales.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abeles, M., Arakaki, A., y Villafañe, S. (2017). *Distribución funcional del ingreso en América Latina desde una perspectiva sectorial*. Buenos Aires: CEPAL.
- Abeles, M., Grimberg, F., y Valdecantos, S. (2018). La inversión extranjera directa en América Latina: algunas implicancias macrofinancieras. En M. Abeles, E. Pérez Caldentey y S. Valdecantos (eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Abeles, M., Pérez Caldentey, E., y Valdecantos, S. (eds.) (2018). *Estudios sobre financierización en América Latina*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Abeles, M., y Cherkasky, M. (2020). Revisiting balance-of-payments constrained growth 70 years after ECLAC's manifesto: The case of South America. *Revista de Economía Contemporânea*, 24(1), 1-24. Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.1590/198055272417>
- Abeles, M., y Valdecantos, S. (2016). *Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe: un análisis estructural*. Buenos Aires: CEPAL.
- Atkinson, A. B. (2009). Factor shares: The principal problem of political economy? *Oxford Review of Economic Policy*, 25(1), 3-16. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/oxrep/grp007>
- Atkinson, A. B., y Bourguignon, F. (2000). Introduction. En A. B. Atkinson y F. Bourguignon (eds.), *Handbook of Income Distribution* (vol. 2). Ámsterdam: North-Holland.
- Avdjiev, S., Chui, M., y Song Shin, H. (2014). Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows. *BIS Quarterly Review*, (diciembre). Recuperado de: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1412h.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412h.htm)
- Avdjiev, S., Gambacorta, L., Goldberg, L. S., y Schiaffi, S. (2017). *The Shifting Drivers of Global Liquidity* (BIS working papers, núm. 644). Basilea: Bank for International Settlements.
- Banco Mundial (2021). Indicadores de Desarrollo Mundial. Washington, D. C.: Banco Mundial. Recuperado de: <https://databank.bancomundial.org/source/world-development-indicators>

- Bengtsson, E., y Waldenström, D. (2015). *Capital Shares and Income Inequality: Evidence from the Long Run* (IZA discussion paper, núm. 9581). Bonn: Institute for the Study of Labor.
- Camino, C. de, Pérez Caldentey, E., y Vera, C. (2021). *Non-Financial Corporations as Financial Intermediaries and their Macroeconomic Implications. An Empirical Analysis for Latin America* (mimeo.)
- CEPAL (2007). *Progreso técnico y cambio estructural en América Latina*. Santiago de Chile: CEPAL.
- CEPAL (2021). Base interna de datos. Santiago de Chile: CEPAL.
- Cimoli, M., y Porcile, G. (2015). Tecnología, cambio estructural y crecimiento: un encuentro entre estructuralistas, evolucionistas y keynesianos. En A. Bárcena y A. Prado (eds.), *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Eatwell, J., y Taylor, L. (2000). *Global Finance at Risk*. Nueva York: The New Press.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., y Poterba, J. M. (1988). *Financing Constraints and Corporate Investment* (Brookings Papers on Economic Activity, núm. 1). Washington, D. C.: Brookings Institution.
- Godley, W., y Cripps, F. (1983). *Macroeconomics*. Nueva York: Oxford University Press.
- Godley, W., y Lavoie, M. (2007). *Monetary Economics*. Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Harding, D., y Pagan, A. (2002). Dissecting the cycle: A methodological investigation. *Journal of Monetary Econometrics*, 49(2), 365-381. Recuperado de: [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(01\)00108-8](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(01)00108-8)
- FMI (2021a). International Financial Statistics (IFS). Recuperado de: <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b>
- FMI (2021b). World Economic Outlook Databases. Recuperado de: <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLs/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>
- Furtado, C. (1976). *Prefacio a una nueva economía política*. México: Siglo XXI Editores.
- Jha, R. (1994). *Macroeconomics for Developing Countries*. Nueva York: Routledge.
- Junankar P. N. (2008). Acceleration principle. En S. N. Durlauf, L. E. Blume (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Londres:

- Palgrave Macmillan. Recuperado de: [https://doi.org/10.1007/978-1-349-58802-2\\_4](https://doi.org/10.1007/978-1-349-58802-2_4)
- Kalecki, M. (1969). *Theory of Economic Dynamics*. Nueva York: Kelley Publishers.
- Kalecki, M. (1971). *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*. Nueva York: Cambridge University Press.
- Laski, K. (2019). *Lectures in Macroeconomics*. Nueva York: Oxford University Press.
- McCombie, J. S. L., y Thirlwall, A. P. (1994). *Economic Growth and the Balance of Payments Constraint*. Londres: Macmillan.
- McCombie, J. S. L., y Thirlwall, A. P., (1999). Growth in an international context: A post Keynesian view. En J. Deprez y J. T. Harvey (eds.), *Foundations of International Economics. Post Keynesian Perspectives*. Nueva York: Routledge.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- Moreno-Brid, J. C., y Pérez Caldentey, E. (2003). Liberalización comercial y crecimiento económico en Centroamérica. *Revista de la CEPAL*, (81), 157-174.
- Moreno-Brid, J. C., Puyana Mutis, A., y Garry, S. (2012). América Latina: extractivismo y sus desafíos para una agenda de desarrollo sustentable e incluyente. *LASA Forum*, 52(4), 21-27.
- Paus, E. (2019). Latin America's Dismal Productivity Growth: Firm-level Innovation and Government Policies. Presentación en LASA. Boston: 24 a 26 de mayo.
- Pérez Caldentey, E., Favreau Negront, N., y Méndez Lobos, L. (2019). Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications. *Journal of Post Keynesian Economics*, 42(3), 335-362. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/01603477.2019.1616563>
- Phillips-Fein, K. (2010). *Invisible Hands: The Businessmen's Crusade against the New Deal*. Nueva York: Norton.
- Rodríguez, O. (2006). *El estructuralismo latinoamericano*. México: Siglo XXI Editores.
- Ros, J. (2001). *Development Theory and the Economics of Growth*. Ann Arbor: The University of Michigan Press.
- Sunkel, O., y Paz, P. (1970). *Subdesarrollo latinoamericano y la teoría del desarrollo*. México: Siglo XXI Editores.

- Taliercio, R. (2021, 6 y 8 abril). Cambios en la Economía mundial y los desafíos de las Instituciones de Desarrollo ante la Pandemia Covid-19 (ponencia). Encuentros virtuales de economistas con el jefe de la banca de desarrollo. Desafíos de la banca de desarrollo en la reactivación económica y el impulso regional frente a la pandemia del Covid-19. ALIDE.
- Taylor, L. (2004). *Reconstructing Macroeconomics*. Cambridge: Harvard University Press.
- Taylor, L., y Arida, P. (1998). Long-run income distribution SNF growth. En H. Chenery y T. N. Srinivasan (eds.), *Handbook of Development Economics* (pp. 162-202). Nueva York: North-Holland.
- Tosoni, G. A., y García, C. C. (2021). Índice de desigualdad y crecimiento económico en América Latina. *Investigación Económica*, 79(314), 106-134. Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.22201/fe.01851667p.2020.314.76350>