

La deuda externa y el crecimiento

Utilizada en inversiones productivas, la deuda externa podría fomentar el crecimiento si se mantiene a un nivel razonable; de lo contrario, podría reducirlo. Según un estudio del FMI, la situación nacional empeora en dos puntos críticos para el crecimiento: cuando el aumento de la deuda lo desacelera y cuando su contribución al crecimiento es negativa.

*Catherine Pattillo
Hélène Poirson
Luca Ricci*

EN LAS tres últimas décadas, los países en desarrollo han recibido préstamos cuantiosos, a menudo a tasas de interés muy favorables (gráfico 1). El objetivo era acelerar el desarrollo mediante una inversión más intensa y un crecimiento más rápido. Sin embargo, cuando los índices de endeudamiento alcanzaron niveles muy altos en la década de los ochenta, quedó claro que en muchos países el reembolso no solo obstaculizaría el desempeño económico sino que sería casi imposible. En los años ochenta, varios países de ingreso mediano, sobre todo de América Latina, enfrentaron serias crisis de la deuda, y a mediados de los años noventa, el FMI y el Banco Mundial lanzaron la Iniciativa para los países pobres muy endeudados (PPME) para llevar a niveles sustentables la deuda de los países de bajo ingreso, situados principalmente en África al sur del Sahara.

Pese a la importancia de este tema y a la atención que ha recibido —desde el hombre de la calle hasta el Papa y los

cantantes de rock—, las autoridades y los economistas aún no comprenden bien algunos aspectos fundamentales de la deuda externa:

- ¿A qué nivel la deuda empieza a perjudicar el desempeño de la economía?
- ¿Cuál es su efecto cuantitativo sobre el crecimiento económico de un país en desarrollo?
- ¿Tiene un efecto no lineal sobre el crecimiento; es decir, cuando la deuda aumenta, varía su efecto según su saldo, por ejemplo?
- ¿Cómo afecta al crecimiento?
- ¿Qué efecto, desde el ángulo del crecimiento, podría tener su reducción gracias a la Iniciativa para los PPME?

En busca de respuestas, estudiamos casi 100 países en desarrollo durante un período de 30 años, excluyendo a aquellos con gran dependencia de la exportación de petróleo, con una población inferior a 400.000, o en transición.

La perspectiva teórica

Según la teoría económica, un nivel “razonable” de endeudamiento facilita probablemente el crecimiento económico de un país en desarrollo. En las primeras etapas de desarrollo, un país tiene masas de capital pequeñas y probabilidades de ofrecer oportunidades de inversión más rentables que una economía avanzada. Mientras use los préstamos para inversiones productivas y no esté afectado por inestabilidad macroeconómica, políticas que distorsionen los incentivos económicos ni fuertes sacudidas, debería de tener un crecimiento mayor y poder efectuar reembolsos puntuales. Estas predicciones son válidas incluso en teorías basadas en el supuesto más realista de que un país quizá no pueda obtener crédito libremente a causa del riesgo de repudio de la deuda.

¿Por qué se reduce el crecimiento cuando la deuda se acumula hasta un nivel elevado? La explicación más conocida la dan las teorías del sobreendeudamiento: si hay alguna probabilidad de que la deuda llegue a superar la capacidad de reembolso del país, el costo previsto del servicio de la deuda desalentará la inversión nacional y extranjera, perjudicando al crecimiento. Los posibles inversionistas tendrán temor de que cuanto más se produzca, más “gravarán” los acreedores para que la deuda externa se salde, y por ende estarán menos dispuestos a afrontar un costo hoy para obtener más en el futuro. Este argumento está representado en la curva de Laffer sobre la deuda (gráfico 2), según la cual el aumento del saldo de la deuda tiende a reducir las probabilidades de reembolso. En el tramo ascendente, el incremento del valor nominal de la deuda conlleva un incremento de los reembolsos previstos; en el descendente, el efecto es el opuesto.

Aunque los modelos de sobreendeudamiento no analizan explícitamente los efectos sobre el crecimiento, cabe inferir que un saldo de deuda elevado obstaculiza el crecimiento en parte al reducir la inversión. Como el saldo de la deuda tiene también un efecto de incentivo, tienden a ser menos las ventajas que se puede esperar de reformas propicias para la

eficiencia y el crecimiento como la liberalización del comercio y el saneamiento de las finanzas públicas: un gobierno estará menos dispuesto a afrontar costos ahora si los beneficios que representa un producto mayor van a parar en parte a manos de prestamistas extranjeros.

Por ende, algunos factores hacen pensar que el aumento de una deuda que esté a un nivel razonable favorecería el crecimiento; otros destacan que grandes saldos de deuda acumulada podrían dificultarlo. Ambos elementos implican que la deuda probablemente tenga un efecto no lineal. Si bien las teorías del sobreendeudamiento no lo han hecho explícitamente, quizá sea posible hacer extensiva la curva de Laffer sobre la deuda que proponen y traducirla en una curva de Laffer sobre el efecto de la deuda en el crecimiento. Dado que el punto más alto de la curva de Laffer sobre la deuda indica en qué punto el saldo creciente de la deuda comienza a actuar como tributo a la inversión, reforma de políticas u otras actividades que requieren un costo inicial a cambio de beneficios futuros, quizá corresponda al punto en el cual la deuda comienza a tener un impacto marginal negativo sobre el crecimiento.

¿Cuál es el vínculo entre deuda y crecimiento?

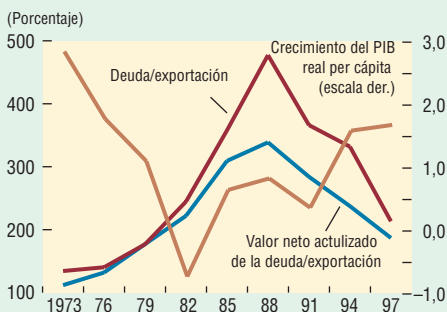
Intentamos determinar si este tipo de curva existe, preguntándonos básicamente qué vínculo hay entre la deuda y el crecimiento. Entre los indicadores del saldo de la deuda usamos un reciente conjunto de datos del Banco Mundial que mide el valor neto actualizado de la deuda, teniendo así en cuenta que a una parte considerable de la deuda externa se le aplican intereses a una tasa inferior a la vigente en el mercado. Esto importa porque la mayoría de los estudios simplemente se plantean el coeficiente de endeudamiento (respecto de exportaciones y PIB) en términos nominales, mientras que la mayor parte de los países analizados recibieron tasas concesionarias; es decir, el monto por reembolsar es inferior al valor nominal de la deuda. Para calcular debidamente el efecto de sobreendeudamiento con estos indicadores, incluimos la relación servicio de la deuda/exportaciones, controlando así los efectos de desplazamiento que puede haber si los recursos se destinan al servicio de la deuda y no a la inversión o al gasto nacional en pro del crecimiento.

Efectivamente, parece haber una relación de U invertida entre la deuda y el crecimiento (gráfico 3). Cuando los países se abren y comienzan a tomar capitales extranjeros, el efecto sobre el crecimiento es probablemente positivo (pasando del endeudamiento cero al punto A). A medida que aumenta el coeficiente de endeudamiento después de A, la acumulación de la deuda termina por reducir el crecimiento, aunque el nivel global de endeudamiento sigue

Gráfico 1

La deuda obstaculiza el crecimiento

El crecimiento baja al acumularse la deuda en los años ochenta y aumenta al reducirse la deuda a partir de mediados de los noventa.



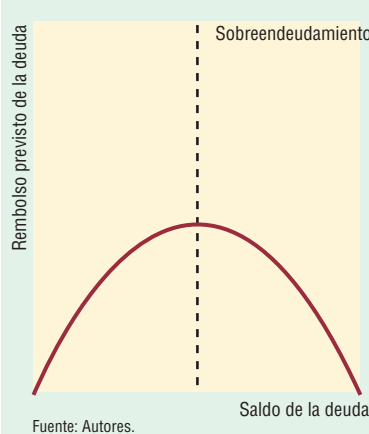
Fuente: Autores.

Nota: La muestra es de 93 países en desarrollo. Para el período 1972–98, los datos representan el promedio móvil trienal. Dos observaciones de Yemen, con valores extremadamente atípicos de la variable deuda/exportación, fueron eliminadas del cálculo de la media de la muestra.

Gráfico 2

Curva de Laffer sobre la deuda

El aumento del saldo de la deuda está vinculado a la reducción de las probabilidades de reembolso.



contribuyendo positivamente. Por ende, podemos considerar el punto A como el nivel de endeudamiento que maximiza el crecimiento. Cuando llegamos al punto B, la contribución global de la deuda se vuelve negativa y el país está peor que si no se hubiera endeudado.

El estudio también cuantifica dos puntos de inflexión críticos. El que podemos señalar con más seguridad es B: la contribución global de la deuda al crecimiento parece volverse negativa al llegar a 160%–170% de las exportaciones y 35%–40% del PIB (en valor neto actualizado). El impacto marginal parece volverse negativo (punto A) aproximadamente a la mitad de esos niveles, aunque los resultados no permiten una estimación precisa.

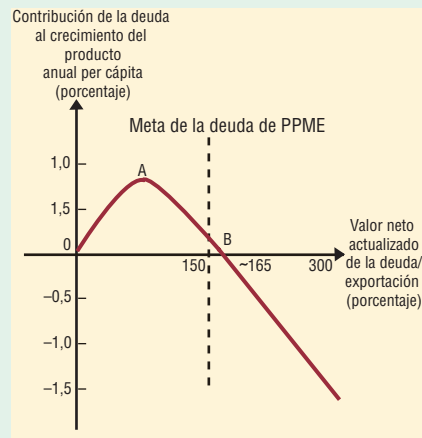
Además, los resultados indican que el diferencial de crecimiento entre países con endeudamiento bajo (menos del 100% de las exportaciones o 25% del PIB) y el más elevado (más del 367% de las exportaciones o 95% del PIB) supera en promedio el 2% anual.

Los resultados se mantienen sólidos al margen de la especificación, metodología o indicador de la deuda usado (véase el recuadro). Cabe destacar que los indicadores basados en el valor nominal o el valor neto actualizado de la deuda dan resultados parecidos. Esto concuerda con el hecho de que los países que se benefician de préstamos concesionarios (o de la

Gráfico 3

Puntos de inflexión

La deuda y el crecimiento tienen una relación de U invertida. Al comienzo, el efecto es positivo pero al aumentar el endeudamiento después de A, la acumulación de la deuda termina por reducir el crecimiento. Al llegar a B, la contribución global de la deuda se vuelve negativa.



Fuente: Autores.

reestructuración de la deuda a tasas concesionarias) son los que ya tienen un endeudamiento excesivo.

En cuanto a la manera en que la deuda afecta al crecimiento, el estudio prueba indirectamente que lo que podría primar es la eficiencia de la inversión, no su volumen. De hecho, todos los resultados mencionados son iguales en regresiones en las cuales la inversión también está controlada y, cuando se la elimina, el efecto de la deuda sobre el crecimiento es apenas más fuerte. Esto confirma la teoría: es probable que un endeudamiento excesivo limite el crecimiento, no solo al reducir las sumas destinadas a actividades de inversión, sino también al distorsionar su asignación (por ejemplo, a favor de proyectos a corto plazo que podrían ser menos eficientes) y alterar quizá los incentivos para la formulación de políticas sanas. Esto concuerda con recientes análisis empíricos según los cuales el principal determinante de

las diferencias de crecimiento entre países es la productividad total de los factores y no la acumulación de los factores.

Repercusiones en la Iniciativa para los PPME

¿Qué repercusión podría tener el estudio para las autoridades? Se puede cuantificar la contribución previsible de la reducción de la deuda al crecimiento. Por ejemplo, si el

Enfoque y metodología

Usamos un análisis de regresión múltiple para comprobar si la deuda y el crecimiento per cápita están relacionados. Controlamos los determinantes estándar del crecimiento (ingreso per cápita desfasado, tasa de inversión, escolarización secundaria, tasa de crecimiento demográfico; siempre a escala logarítmica); los indicadores de políticas (apertura y equilibrio fiscal), y las sacudidas externas (crecimiento de la relación de intercambio). Promediamos datos de panel trienales de 93 países en desarrollo correspondientes al período 1969–98. Mediante promedios decenales comprobamos la solidez de las conclusiones frente a efectos cíclicos.

La solidez se verificó con cuatro metodologías de estimación: 1) mínimos cuadrados ordinarios; 2) variables instrumentales con valores desfasados como instrumentos de corrección de la endogeneidad potencial de la deuda, inversión, escolarización, apertura y equilibrio fiscal; 3) efectos fijos para controlar factores no observados específicos del país, como la historia y calidad institucional; 4) método generalizado de momentos a nivel de sistema para corregir la endogeneidad y el sesgo que introduce la variable de ingreso desfasado ante efectos fijos. Además, para cerciorarnos de que los resultados no estén influidos por efectos

temporales específicos ni la presencia de variables atípicas, estimamos la mayor parte de las regresiones con y sin variables temporales ficticias, y también con la muestra completa y con una muestra reducida que no incluía valores atípicos. Por último, estimamos las mismas especificaciones excluyendo la inversión para comprobar si es el principal canal de influencia de la deuda sobre el crecimiento.

Para encontrar el punto de inflexión de la curva de Laffer sobre deuda y crecimiento (punto A del gráfico 3), usamos dos especificaciones no lineares: una función cuadrática y una a trozos. Estimamos una especificación cuadrática (curva en U invertida), en la cual la variable deuda se ingresa en términos lineares y cuadráticos, y luego una especificación a trozos (curva en V invertida), en la cual el impacto de la deuda puede tener un quiebre estructural, determinado endógenamente como el quiebre que maximiza el ajuste de la regresión. Aun así es muy difícil estimar con exactitud el punto de inflexión (punto A del gráfico 3) debido a la variación limitada de las experiencias de crecimiento de los países con endeudamiento bajo y aquellos con endeudamiento entre bajo y moderado.

endeudamiento bajara del 200% de las exportaciones (prácticamente la relación que ha existido en los 30 últimos años en el país promedio de la muestra) al 100%, el crecimiento per cápita aumentaría entre medio y un punto porcentual.

En cuanto a los PPME, en la mayoría de los que están a punto de recibir alivio de la deuda, el coeficiente deuda/exportación alcanza un promedio del 300%. Nuestro estudio parece indicar que, si la carga de la deuda se redujera a la meta del 150%, el crecimiento subiría 1 punto porcentual, iniciando quizás un círculo virtuoso que contribuiría a reducir el coeficiente de endeudamiento si el nivel de deuda se mantuviera igual. Sin embargo, existe la clara posibilidad de que ese crecimiento no se haga realidad ya que estas economías suelen estar gravemente afectadas por otras distorsiones macroeconómicas y estructurales. **F&D**

Este artículo se basa en el trabajo de los autores, "External Debt and Growth", IMF Working Paper 02/69 (Washington, 2002).

Bibliografía:

Calvo, Guillermo A., 1998, "Growth, Debt and Economic Transformation: The Capital Flight Problem", en *New Theories in Growth and Development*, Fabrizio Coricelli, Massimo di Matteo y Frank Hahn, compiladores (Nueva York: St. Martin's Press).

Cohen, Daniel, 1991, *Private Lending to Sovereign States: A Theoretical Autopsy* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

_____, 1997, "Growth and External Debt: A New Perspective on the African and Latin American Tragedies", *Center for Economic Policy Research Discussion Paper No. 1753* (Londres).



Catherine Pattillo (izq.), Luca Ricci y Hélène Poirson, economistas de los departamentos de Estudios, de África, de Asia y el Pacífico, respectivamente del FMI.

Easterly, William, 2001, "Growth Implosions, Debt Explosions, and My Aunt Marilyn: Do Growth Slowdowns Cause Public Debt Crises?", *World Bank Policy Research Working Paper No. 2531* (Washington).

_____, y Ross Levine, 2001, "What Have We Learned from a Decade of Empirical Research on Growth? It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models", *World Bank Economic Review*, vol. 15, No. 2 (agosto), págs. 177-219.

Elbadawi, Ibrahim Benno Ndulu y Njuguna Ndung'u, 1997, "Debt Overhang and Economic Growth in Sub-Saharan Africa", en *External Finance for Low-Income Countries*, Zubair Iqbal y Ravi Kanbur, compiladores (Washington: Fondo Monetario Internacional).



El **Boletín del FMI** presenta temas de actualidad relacionados con las actividades del FMI en el contexto de la evolución económica y financiera mundial. Los artículos abarcan cuestiones que afectan el sistema monetario internacional tales como el avance hacia la mundialización y una mayor transparencia, las economías en transición, análisis de la investigación y políticas macroeconómicas y estudios de países, así como la evolución reciente de las políticas y actividades del FMI.

Se publican 23 números en el año en español, francés e inglés (números de 16 páginas). Los suscriptores reciben además un *Suplemento sobre el FMI*, algunos otros suplementos sobre temas específicos y un índice anual.

El texto integral de la edición en español del *Boletín del FMI* y del *Suplemento sobre el FMI* se publican en el sitio del FMI en Internet (<http://www.imf.org>).

Precio de la suscripción: US\$79 al año por correo aéreo.

El *Boletín del FMI* se distribuye sin cargo a las bibliotecas universitarias y a los catedráticos, así como a la dirección oficial de las autoridades de gobierno, las autoridades de los organismos internacionales y los redactores de la prensa financiera.

PEDIDOS:

International Monetary Fund • Publication Services • Box FD-202 • 700 19th Street, N.W. • Washington, D.C. 20431 • Teléfono: (202) 623-7430 • Fax: (202) 623-7201 • Correo electrónico: publications@imf.org