

LA DEUDA PÚBLICA Y LA POLÍTICA FISCAL EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

Vito TANZI y Mario I. BLEJER (*)

I. INTRODUCCION

EN los últimos años, el crecimiento del gasto público ha generado déficits públicos cuantiosos en la mayor parte de los países, produciendo un incremento de la cuota que la deuda pública representa en el producto interior bruto (PIB). Esto ha sucedido tanto en los países industrializados como en los países en desarrollo. Con excepción de algunos países pequeños, como Irlanda, Dinamarca y algún otro, el aumento de la deuda pública en los países industrializados ha sido principalmente interior. En los países en desarrollo, por otra parte, la deuda pública ha sido, en su mayor parte, exterior, si bien algunos países, como Brasil y México, han acumulado también deudas interiores de considerable cuantía.

La deuda pública impone restricciones sobre las políticas económicas en todos los países. No obstante, estas restricciones tienden a ser diferentes en función de los plazos de vencimiento de la deuda y de la circunstancia de que ésta sea en su mayor parte interior o exterior. Tiene también importancia la cuota de la deuda concesionaria en la deuda total de un país, dado que los costes del servicio de esta deuda son inferiores.

Una parte significativa de la deuda de los países en desarrollo tiene ciertos elementos concesionarios, en tanto que la deuda de los países industrializados se ha contratado, generalmente, sobre bases comerciales.

Este artículo es, en cierta medida, ecléctico. Se propone someter a un amplio examen algunas cuestiones relacionadas con la deuda de particular relevancia para los países en desarrollo y ofrece, de forma resumida, datos esenciales que no son fácilmente accesibles. Esta información revela algunas tendencias sorprendentes.

Por necesidad, en un artículo dedicado a los países en desarrollo debe aislarse un cierto grupo representativo, dado que sería difícil ocuparse de todos ellos. Se han elegido varias muestras posibles.

Sin embargo, a la vista de la importancia concedida en los últimos años al plan Baker, hemos creído que una posibilidad obvia consistiría en concentrarse en los quince países mencionados en el discurso pronunciado por el Secretario Baker en las reuniones anuales del Banco Mundial/FMI que tuvieron lugar en Seúl en 1986. Vamos a referirnos a ellos como los «países Baker». Este grupo comprende los países en desarrollo más endeudados.

En la próxima sección examinaremos la naturaleza de la relación existente entre los déficits públicos y la acumulación de deuda pública.

En la sección III se analizan las limitaciones y restricciones que la presencia de un elevado nivel de deuda pública establece para la práctica de la política fiscal.

En la sección IV se consideran otros efectos macroeconómicos de la deuda pública.

Por último, en la sección V se exponen los resultados de un análisis econométrico de los determinantes de las variaciones en la deuda externa y en la carga de intereses sobre las obligaciones externas para los quince países Baker.

II. EL DEFICIT PÚBLICO Y LA DEUDA PÚBLICA

Los déficits públicos son requisitos previos para la acumulación de deuda pública, dado que normalmente la emisión de títulos públicos procede de la necesidad de financiar la diferencia existente entre ingresos y gastos. Sin embargo, la existencia de déficit no supone necesariamente que la cuota que la deuda pública representa en el PIB vaya a crecer a lo largo del tiempo. Si un déficit público se financia totalmente mediante subvenciones exteriores o por medio de una expansión monetaria, la deuda pública no sólo no crecería sino que, de hecho, podría caer en relación al PIB. Otras variables tienen también importancia en esta relación. Por ejemplo, la tasa de crecimiento de la economía y el tipo de interés real de la deuda pública existente son variables que desempeñan un papel significativo. El horizonte temporal es también relevante. Si los déficits son perfectamente cíclicos, en el sentido de que se convierten en superávit durante los años de expansión, no se producirá ninguna acumulación de la deuda ni expansión del *ratio* deuda/PIB.

La primera pregunta básica que debe formularse en este contexto hace referencia a las motivaciones que han producido un crecimiento de la deuda pública. Esta pregunta puede recibir varias respuestas, algunas de las cuales son más importantes que otras para los países en desarrollo. Las principales razones o justificaciones que, tradicionalmente, se han mencionado en la literatura para explicar o justificar el crecimiento de la deuda pública son las siguientes:

a) *Financiación de las guerras.* Las guerras requieren un crecimiento agudo, si bien transitorio, del gasto público. Así pues, tiene sentido financiar al menos una parte del incremento del gasto por medio de la venta de títulos de deuda, en vez de acudir a la imposición. En los países industrializados, históricamente, ésta ha sido una de las principales razones de fuertes acumulaciones de deuda pública, como sucedió en el Reino Unido durante las guerras napoleónicas y en Estados Unidos durante la guerra civil y las dos guerras mundiales.

b) *Financiación del desarrollo.* La acumulación de deuda pública puede derivar de la necesidad de financiar un «empujón fuerte» del desarrollo económico. El hecho de que, en una determinada fase de su desarrollo económico, un país inicie un programa de gasto en infraestructura cuantioso podría, quizás, justificar el recurso a la financiación con deuda, siempre y cuando la tasa de rendimiento esperado de los proyectos de desarrollo supere el coste del endeudamiento. En otras palabras, si las inversiones de capital son eficientes, presumiblemente fomentarían un crecimiento futuro suficiente para reembolsar la deuda generada para su financiación con cargo al incremento de los ingresos futuros. Un razonamiento similar a éste justifica el endeudamiento por parte de las empresas eficaces y, en ocasiones, se ha utilizado para justificar niveles de déficit y endeudamiento elevados por parte de los países en desarrollo.

c) *Disponibilidad de crédito a bajo coste.* El elevado endeudamiento de los países en desarrollo entre los años 1974 y 1980 podría justificarse por la disponibilidad de crédito a bajo coste. Dados los bajos tipos de interés reales existentes a lo largo de este período, estaba justificado el recurso de estos países al crédito con el objeto de fomentar y financiar numerosos proyectos con tasas de rendimiento esperado superiores a los costes reales que, por aquel entonces, generaban los fondos recibidos por este procedimiento. Fue posible entonces encontrar numerosos proyectos que supe-

ran el test coste-beneficio, dado el bajo nivel de los tipos reales de interés.

d) *Poder del sector público en el mercado.* El endeudamiento del sector público en los países en desarrollo puede justificarse sobre la base de la posición especial del sector público como prestatario. El sector público puede tomar fondos prestados en el extranjero a tipos de interés inferiores a los aplicados a los prestatarios privados, dado que disfruta de un riesgo percibido inferior y toma sumas más elevadas, reduciendo así los costes de administración. Los prestatarios privados habrían pagado tipos más elevados si hubiesen tomado prestados directamente los fondos. Este arbitraje por parte del gobierno incrementa su deuda *bruta*, si bien puede no incrementar inmediatamente su deuda *neta* si, a continuación, los fondos se prestan al resto de la economía. Pero dado que, con frecuencia, estos préstamos ulteriores suelen realizarse con tipos de interés subvencionados, no pocas veces, en buena medida, y al menos parcialmente, la deuda pública bruta se convierte en deuda neta. Y, naturalmente, el hecho de que tanto las empresas públicas como las privadas puedan recurrir a estos créditos fuertemente subvencionados reducirá su prudencia a la hora de seleccionar los proyectos y concederá más relevancia al papel desempeñado por las consideraciones políticas en esa selección.

e) *Asunción de la deuda del sector privado.* En una serie de países en desarrollo, particularmente en América Latina, una fuente importante de los incrementos en el nivel de deuda pública ha sido la «nacionalización» de obligaciones del sector privado. En numerosos países, el sector público ha asumido la deuda en la que han incurrido empresas del sector privado, incluyendo las instituciones financieras. En algunos casos, las obligaciones del sector privado habían sido originalmente garantizadas por el sector público, pero en muchos otros el sector público asumía la deuda para evitar impagos masivos que podían haber ocasionado amplias perturbaciones a la economía interior y una gran pérdida de solvencia en el extranjero (1).

f) *Financiación del gasto corriente.* En muchos casos, el sector público se ha endeudado para financiar su consumo, con el objeto de obtener beneficios políticos a corto plazo mediante el incremento de las subvenciones o del empleo público, sin necesidad de elevar los ingresos interiores. Los beneficios políticos derivados por el sector público del gasto financiado por deuda eran in-

mediatos, en tanto que el reembolso de la deuda se situaba siempre a años de distancia en el futuro y, por consiguiente, sería un problema para otros gobiernos. Este motivo de la elección pública ha desempeñado, sin duda alguna, un papel esencial en el crecimiento de la deuda pública.

Algunas de las razones anteriores explican la aparición de niveles elevados de deuda pública. Sin embargo, no explican por qué normalmente los países industrializados se han endeudado en el interior de sus fronteras en tanto que los países en desarrollo, con frecuencia, lo han hecho en el extranjero. A fin de ofrecer una respuesta a esta pregunta, debemos proceder a un repaso de las fuentes de financiación disponibles para el sector público en cualquier año dado. Esta es una cuestión importante, dado que clarifica las diferencias básicas existentes entre los países industrializados y los países en desarrollo. En todos ellos, la principal fuente de financiación del gasto público son los ingresos corrientes, una gran parte de los cuales proceden de la imposición. Normalmente debería esperarse de los impuestos que cubriesen una cuota sustancial del gasto público. Sin embargo, existen numerosas restricciones sobre el nivel de los ingresos tributarios que puede recaudar un país. Estas restricciones pueden tener su carácter político, estructural, administrativo o puramente social y tienden a ser mucho más inflexibles en los países en desarrollo que en los industrializados. Por esta razón, el *ratio* impositivo promedio de los países en desarrollo tiende a ser mucho menor, generalmente menos de la mitad, que el de los países industrializados (véase Tanzi, 1985).

La experiencia indica que resulta enormemente difícil incrementar de forma significativa el nivel de imposición de los países en desarrollo, al menos a corto o medio plazo. Entre los países en desarrollo, nunca en la historia se ha incrementado el *ratio* impuestos/PIB en diez o, incluso, veinte puntos porcentuales en el espacio de uno o dos decenios, o en varios puntos porcentuales en el período de unos pocos años, hecho que, sin embargo, se ha registrado en países desarrollados. En aquellos países en desarrollo en los que han tenido lugar incrementos del *ratio* de los impuestos respecto del PIB, éstos han sido relativamente pequeños. Más aún, en algunos de estos países y, particularmente, en aquellos que tienen niveles elevados y crecientes de deuda pública, este *ratio* ha llegado, incluso, a experimentar una caída a lo largo del tiempo.

Al igual que sucede en los países industrializados,

los países en desarrollo pueden tratar de explotar el ahorro interior por medio de la venta de títulos de renta fija en el mercado interno. Esta posibilidad, sin embargo, es muy limitada, y sólo algunos países en desarrollo han sido capaces de financiar proporciones elevadas de sus gastos por medio de incrementos de la deuda interna (2). En esta posibilidad, ninguno de los países en desarrollo ha logrado el éxito alcanzado por los países industrializados. Las razones de este resultado son: *a)* las pequeñas dimensiones del mercado interno de capitales y la falta de desarrollo de los intermediarios financieros (3); *b)* el alto riesgo de impago y riesgos políticos percibidos por los compradores potenciales de los títulos (4); *c)* las políticas de tipos de interés aplicadas con frecuencia en estos países, que han limitado la libertad de los tipos de interés y su libre fijación por el mercado, dando lugar en ocasiones a tasas *reales* negativas y, por consiguiente, carentes de atractivo para las inversiones financieras interiores, y *d)* el deseo de limitar el efecto expulsión del sector privado de un mercado financiero ya de por sí pequeño. En varios casos en que el déficit se ha financiado con deuda interior, se ha hecho por medio de alguna modalidad de concesión forzosa de préstamos, lo que inevitablemente contiene un elemento de imposición. De forma similar, una parte del déficit se ha financiado en otras ocasiones atrasando pagos en el interior. Pero aunque estos atrasos normalmente vienen a ser un incremento del pasivo público, no se recogen en las estadísticas de la deuda pública. En cualquier caso, los atrasos interiores, pese a ser importantes en un año dado, no pueden importar, acumulativamente, más de unos pocos puntos porcentuales del PIB a lo largo del tiempo.

Las fuentes de financiación del gasto público que se han mencionado no son directamente inflacionistas, si bien esta conclusión debería matizarse en varios sentidos. Por ejemplo, los incrementos de los impuestos pueden afectar a los costes y los precios y, si se aplican mecanismos de indiciación, con el tiempo pueden afectar también a la tasa de inflación. Los atrasos pueden incidir sobre los precios a los que los proveedores suministran los bienes al sector público. Los títulos de renta fija interiores pueden influir en la tasa de inflación si alcanzan una elevada liquidez y, con ello, conducen a una reducción de la demanda de dinero.

Junto a las fuentes (presumiblemente no inflacionistas) anteriores, el gasto público puede financiarse por medio de una expansión monetaria,

que tenderá a ejercer una influencia inflacionista (5). La financiación inflacionista puede proporcionar al sector público los recursos financieros que le permitan adquirir una determinada cantidad de bienes y servicios y, aparentemente, le libera de las restricciones que la imposibilidad de incrementar los impuestos o de colocar los títulos de renta fija en el mercado imponen sobre el gasto. No obstante, la cantidad total de recursos (expresada en cuota del PIB) que el sector público puede adquirir por medio del impuesto inflacionista tiene un límite y, si el sector público lleva la tasa de inflación más allá del mismo, de hecho, terminará obteniendo unos recursos reales inferiores. Este proceso es algo sobradamente conocido (véase Cagan, 1956). Sin embargo, lo que no es tan conocido es el hecho de que la cantidad máxima de recursos que puede obtenerse por medio de la financiación inflacionista no constituye una indicación del gasto público adicional *neto* que puede financiarse con esta fuente. La razón de ello es que, normalmente, la mayor dependencia de la financiación inflacionista, reducirá otras fuentes de ingresos. Esto tiene una gran importancia para los impuestos, pero también la tiene para la financiación mediante la emisión de títulos de deuda. En relación con los impuestos, teniendo en cuenta los hechos de que, normalmente, existen retardos en la recaudación, de que algunos impuestos gravan al contribuyente con tipos específicos y de que los impuestos sobre la renta progresivos no desempeñan un papel de gran importancia en los países en desarrollo (de forma que no existe una rémora fiscal significativa), la consecuencia final es que, con frecuencia, se produce una pérdida en los ingresos tributarios reales asociada con la aceleración de la inflación (6) (véase Tanzi, 1978). Además, la aceleración de la tasa de inflación tiende a incrementar el riesgo de la tenencia de activos financieros (en particular si no se encuentran plenamente indiciados) y puede reducir la demanda real de los títulos de renta fija representativos de la deuda (7).

En la exposición precedente se han subrayado las motivaciones para la financiación con deuda y la especial importancia que las fuentes externas adquieren en los países en desarrollo, importancia que, con frecuencia, no tienen en los países industrializados, dada la disponibilidad de otras fuentes. ¿Cuáles han sido las consecuencias inmediatas de la financiación exterior del déficit público? Esta financiación puede adoptar formas diversas, como por ejemplo: *a)* subvenciones; *b)* préstamos con-

cesionarios; *c)* préstamos para el desarrollo de proyectos; *d)* crédito de proveedores, y *e)* préstamos comerciales (para más detalles, véase Tanzi, 1985). Las subvenciones y los préstamos concesionarios son muy atractivos, pero no gratuitos. En ambos casos, los costes son a menudo políticos. El crédito de los proveedores y los préstamos para el desarrollo de proyectos pueden contener elementos concesionarios pero, asimismo, pueden tener costes ocultos que los hacen menos deseables de lo que se supondría contemplando su coste explícito. Por ejemplo, pueden obligar a los países a realizar compras en mercados donde los suministros no sean más económicos o carezcan de la calidad deseable, y pueden también tentar a los países a modificar la estructura de sus presupuestos de inversión debido a la disponibilidad de financiación para proyectos específicos y, frecuentemente, menos deseables.

En los últimos años, la más importante fuente de financiación externa del gasto público la han constituido los préstamos comerciales. Estos préstamos tienen distintos vencimientos, y tipos de interés variables o fijos, y han desempeñado un papel esencial al permitir a los países en desarrollo mantener sus niveles de gasto público más elevados de lo que hubiera sido posible con el solo recurso a fuentes interiores. Así pues, es probable que hayan contribuido al crecimiento del sector público de los países en desarrollo. Como podrá apreciarse en la sección V del presente artículo, el crecimiento del endeudamiento con préstamos comerciales hasta 1981 fue extraordinario. Tanto el factor oferta como el factor demanda han determinado este crecimiento.

En los años 70, el crecimiento de la financiación con deuda de la banca comercial se hallaba limitado principalmente por consideraciones de demanda. Los superávits de la OPEP proporcionaban una gran liquidez a los bancos comerciales, obligándolos a competir entre sí a la hora de conceder créditos a los países en desarrollo. En este período, no era raro que un ministro de Hacienda de un país en desarrollo se viese abordado por representantes de varios bancos comerciales europeos portadores de ofertas de préstamos. Esto constituía una tentación tremenda, dado que hacía que la financiación de un mayor gasto público pareciera casi gratuita. México, Brasil, Venezuela y muchos otros países pudieron obtener prácticamente todo el crédito externo que quisieron a tipos de interés muy bajos. El gasto público y la deuda exterior crecieron, básicamente, en línea con la demanda

de ese crédito por parte de estos países. El endeudamiento externo servía al doble fin de financiar la brecha presupuestaria y el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente. Así pues, se produjo una sustancial transferencia neta de recursos de los países industrializados a los países en desarrollo.

En los años 80, la situación experimentó un cambio radical. Los superávits de la OPEP comenzaron a desaparecer, el tipo de interés real aumentó y los costes del servicio de la deuda pública acumulada en el período anterior se hicieron extremadamente elevados, en particular en los países con *ratios* de deuda a PIB elevados. Comenzaron a plantearse dudas sobre la capacidad de los países en desarrollo para hacer frente al servicio de sus deudas y comenzó a incrementarse el riesgo percibido asociado con un mayor riesgo de los bancos privados. Finalmente, el crecimiento del endeudamiento externo se vio limitado por la oferta de crédito. La banca comercial pasó a adoptar una actitud reacia al incremento de los préstamos a los países en desarrollo o, incluso, reacia también a aceptar la renovación automática de la deuda vencida. Combinado todo ello con un tipo de interés real mucho más elevado, que reflejaba también en parte el aumento del riesgo, la dirección del flujo neto de recursos se invirtió. Los recursos netos comenzaron a trasladarse de los países en desarrollo a los industrializados. Durante este período reciente, los países en desarrollo se han visto enfrentados a la necesidad de generar superávits sustanciales por cuenta corriente, a fin de estar en condiciones de cumplir sus obligaciones de pago de la deuda exterior.

III. LA DEUDA PÚBLICA Y LAS RESTRICCIONES DE LA POLÍTICA FISCAL

Traslademos ahora la atención hacia las restricciones que la existencia de una deuda pública elevada supone para la política fiscal. Centremos nuestro análisis en la política fiscal, pero, obviamente, no debe olvidarse que también se producen restricciones sobre otras áreas de la política económica. Un examen detallado de esta cuestión haría deseable analizar las limitaciones ocasionadas por la existencia de cuatro situaciones distintas: a) cuando los activos representativos de la totalidad de la deuda pública se encuentran en el interior del país; b) cuando se encuentran, en su totalidad,

fuera del país; c) cuando la fuga de capitales es una preocupación de importancia, y d) cuando los ciudadanos de un país están ya en posesión de un volumen de activos importantes en países extranjeros, que se les puede incitar a repatriar. Limitaciones de espacio nos impiden examinar estas cuatro alternativas; por consiguiente, nuestro análisis tendrá una naturaleza más general.

La primera restricción obvia de la política fiscal, asociada con la existencia de un volumen de deuda pública elevado, es la consecuencia directa de la necesidad de hacer frente al servicio de la deuda. El sector público debe efectuar los pagos de los servicios de la deuda, es decir, tanto por intereses como por amortizaciones. Para un nivel dado de ingresos y gastos públicos sin intereses, el incremento de los pagos de intereses ocasionará un aumento de la dimensión del déficit público. Esto plantea inmediatamente una cuestión que ha atraído una cierta atención en escritos recientes, esto es: la necesidad de establecer una distinción entre pagos de intereses nominales y reales; o, contemplándolo desde un ángulo diferente, la necesidad de distinguir un déficit medido convencionalmente y el déficit ajustado por la inflación. Cuanto mayor sea la tasa de inflación prevista (y, por consiguiente, cuanto mayor sea el tipo de interés nominal) e igualmente, cuanto mayor sea el *ratio* de deuda a PIB, tanto mayor tenderá a ser el diferencial entre la medida convencional del déficit y la medida ajustada teniendo en cuenta la inflación (8). No es éste lugar para analizar los pros y contras de estos dos enfoques alternativos de la medición del déficit público. Pueden exponerse razones por las que se preferiría depender de una medida más que de la otra. Los autores se han dividido en dos bandos: el de los que no efectuarían ningún ajuste en el déficit medido por el procedimiento convencional y el de aquéllos que piensan que sólo un déficit ajustado para tener en cuenta la inflación proporciona una medida significativa de la corrección fiscal que un país requiere (9). En cualquier caso, el incremento de la factura de intereses tenderá a provocar un aumento de la financiación necesaria para cubrir la brecha fiscal; así pues, cuando el endeudamiento adicional deje de ser una posibilidad viable, obligará al país o bien a reducir su gasto público sin intereses o a incrementar los impuestos. Es ésta una restricción fundamental impuesta por una deuda cuantiosa sobre la política fiscal, restricción que puede tener efectos importantes para el crecimiento potencial de la economía.

Un problema observado en muchos países que se han visto obligados a reducir el gasto público es que, con frecuencia, la reducción del gasto sin intereses que tiene lugar no obedece a consideraciones de eficiencia tanto como a la conveniencia política. De este modo, países que se han visto obligados a ajustar su gasto público sin intereses han: *a)* reducido los salarios en lugar del empleo público; *b)* reducido la inversión en lugar del gasto corriente; *c)* reducido las inversiones financiadas interiormente, mientras mantenían los proyectos de inversión financiados por avalistas extranjeros, pese a la menor productividad de estas inversiones, y *d)* reducido los costes de la asistencia social en lugar de los derechos a las prestaciones. El resultado neto de esas decisiones ha sido una estructura del gasto público menos favorable para el crecimiento.

Algunos países han tratado también de ajustar el mayor gasto público asociado con el incremento de los pagos de intereses mediante un aumento de los impuestos, pero, por lo general, no han tenido mucho éxito en este propósito. En cualquier caso, el temor a fugas de capitales ha reducido las posibilidades de incrementar los impuestos sobre la renta y el patrimonio. Así, se han incrementado los derechos de importación, los impuestos sobre la exportación y los indirectos, especialmente los que gravan el consumo y los combustibles. Y si bien es cierto que el incremento de los impuestos indirectos no es, necesariamente, perjudicial para la economía, la elevación de los impuestos que gravan el comercio exterior aumenta con frecuencia las distorsiones y, con ello, reduce el potencial de crecimiento del país.

La existencia de una deuda pública elevada ha hecho también que las administraciones públicas se viesan presionadas para reducir las subvenciones que a menudo proporcionan a las empresas públicas. De nuevo, en este punto, el resultado ha sido con frecuencia un incremento de los precios más que un recorte del empleo o una mayor preocupación por la eficacia. Dado que los problemas de las empresas públicas se debían a menudo a unas plantillas excesivas y una gestión deficiente, el incremento de los precios puede revalidar las ineficiencias existentes.

Aunque se considera que únicamente los pagos de intereses contribuyen al déficit, todo el servicio de la deuda externa, incluyendo tanto los intereses como las amortizaciones, contribuyen a los desembolsos públicos totales o a lo que, en ocasiones,

se denominan las necesidades de endeudamiento del sector público. Si los pagos de las amortizaciones pudiesen refinanciarse plenamente por medio de préstamos iguales obtenidos con condiciones similares, estas amortizaciones no ocasionarían dificultades a la política fiscal. Sin embargo, cuando cambia el clima financiero, bien sea debido a variaciones en el riesgo asociado con la concesión de préstamos al país en cuestión o debido a un cambio en el clima financiero internacional, el coste de los préstamos recibidos puede aumentar hasta el punto de que, a menudo, el endeudamiento necesario para pagar las amortizaciones o la reestructuración de la deuda existente incrementa los costes por intereses. Esto es especialmente cierto cuando el país es incapaz de pagar siquiera los intereses debidos y, por consiguiente, comienza a registrar atrasos en sus pagos de intereses. En este caso, los atrasos constituyen un procedimiento automático de financiación del interés impagado, que forma parte del déficit. No obstante, es probable que incrementen el coste del endeudamiento futuro, elevando así los déficit futuros y provocando una mayor restricción del gasto público sin intereses.

IV. EFECTOS MACROECONOMICOS DE LA DEUDA PUBLICA

La existencia de un gran volumen de deuda pública tiene consecuencias no sólo para la gestión de la política fiscal, sino también para otras áreas de la política macroeconómica. Estas implicaciones pueden analizarse mejor si consideramos por separado los efectos de la deuda pública sobre el sector exterior y sobre la economía interior, a través de la incidencia sobre la eficacia de la política monetaria y sobre la determinación de los precios esenciales de la economía.

1. Implicaciones para el sector exterior

Cuando la mayor parte de la deuda pública se compone de obligaciones frente al extranjero, nos enfrentamos al doble problema de estimar el impacto de la deuda viva no sólo sobre el presupuesto, sino también sobre la balanza de pagos. Un gran volumen de deuda externa suele exigir un superávit comercial final, a fin de generar las divisas necesarias para hacer frente al servicio de la deuda. Esto es particularmente cierto cuando existen di-

facultades para renovar el volumen de deuda, dado que, en este caso, los recursos exteriores son necesarios para pagar el principal, además de los intereses.

Los superávits comerciales pueden alcanzarse por distintos procedimientos, tales como: *a)* restricciones de las importaciones, imponiendo sobre las mismas derechos más elevados y/o cuotas; *b)* introduciendo una política de tipo de cambio conducente a la generación de estos superávits; *c)* por medio de la reducción del nivel de actividad económica, que reducirá el volumen absoluto de importaciones; *d)* es también posible generar un superávit comercial fomentando las exportaciones por medio de subvenciones a la exportación, o *e)* a través de una fuerte devaluación real del tipo de cambio.

Estas alternativas no son gratuitas para la economía. Si bien el incremento de las exportaciones puede, ciertamente, ser la alternativa de ajuste preferible, cabe que no sea viable a corto plazo y que suponga costes fiscales considerables si se alcanza a través de subvenciones (10). Si el ajuste adopta la forma de reducciones de las importaciones, las consecuencias a largo plazo pueden ser graves. Especialmente cuando una gran proporción de las importaciones constituyen medios de producción, bienes de capital o materias primas importantes para el proceso productivo, las restricciones de las importaciones se traducen inevitablemente en una disminución de las inversiones y en un

menor crecimiento de la economía, pudiendo crear una recesión y desempleo.

El ajuste que tuvo lugar después de la crisis de la deuda de principios de los años 80 fue, básicamente, de este tipo. En el cuadro n.º 1 se muestran los resultados del sector exterior de los quince países Baker.

En estos quince países, considerados de forma conjunta, la balanza comercial saltó de un déficit de 9.000 millones de dólares en 1978 a un superávit de más de 40.000 millones de dólares en 1984. Sin embargo, este resultado se derivó de una contracción de las importaciones del 4 por 100 entre 1981 y 1984, acompañada de una reducción de las exportaciones en un 5 por 100. Por consiguiente, la enorme transferencia de alrededor de 70.000 millones de dólares que tuvo lugar durante los tres años más recientes estuvo generada, básicamente, por una caída de las importaciones sin una mejora sustancial del rendimiento de las exportaciones. Más aún, la proporción de exportaciones necesarias para hacer frente a los pagos de intereses experimentó un incremento de más del 100 por 100 durante este período. No es sorprendente por ello que la tasa de crecimiento de muchos de estos países altamente endeudados haya sido relativamente baja e incluso negativa en los últimos años.

Además de la intervención de los precios en los mercados de importación y exportación, la necesidad de mantener superávits comerciales sustan-

CUADRO N.º 1

RESULTADOS EXTERIORES DE LOS PAISES BAKER 1978-84 (*)
(En millones de dólares de EE.UU. o como porcentajes)

Años	Balanza comercial	Exportaciones	Importaciones	Pagos de intereses Exportaciones
	(En millones de dólares de EE.UU.)			(En %)
1978	-9.075,82	71.028,21	80.104,03	9,75
1979	-1.855,32	95.671,14	97.526,46	10,86
1980	4.194,34	124.103,62	119.909,28	12,20
1981	-6.550,43	124.509,28	131.059,71	14,34
1982	2.821,09	111.907,02	109.085,93	17,62
1983	27.578,58	108.053,92	84.475,34	17,32
1984	40.762,72	117.328,45	76.642,60	20,82

(*) Países incluidos: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa de Marfil, México, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia.
Fuentes: IFS y DRI.

ciales exige una política de tipo de cambio coherente con ese objetivo, es decir, una devaluación real de la divisa afectada y continuos ajustes, en particular en épocas de inflación, a fin de que el tipo de cambio real no se deteriore. Pero una política de estas características impone elevar también el valor, en moneda interior, de los pagos de intereses sobre la deuda externa, así como una carga presupuestaria adicional. En otras palabras, una devaluación real seguida de una política de mantenimiento de la paridad de poder adquisitivo provoca un incremento automático del volumen de deuda externa, con las consecuencias consiguientes para el servicio de la deuda.

Otro aspecto de este problema proviene de la necesidad que tienen los gobiernos de servir como garantes del sector privado en los mercados de capitales extranjeros. A consecuencia de la fuerte devaluación del tipo de cambio necesaria para generar los superávits comerciales, el sector privado, con frecuencia, no estará en condiciones de continuar haciendo frente al servicio de sus obligaciones contraídas en el extranjero (11), de modo que el sector público tendrá que intervenir. El servicio de la deuda garantizada provoca presiones presupuestarias adicionales que, en muchos casos, desembocan en una monetización y en nuevos efectos inflacionistas.

2. Implicaciones para la política monetaria

En aquellos casos en que al menos una parte de los títulos representativos de la deuda se mantienen en el interior del país, la presencia de una deuda pública cuantiosa impone una serie de restricciones sobre la capacidad de dirección de la política monetaria. La capacidad del sector público para financiar sus déficits tomando fondos prestados del sector privado interior está facilitada por su posición privilegiada en el mercado de capitales. Pero la cantidad de deuda que el sector privado está dispuesto a adquirir se encuentra limitada por el valor de sus activos, las oportunidades de inversión alternativas, su preferencia entre el consumo actual y el futuro y su previsión de la política económica futura. En estas circunstancias, el *ratio* que relaciona la deuda pública interior y el PNB, en el mejor de los casos, se mantendrá estable. Así, en términos reales, puede ser viable aumentar la financiación con deuda sólo a una tasa más o

menos aproximada a la tasa de crecimiento de la economía. El único canal a través del cual el sector público puede incitar a un incremento en el *ratio* deuda/PNB es el consistente en ofrecer condiciones más atractivas, como tipos de interés más elevados, una mayor liquidez y vencimientos más favorables (12).

No obstante, debe mencionarse que la restricción que la necesidad de mantener unos tipos de interés reales elevados impone sobre la política monetaria se produce también cuando la mayor parte de la deuda pública no se encuentra suscrita en el interior del país. Esto es así porque, en presencia de una cuantiosa deuda exterior, las expectativas de devaluación del tipo de cambio tenderán a crear fuertes salidas de capitales, a menos que se ofrezcan tipos de interés atractivos al ahorro interno (13).

Por consiguiente, los volúmenes elevados de deuda, ya sea interior o exterior, suelen coexistir con tipos de interés elevados. Esta situación crea verdaderas dificultades políticas, dado que los tipos de interés elevados deben mantenerse en un momento en que es imprescindible limitar los salarios reales para facilitar el ajuste y el servicio de la deuda. Esto es algo que, sin duda alguna, tiene consecuencias sociales claras, dado que los trabajadores perciben esta política como injusta y tratarán de dificultar su aplicación por parte del gobierno.

3. El efecto sobre los precios esenciales

La presencia de una deuda pública cuantiosa y de los ajustes necesarios para hacer frente a su servicio tienen, como ya ha quedado expuesto, una clara incidencia sobre una serie de precios esenciales de la economía, incluyendo los tipos de interés reales, los salarios reales, las tarifas de los servicios públicos y los tipos de cambio. Lo característico de esta incidencia es que los precios que surgen durante el proceso de ajuste pueden ser muy diferentes de sus valores de equilibrio a largo plazo. Por ejemplo, si el superávit de la balanza comercial necesario para hacer frente al servicio de la deuda externa se genera por medio de un tipo de cambio muy depreciado, es probable que este tipo resulte, en términos reales, inferior al tipo de cambio real de equilibrio a largo plazo que se fijaría una vez solucionado el problema de la deuda, y mucho menor que el tipo vigente en la época en que el país estaba importando capitales.

Todas estas alteraciones tienen importantes consecuencias para la determinación de las inversiones de capital del sector público y, en términos más generales, para el programa de inversiones de un país. Por ejemplo, algunas inversiones que serían rentables al tipo de cambio de equilibrio a largo plazo dejarán de serlo a los tipos de cambio actuales. De hecho, este efecto ha creado varias dificultades para los presupuestos de inversión de muchos de estos países. Mientras que, a finales de los años 70, los presupuestos de inversión disfrutaban de un tipo de interés real muy bajo y de tipos de cambio sobrevalorados, en los años 80 han sufrido unos tipos de interés muy elevados y unos tipos de cambio infravalorados, resultantes de los elevados niveles de deuda pública. Inversiones que habían superado el test de rentabilidad en el período inicial se convirtieron en claramente no rentables en los años 80 (14). Esto plantea cuestiones en relación con los estándares o criterios que deben emplearse para determinar la conveniencia o no de acometer un gran número de programas de inversión y, en el caso de aquellos ya iniciados, determinar cuál es la política óptima para su continuación.

V. CUESTIONES EMPIRICAS SOBRE LA DEUDA PUBLICA EXTERIOR DE LOS PAISES EN DESARROLLO

El objeto de esta sección es considerar una serie de datos estilizados en relación con la evolución de la deuda pública exterior, analizar la carga que dicha deuda impone sobre las economías de los países afectados y presentar algunos resultados empíricos que confirman el análisis de las secciones anteriores sobre la importancia relativa del déficit público en la determinación de las diferentes medidas relacionadas con la magnitud de la deuda exterior.

Con el fin de ofrecer un marco coherente de las evoluciones relacionadas con la deuda exterior, vamos a concentrarnos en los quince países denominados «países Baker».

A fin de obtener una perspectiva del tema a un plazo más largo, analizaremos algunas tendencias y evoluciones del endeudamiento exterior durante el período 1970-84, período que registra cambios importantes en el entorno mundial general, así como en los resultados de los países deudores.

CUADRO N.º 2

ESTADISTICAS DE DEUDA PUBLICA 15 PAISES EN DESARROLLO, 1970-1984 (En millones de dólares de EE.UU.)

AÑO	Deuda viva y desembolsada			Desembolsos anuales		
	Total	Acreedores privados	Acreedores oficiales	Total	Acreedores privados	Acreedores oficiales
1970	17.420,00	7.947,50	9.472,50	3.910,70	2.308,50	1.602,20
1971	20.018,90	9.460,80	10.558,10	4.175,00	2.594,50	1.580,50
1972	24.444,00	12.317,70	12.126,30	6.498,20	4.423,90	2.074,30
1973	30.375,10	16.683,00	13.692,10	8.193,00	5.811,00	2.382,00
1974	39.900,90	23.247,60	16.653,30	11.719,00	8.285,80	3.433,20
1975	48.217,50	29.072,70	19.144,80	13.229,90	9.437,40	3.792,50
1976	62.190,50	40.930,60	21.259,90	18.314,80	14.970,20	3.344,60
1977	79.549,80	54.828,70	24.721,10	22.233,00	17.776,80	4.456,20
1978	104.603,30	75.348,20	29.255,10	33.473,60	28.906,50	4.567,10
1979	124.639,30	93.102,90	31.536,40	37.996,60	32.981,10	5.015,50
1980	143.226,10	107.651,70	35.574,40	34.777,60	28.032,20	6.745,40
1981	164.677,40	124.769,00	39.908,40	40.984,20	32.871,50	8.112,70
1982	193.270,00	148.778,30	44.491,70	41.759,80	33.015,80	8.744,00
1983	240.759,30	190.296,80	50.462,50	33.763,00	24.750,80	9.012,20
1984	269.134,10	210.918,30	58.215,80	26.583,30	17.086,80	9.496,50

Países incluidos: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa de Marfil, Ecuador, Mexico, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia.

Fuente: Data resources Inc. Archivos sobre la deuda externa.

CUADRO N.º 3

DEUDA VIVA Y DESEMBOLSOS ANUALES: 15 PAISES EN DESARROLLO, TASAS DE CRECIMIENTO NOMINAL Y REAL
(En términos porcentuales) (*)

AÑO	Deuda viva			Desembolsos anuales: crecimiento nominal		
	Crecimiento nominal	Crecimiento deflactado por el valor unitario de las exportaciones	Crecimiento deflactado por la relación real de intercambio	Total	Acreedores oficiales	Acreedores privados
1971	14,92	13,90	17,58	6,76	-1,35	12,39
1972	22,10	16,71	20,57	55,65	31,24	70,51
1973	24,26	-7,47	7,67	26,08	14,83	31,35
1974	31,36	2,16	30,43	43,04	44,13	42,59
1975	20,84	41,25	58,00	12,89	10,47	13,90
1976	28,98	16,55	20,42	38,43	-11,81	58,63
1977	27,91	6,65	10,52	21,39	33,24	18,75
1978	31,49	38,84	48,42	50,56	2,49	62,61
1979	19,15	-3,91	9,30	13,51	9,82	14,10
1980	14,91	-7,72	4,80	-8,47	34,49	-15,01
1981	14,98	15,53	26,15	17,85	20,27	17,26
1982	17,36	10,45	11,70	1,89	7,78	0,44
1983	24,57	11,25	12,42	-19,15	3,07	-25,03
1984	11,79	1,85	3,24	-21,26	5,37	-30,96

(*) La relación real de intercambio se define como el índice de los valores unitarios de las exportaciones propias dividido por el índice de los valores unitarios de las exportaciones estadounidenses. Los datos deflactados son promedios ponderados para quince países en desarrollo, determinándose los factores de ponderación por la cuota representada por la deuda de cada país en la deuda total.

CUADRO N.º 4

**ESTADÍSTICAS DE DEUDA PÚBLICA:
PAGOS DE INTERESES Y FLUJOS NETOS,
15 PAISES EN DESARROLLO, 1970-1984**
(En millones de dólares de EE.UU.)

AÑO	Pagos de intereses			Transferencias netas (*)		
	Total	Acreedores privados	Acreedores oficiales	Total	Acreedores privados	Acreedores oficiales
1970	856,40	500,30	356,10	1.179,30	549,70	629,60
1971	941,60	552,10	389,50	1.271,60	730,40	541,20
1972	1.058,70	605,80	452,90	3.125,20	2.207,90	917,30
1973	1.530,00	938,30	591,70	3.379,80	2.512,20	867,60
1974	2.151,40	1.461,10	690,30	5.687,10	3.953,30	1.733,80
1975	2.949,30	2.073,20	876,10	5.807,20	4.069,10	1.738,10
1976	3.495,60	2.446,30	1.049,30	9.625,20	8.697,50	927,70
1977	4.389,80	3.136,60	1.253,20	11.225,00	9.678,00	1.547,00
1978	6.473,60	4.907,70	1.565,90	14.416,70	13.209,90	1.206,80
1979	9.807,00	7.913,70	1.893,30	11.297,50	10.757,10	540,40
1980	13.994,30	11.902,60	2.091,70	5.670,20	3.526,10	2.144,10
1981	16.931,30	14.649,60	2.281,70	8.301,50	5.376,50	2.925,00
1982	20.472,00	17.809,10	2.662,90	5.973,60	3.372,80	2.600,80
1983	19.762,30	16.957,40	2.804,90	1.282,80	-885,40	2.168,20
1984	24.274,30	20.943,00	3.331,30	-9.658,50	-12.351,70	2.693,20

(*) Las transferencias netas se definen como desembolsos netos de servicio de la deuda, es decir, desembolsos (pagos de intereses + reembolsos).

Fuente: Data Resources Inc. Archivo sobre la deuda externa.

1. Datos estilizados sobre la evolución de la deuda exterior

El cuadro n.º 2 muestra la evolución del total de la deuda viva y desembolsada para los quince países considerados, distinguiendo entre acreedores privados y públicos u oficiales (15). Asimismo, refleja la evolución de los desembolsos brutos anuales, tanto de fuentes privadas como públicas u oficiales.

La evolución del endeudamiento exterior de esta muestra de países presenta un enorme incremento: de 17.500 millones de dólares a 269.100 millones de dólares durante el período considerado de 15 años. Mientras que en 1970 el 55 por 100 de la deuda total se debía a instituciones públicas u oficiales, este porcentaje ha caído a menos de un 22 por 100 en 1984. Tal y como se indica en el cuadro n.º 3, la tasa promedio de crecimiento de la deuda total ha superado el 20 por 100 al año durante los años 70, y ha caído por debajo del 17 por 100 entre 1980 y 1984. Deflactada por las variaciones en la relación real de intercambio de los países implicados, la tasa de crecimiento de la deuda viva cayó de un promedio de 27 por 100 anual entre 1971 y 1975 a alrededor del 12 por 100

en el período 1980-84 (16). Esta reducción de la tasa de crecimiento del endeudamiento total se debió principalmente a una gran contracción de los desembolsos de nueva deuda después de 1982. Como se refleja en el cuadro n.º 3, la tasa de crecimiento de los nuevos desembolsos cayó de un incremento promedio del 30 por 100 anual en los años 70 a una contracción promedio de alrededor de 7,5 por 100 al año en los 80. Obsérvese, no obstante, que esta reducción de los nuevos desembolsos correspondió, en buena medida, a una contracción de la concesión de nuevos préstamos por parte de los acreedores privados (de alrededor del 10 por 100 al año), en tanto que los acreedores públicos u oficiales continuaron prestando, si bien menos que en el pasado.

Otro rasgo de importancia que debe observarse es el incremento continuo del importe de los pagos de interés efectuados por otros países. El cuadro número 4 muestra que los pagos de intereses aumentaron de menos de 1.000 millones de dólares en 1970 a más de 24.000 millones de dólares en 1984, lo que supone un incremento efectivo del tipo de interés pagado de un 5 por 100 a más del 9,5 por 100 (17). (Véase cuadro n.º 5). Este incremento representa un aumento del 90 por 100 en el interés efectivo pagado, pese a que el tipo de interés

CUADRO N.º 5

INTERES PROMEDIO SOBRE LOS NUEVOS COMPROMISOS Y TIPO DE INTERES EFECTIVO PAGADO (*), 1970-1984

AÑO	Tipo de interés sobre los nuevos compromisos			Tipo de interés efectivo pagado		
	Promedio	Acreedores privados	Acreedores oficiales	Promedio	Acreedores privados	Acreedores oficiales
1971	6,64	7,48	5,75	5,03	6,32	3,89
1972	6,59	7,41	5,63	4,74	5,53	3,98
1973	7,64	8,93	6,01	5,63	6,48	4,60
1974	8,70	10,15	6,24	6,15	7,35	4,53
1975	8,28	8,89	6,99	6,73	7,96	4,89
1976	7,80	7,96	7,32	6,36	6,98	5,19
1977	7,98	8,18	7,47	6,19	6,53	5,42
1978	9,19	9,91	6,74	7,01	7,47	5,75
1979	10,97	11,93	7,00	8,54	9,36	6,23
1980	11,86	13,17	7,84	10,44	11,82	6,23
1981	14,14	16,03	8,62	11,02	12,63	6,03
1982	12,88	13,95	9,78	11,42	12,97	6,29
1983	11,20	11,81	9,12	9,09	9,94	5,86
1984	10,76	12,04	9,04	9,52	10,43	6,13

(*) El tipo de interés efectivo se define como los pagos de intereses en el año (T) divididos por el promedio de deuda viva entre el año (T) y (T-1). Todos los datos son promedios ponderados para quince países en desarrollo, determinándose los factores de ponderación por la cuota de la deuda de cada país en la deuda total.

CUADRO N.º 6

RATIOS DE DEUDA VIVA Y PAGOS DE INTERESES A PNB, 15 PAISES EN DESARROLLO (*), 1970-1984
(En términos porcentuales)

AÑO	Deuda viva y desembolsada/PNB			Pagos de intereses/PNB		
	Total	Acreedores privados	Acreedores oficiales	Total	Acreedores privados	Acreedores oficiales
1970	10,07	4,59	5,47	0,49	0,29	0,21
1971	10,29	4,86	5,43	0,48	0,28	0,20
1972	11,11	5,60	5,51	0,48	0,28	0,21
1973	11,26	6,19	5,08	0,57	0,35	0,22
1974	11,13	6,49	4,65	0,60	0,41	0,19
1975	11,73	7,07	4,66	0,72	0,50	0,21
1976	13,28	8,74	4,54	0,75	0,52	0,22
1977	15,26	10,52	4,74	0,84	0,60	0,24
1978	17,34	12,49	4,85	1,07	0,81	0,26
1979	17,08	12,76	4,32	1,34	1,08	0,26
1980	16,69	12,55	4,15	1,63	1,39	0,24
1981	17,54	13,29	4,25	1,80	1,56	0,24
1982	22,86	17,60	5,26	2,42	2,11	0,32
1983	33,68	26,62	7,06	2,76	2,37	0,39
1984	36,84	28,87	7,97	3,32	2,87	0,46

(*) Promedio ponderado del *ratio* de cada uno de los países. Los factores de ponderación se determinan por la proporción de cada país en el PNB total.

promedio de los nuevos compromisos aumentó en alrededor del 60 por 100. Esta evolución refleja, al menos parcialmente, el gran cambio desde los créditos públicos u oficiales y, con frecuencia, pactados en condiciones favorables al crédito precedente de fuentes privadas.

El cuadro n.º 6 resume la incidencia de las evoluciones que han quedado mencionadas, al mostrar la carga de la deuda pública y los pagos de intereses en las economías de los países implicados. La deuda viva aumentó de un 10 por 100 del PNB en 1970 a más de un 36 por 100 a finales de 1984, incremento que se debe principalmente al aumento en seis veces del *ratio* del crédito de fuentes privadas al PNB. El incremento en la carga de pago de intereses en relación con el producto total de los países considerados se ilustra también en el cuadro número 6: los pagos de intereses aumentaron de menos de medio punto porcentual del PNB a un 3,3 por 100 de esta misma magnitud en 1984.

Una ilustración más dramática de las evoluciones relacionadas con la deuda externa de los quince países mencionados en el plan Baker la proporcionan las columnas de transferencias netas del cuadro n.º 4. Las transferencias netas (es decir, desembolsos netos de servicio de la deuda) indican la disponibilidad de ahorro extranjero transferido

a través de la cuenta de capital. La combinación de un aumento de los pagos de intereses y una disminución de los desembolsos ha producido una transferencia neta negativa de alrededor de 10.000 millones de dólares en 1984 (que contrasta con una transferencia neta positiva de 14.400 millones de dólares en 1978). Probablemente, la caída de las transferencias netas y la salida de recursos de los países en desarrollo son los ejemplos más drásticos de las consecuencias de la crisis de la deuda de 1982. Sin embargo, es importante observar que las transferencias netas negativas proceden de fuertes salidas de recursos para hacer frente al servicio de la deuda exterior contraída con acreedores privados mientras los acreedores públicos continúan siendo prestamistas netos a un nivel similar al de principios de los años 80.

El cuadro n.º 7 proporciona indicaciones adicionales de la magnitud de la carga impuesta por la deuda pública exterior, comparándose en él las magnitudes de volúmenes y flujos. Mientras los nuevos desembolsos importaban más del 30 por 100 de la deuda viva a finales de los años 70 (correspondiendo casi el 40 por 100 de ellos a acreedores privados), en 1984 representaban menos del 10 por 100 del volumen de deuda. Una vez más, esta reducción de los desembolsos en relación

con la deuda viva se explica única y exclusivamente por la reducción de las concesiones de nuevos préstamos por parte de los acreedores privados. Todavía más importante es el uso potencial de los flujos de entrada anuales. Como se refleja en el cuadro, más de un 90 por 100 de los nuevos créditos se vieron compensados por los flujos de salida de los pagos de intereses en 1984. Llama la atención el hecho de que esta relación entre pagos de intereses y desembolsos se mantuviese por debajo del 20 por 100 en 1978 y a un 25 por 100 en 1979, pese a que el tipo de interés promedio no era sustancialmente diferente en estos dos años. Las últimas dos columnas del cuadro n.º 7 indican que en 1984 se produjo una clara transferencia (incluso excluidos los reembolsos) de los acreedores públicos u oficiales a los privados, dado que los pagos de intereses a estos últimos superaron sus desembolsos, en tanto que los pagos de intereses a los primeros representaron alrededor de la tercera parte de sus desembolsos.

De la exposición precedente se deduce, de forma evidente, que el servicio de la deuda impone una carga sumamente pesada a los países en desarrollo. Una cierta dosis de empirismo informal pone de relieve que el nivel de deuda y las tasas de crecimiento de estas economías guardan una correlación fuertemente negativa. Realizando una regre-

sión entre la tasa de crecimiento y el nivel de deuda exterior como proporción del PNB en los quince países analizados a lo largo del período 1972-84, se obtienen los siguientes resultados (18) y (19):

$$\hat{Y} = 5,64 - 0,254 (\text{deuda/PNB}) \quad R^2 = 0,446 \\ (4,05) \quad (9,77) \quad \text{SEE} = 4,94$$

$$\hat{Y} = 2,52 - 0,178 (\text{deuda/PNB}) + 3,48VF \quad R^2 = 0,483 \\ (1,56) \quad (5,39) \quad (3,58) \quad \text{ESE} = 4,78$$

Si bien carecería de justificación atribuir una relevancia excesiva a estos resultados, está claro que el nivel de deuda tiene una incidencia negativa sobre la capacidad de estos países para desarrollarse y crecer. Dada la importancia del factor deuda, y con el objeto de completar la descripción presentada en las secciones anteriores de este artículo, en lo que sigue vamos a analizar en mayor detalle algunos de los determinantes empíricos de la evolución global de la deuda exterior y de su importancia relativa en las economías nacionales. Con este fin, en la próxima sección se desarrolla un análisis empírico más formal.

CUADRO N.º 7

RATIOS DE DESEMBOLSOS Y PAGOS DE INTERESES
15 PAISES EN DESARROLLO, 1970-1984
 (En términos porcentuales)

AÑO	Desembolsos/deuda viva			Pagos de intereses/desembolsos		
	Total	Acreedores privados	Acreedores oficiales	Total	Acreedores privados	Acreedores oficiales
1970	22,45	29,05	16,91	21,90	21,67	22,23
1971	20,86	27,42	14,97	22,55	21,28	24,64
1972	26,58	35,91	17,11	16,29	13,69	21,83
1973	26,97	34,83	17,40	18,67	16,15	24,84
1974	29,37	35,64	20,62	18,36	17,63	20,11
1975	27,44	32,46	19,81	22,29	21,97	23,10
1976	29,45	36,57	15,73	19,09	16,34	31,37
1977	27,95	32,42	18,03	19,74	17,64	28,12
1978	32,00	38,36	15,61	19,34	16,98	34,29
1979	30,49	35,42	15,90	25,81	23,99	37,75
1980	24,28	26,04	18,96	40,24	42,46	31,01
1981	24,89	26,35	20,33	41,31	44,57	28,13
1982	21,61	22,19	19,65	49,02	53,94	30,45
1983	14,02	13,01	17,86	58,53	68,51	31,12
1984	9,88	8,10	16,31	91,31	122,57	35,08

2. Las fuentes del crecimiento de la deuda externa: resultados de la regresión

El objetivo de esta sección es investigar algunos de los principales factores que determinan los cambios en el volumen de deuda, tanto a nivel absoluto como en su relación porcentual con el PNB, subrayando la importancia del déficit público frente a otras variables que afectan a la acumulación de deuda. Se han estimado dos tipos de relaciones combinando los datos para los quince países a lo largo del período de 1972-84. La primera especificación explica las variaciones en el nivel de deuda exterior viva y desembolsada (ΔD_t). Además del déficit público como porcentaje del PIB (Def_t), cuyo papel se ha examinado en las secciones anteriores, se incluyen tres variables relacionadas con el sector exterior. El coste del crédito exterior, representado por el tipo de interés al que hace frente el país, puede afectar al volumen de deuda en dos sentidos opuestos. Un incremento de los tipos de interés puede reducir la demanda de nuevos préstamos. Sin embargo, dado que la mayor parte del volumen de deuda viva se encuentra sujeta a tipos de interés variables, esta elevación puede producir un incremento del volumen de endeudamiento, ya que es posible que los países se vean obligados a tomar prestados nuevos fondos a fin de hacer frente al servicio de los compromisos anteriores. Con el objeto de captar estos dos efectos, incluimos en la ecuación el tipo de interés promedio sobre los nuevos compromisos en el año anterior (i_{t-1}). Dado que, ciertamente, es posible que se contratase deuda externa para cerrar desfases de pagos exteriores, se añade a la ecuación el superávit de la balanza comercial (BC), junto con las variaciones de los precios internacionales a las que se enfrenta el país en cuestión. Esta última variable indicaría si los cambios en el volumen de deuda responden realmente a variaciones cíclicas en los mercados internacionales. Estas oscilaciones se pueden medir, alternativamente, por las variaciones en la relación real de intercambio (RRI) o por las que registran los valores unitarios de las exportaciones (VUE). Por tanto, la ecuación estimada será la siguiente:

$$\Delta D_t = a_1 + a_2 Def_t + a_3 i_{t-1} + a_4 BC_t + a_5 \hat{RRI}_t$$

Esta ecuación se ha estimado tanto para las variaciones en el volumen total de deuda como para las variaciones en la deuda procedente de fuentes oficiales y privadas por separado. La pauta

general de los resultados, que se presentan en el cuadro n.º 8, confirma claramente la importancia de los déficit públicos en la determinación de la deuda exterior. Los coeficientes del déficit público son muy significativos en todas las ecuaciones estimadas, así como los correspondientes al tipo de interés al que se enfrenta el país, que resultan tener un signo positivo. Por otra parte, las variaciones en los precios exteriores de las importaciones y exportaciones no parecen haber afectado a las variaciones en el nivel absoluto de deuda. Por lo que respecta a los resultados de la balanza comercial, las ecuaciones [1]—[2], [5]—[6] y [9]—[10] parecen indicar la existencia de una relación positiva entre las variaciones del nivel de deuda y el superávit de la balanza comercial. Este resultado, no obstante, no es estable durante todo el período estudiado. Cuando se incluye una variable ficticia que interviene multiplicando a BC para separar el período 1972-80 del período 1981-84, el coeficiente es significativo y tiene un signo opuesto, con una magnitud similar a la de la variable de la balanza comercial. Este resultado sugiere que durante los años 70 los desequilibrios exteriores no condujeron a variaciones en la deuda exterior, pero en los años 80 los incrementos de la deuda exterior guardaron una correlación con los superávits de la balanza comercial, habiendo evolucionado estas dos magnitudes de forma positiva durante este período posterior. No obstante, este último resultado es aplicable principalmente a las fuentes privadas.

Dado que las unidades de medición difieren en cierta medida para las distintas variables incluidas en el cuadro n.º 8, con el objeto de determinar la influencia relativa de las diferentes variables explicativas hemos calculado los coeficientes «beta», que miden la variación en la variable dependiente, *ceteris paribus*, para una unidad de variación en cada una de las variables independientes. Los coeficientes beta son independientes de las unidades de medición y pueden compararse directamente dentro de cada una de las ecuaciones y entre unas y otras (20). Los coeficientes beta calculados correspondientes a las 12 ecuaciones del cuadro n.º 8 se presentan en el cuadro n.º 9. Los rasgos esenciales que suministra este cuadro son los siguientes: para las variaciones en el total de deuda viva exterior, el déficit público se revela con un efecto más fuerte que cualquier otra variable. Dicho efecto es particularmente acusado en las ecuaciones que explican los préstamos recibidos de fuentes oficiales (ecuaciones [5] — [8]). En estas ecuaciones, el tipo de interés y la balanza comercial

CUADRO N.º 8

**VARIACIONES EN LA DEUDA VIVA Y DESEMBOLSADA
15 PAISES EN DESARROLLO, 1972-1984**
 $D_t = a_0 + a_1 \text{Def}_t + a_2 i_{t-1} + a_3 \text{BC}_t + a_4 \text{RR}\dot{I}_t$

		Def_t	i_{t-1}	BC_t	$D(\text{BC})_t$	$\text{RR}\dot{I}_t$	$\text{V}\dot{U}\text{E}$	R^2/ESE
Total								
[1]	-390.5 (0.69)	111.4 (3.75)	149.6 (3.58)	164.1 (3.65)		4.936 (1.20)		0.627 1350.3
[2]	-348.3 (0.60)	109.8 (3.62)	147.3 (3.65)	175.4 (3.97)			2.132 (0.65)	0.625 1354.2
[3]	-633.5 (1.16)	96.3 (3.22)	197.1 (3.57)	233.4 (4.49)	-219.6 (2.55)	6.73 (1.66)		0.661 1329.6
[4]	-637.6 (1.09)	96.3 (3.17)	146.6 (3.49)	243.3 (4.73)	-214.6 (2.47)		3.72 (1.13)	0.638 1334.9
Fuentes oficiales								
[5]	76.96 (0.62)	23.42 (4.24)	25.76 (2.23)	16.33 (1.97)		-1.13 (0.15)		0.473 250.5
[6]	79.57 (0.62)	23.35 (4.17)	25.53 (2.17)	16.30 (2.00)			-0.95 (0.16)	0.473 250.5
[7]	74.03 (0.59)	23.20 (4.11)	25.65 (2.21)	17.30 (1.76)	-2.99 (0.11)	-0.88 (0.11)		0.473 251.2
[8]	76.07 (0.59)	23.17 (4.06)	25.48 (2.16)	17.24 (1.78)	-2.94 (0.18)		-0.73 (0.12)	0.413 251.2
Fuentes privadas								
[9]	-458.1 (0.79)	85.2 (2.85)	106.5 (2.88)	157.2 (3.53)		4.561 (1.11)		0.575 1351.5
[10]	-393.3 (0.67)	82.9 (2.72)	102.9 (2.75)	169.3 (3.88)			1.59 (0.49)	0.573 1355.4
[11]	-779.9 (1.35)	69.9 (2.30)	108.7 (2.99)	227.7 (4.45)	-277.6 (2.65)	6.52 (1.59)		0.592 1329.0
[12]	-736.2 (1.24)	68.7 (2.25)	106.5 (2.89)	238.2 (4.70)	-221.3 (2.55)		0.33 (1.02)	0.588 1334.6

Notas: Las regresiones combinan datos de un panel de series temporales y de corte transversal. Los países comprendidos son: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa de Marfil, México, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Venezuela y Yugoslavia.

D = Variación en el volumen de deuda pública viva exterior.

Def = Déficit público como porcentaje del PIB.

i = Tipo de interés promedio sobre los nuevos compromisos.

BC = Superávit de la balanza comercial.

$\text{V}\dot{U}\text{E}$ = Tasa de variación de los valores unitarios de las exportaciones del país i .

$\text{RR}\dot{I}$ = Tasa de variación de la relación real de intercambio definida como: $\text{V}\dot{U}\text{E}_i - \text{V}\dot{U}\text{E}_{\text{US}}$.

$D(\)$ = Indica una variable ficticia (1 para 1972-80; 0 para 1981-84) que multiplica a la variable entre paréntesis.

Todas las ecuaciones incluyen 14 variables ficticias nacionales. Los valores t se incluyen entre paréntesis. ESE es el error standard de la estimación.

CUADRO N.º 9

**VALORES DE LOS COEFICIENTES "BETA":
ECUACIONES DE LA VARIACION EN LA DEUDA VIVA**

Número de ecuación	Def	i	BC	D(BC)	RRI	VUE
Deuda total						
[1]	0.246	0.189	0.220	—	0.065	—
[2]	0.242	0.185	0.236	—	—	0.035
[3]	0.213	0.186	0.314	-0.192	0.088	—
[4]	0.213	0.185	0.327	-0.188	—	0.061
Fuentes oficiales						
[5]	0.332	0.149	0.140	—	-0.009	—
[6]	0.331	0.147	0.140	—	—	-0.010
[7]	0.329	0.148	0.149	-0.017	-0.007	—
[8]	0.328	0.147	0.148	-0.017	—	-0.008
Fuentes privadas						
[9]	0.201	0.151	0.225	—	0.064	—
[10]	0.195	0.146	0.243	—	—	0.028
[11]	0.163	0.154	0.326	-0.213	0.091	—
[12]	0.162	0.151	0.342	-0.207	—	0.058

tienen un efecto de tan sólo la mitad del que produce el déficit público.

La segunda especificación estimada relaciona las variaciones en el *ratio* de deuda viva a PNB. La ecuación estimada para esta especificación es la siguiente:

$$\Delta(D/PNB)_t = b_1 + b_2 \text{Def}_t + b_3 i_{t-1} + b_4 (BC/PNB) + b_5 \hat{R}RI$$

Los resultados correspondientes a esta especificación se recogen en el cuadro n.º 10. Una vez más, los coeficientes estimados para el déficit público (como porcentaje del PIB) y los tipos de interés resultan altamente significativos, en tanto que la variable de la balanza comercial muestra una pauta similar a la del cuadro anterior, es decir, ningún efecto significativo durante los años 70 y movimientos paralelos a los del endeudamiento exterior en los últimos cuatro años. Una diferencia importante es el signo negativo del coeficiente que refleja las variaciones en los valores unitarios de las exportaciones. Esto parece indicar que, *ceteris paribus*, una caída en los precios de las exportaciones del país tiende a incrementar el *ratio* de deuda a PNB, probablemente a través de la combinación de una mayor deuda y una reducción de la actividad económica.

En relación con los coeficientes beta para las

ecuaciones [13] — [24] (cuadro n.º 11), estos indican que, por lo que respecta al *ratio* de deuda total a PNB, los déficit públicos y los tipos de interés tienen efectos aproximadamente equivalentes, aunque la incidencia de los tipos de interés parece ser el determinante más importante en el caso de los préstamos de fuentes oficiales.

En resumen, los déficit públicos y los tipos de interés parecen ser los determinantes fundamentales de las variaciones en el volumen de deuda exterior. En relación con las variaciones en el nivel absoluto de la deuda, el efecto de los déficit públicos se manifiesta como el factor más importante en la determinación de los préstamos recibidos de fuentes oficiales. La balanza comercial no ha afectado al endeudamiento exterior durante los años 70 y guarda una correlación positiva con las variaciones de la deuda en los años 80. Por consiguiente, la importancia decisiva de la gestión fiscal en la evolución de la deuda exterior se encuentra sólidamente confirmada por esta serie de resultados.

3. El tipo de interés de la deuda pública

Dada la importancia que el tipo de interés pagado por los países prestatarios tiene en la explicación

CUADRO N.º 10

**VARIACIONES EN EL RATIO DE DEUDA VIVA Y DESEMBOLSADA
SOBRE PNB 15 PAISES EN DESARROLLO, 1972-1984**
 $\Delta D/BC)_t = b_1 + b_2 Def_t + b_3 i_{t-1} + b_4 (BC/PNB) \pm b_5 R\bar{R}I$

	Constante	Def _t	i _{t-1}	BC/PNB	D(BC)/PNB	R $\bar{R}I$	V $\bar{U}E$	F \bar{F}/ESE
Total								
[13]	-4.14 (1.74)	0.390 (3.03)	0.688 (3.96)	0.189 (1.70)		-0.027 (1.14)		0.208 5.815
[14]	-2.97 (1.22)	0.353 (2.74)	0.627 (3.58)	0.233 (2.17)			-0.356 (2.33)	0.223 5.759
[15]	-3.95 (1.70)	0.327 (2.57)	0.589 (3.41)	0.433 (3.22)	-0.424 (3.06)	0.021 (1.11)		0.248 5.681
[16]	-3.00 (1.26)	0.301 (2.36)	0.546 (3.14)	0.455 (3.48)	-0.399 (2.87)		-0.287 (1.90)	0.258 5.644
Fuentes oficiales								
[17]	-3.89 (2.82)	0.167 (2.69)	0.541 (4.26)	0.048 (0.88)		-0.013 (1.49)		0.282 2.802
[18]	-3.44 (2.38)	0.157 (2.50)	0.509 (3.88)	0.054 (1.01)			-0.013 (1.78)	0.286 2.794
[19]	-3.77 (2.70)	0.158 (2.53)	0.513 (3.93)	0.084 (1.23)	-0.060 (0.87)	-0.013 (1.39)		0.285 2.804
[20]	-3.35 (2.31)	0.150 (2.37)	0.483 (3.63)	0.085 (1.28)	-0.054 (0.78)		-0.012 (1.64)	0.286 2.798
Fuentes privadas								
[21]	-2.27 (1.21)	0.205 (2.06)	0.337 (2.83)	0.122 (1.44)		-0.014 (0.94)		0.131 4.47
[22]	-1.50 (0.78)	0.180 (1.80)	0.306 (2.57)	0.158 (1.91)			-0.022 (1.87)	0.144 4.44
[23]	-2.36 (1.30)	0.150 (1.54)	(0.291) (2.50)	0.326 (3.20)	-0.358 (-3.42)	-0.008 (0.57)		0.186 4.34
[24]	-1.79 (0.96)	0.135 (1.38)	0.271 (2.32)	0.344 (3.47)	-0.340 (3.23)		-0.015 (1.32)	0.193 4.32

Notas: Véase cuadro n.º 7.

de las variaciones del endeudamiento total, parece importante tratar de determinar alguno de los principales factores que le afectan. Como es bien sabido, las cargas que pagan los países por su deuda externa suelen determinarse por el tipo *libor* más un diferencial que refleja la prima de riesgo específica para cada país. Obviamente, los créditos oficiales y subvencionados, no tienen tipos de interés de mercado, si bien sus variaciones pueden estar sometidas a la influencia de fuerzas similares a

aquéllas que determinan los tipos de interés de mercado. Sin pretender realizar una explicación exhaustiva de los determinantes de los diferenciales sobre el tipo *libor* para los países considerados, en esta sección estimamos una serie de ecuaciones que evalúan la incidencia de las distintas variables sobre el coste de la deuda exterior.

Dado que el tipo de la deuda oficial suele reflejar objetivos concesionarios, cabe esperar que algunos

de los factores que le afectan sean sustancialmente diferentes de los que influyen sobre el tipo privado o comercial. Por esta razón, estimamos aquí ecuaciones separadas para los tipos medios de interés cargados por los acreedores privados y oficiales. Las variables que se considera que afectan a la evolución de las cargas de interés son las siguientes: el déficit público como proporción del PIB; las variaciones de la relación real de intercambio; la tasa de crecimiento de la economía; el volumen de deuda de fuentes privadas (oficiales) como proporción del PNB o, alternativamente, el volumen total de deuda como proporción del PNB, y el *ratio* de la deuda de origen privado (oficial) y la deuda total.

Los resultados de las estimaciones se ofrecen en el cuadro n.º 12, y pueden explicarse en los siguientes términos:

a) En relación con el tipo de interés cargado por los acreedores privados, el volumen de deuda de fuentes privadas, tanto como proporción del PNB como de la deuda total, tiene un efecto positivo significativo sobre el tipo de interés. El *ratio* de deuda total a PNB, sin embargo, no lo afecta de forma significativa. Este resultado parece indicar que las primas de riesgo aumentan a medida que disminuye la proporción del crédito concesionario o, en otras palabras, que los acreedores privados

se preocupan más por el volumen de deuda a cuyo servicio deberá hacerse frente en términos comerciales que del volumen de endeudamiento total.

b) Una mejora de la relación real de intercambio tiende a producir un efecto negativo sobre los tipos de interés comerciales. Esto puede deberse a una reducción del riesgo percibido, dada la mejora en la capacidad de los países para hacer frente al servicio de sus deudas. Por otra parte, ni la tasa de crecimiento de la economía ni el déficit público ejercen influencia alguna sobre las cargas de intereses del crédito de fuentes privadas.

c) En relación con las cargas de intereses sobre el crédito oficial, se obtiene una pauta de resultados en cierta medida diferente. En primer lugar, el efecto del déficit público es altamente significativo, en tanto que no lo es el de la relación real de intercambio. Por consiguiente, es posible que los acreedores oficiales atribuyan una prima de riesgo muy superior a los desequilibrios de presupuesto que a la evolución de los precios exteriores. Así, por lo que respecta a los créditos oficiales, el déficit público puede ejercer una influencia adicional sobre la economía. Al incrementar las cargas de intereses sobre los nuevos compromisos, el déficit público tiende a reforzar el aumento de la carga de la deuda exterior sobre la economía.

CUADRO N.º 11

VALORES DE LOS COEFICIENTES "BETA":
ECUACIONES DE LAS VARIACIONES EN EL *RATIO* DE DEUDA SOBRE PNB

Número de ecuación	Def	<i>i</i>	BC/PNB	D(BC)/PNB	RRi	VUE
Deuda total						
[13]	0.292	0.294	0.204	—	-0.122	—
[14]	0.264	0.268	0.251	—	—	-0.199
[15]	0.245	0.252	0.466	-0.375	-0.095	—
[16]	0.225	0.233	0.490	-0.352	—	-0.160
Fuentes oficiales						
[17]	0.247	0.326	0.101	—	-0.121	—
[18]	0.232	0.305	0.115	—	—	-0.146
[19]	0.235	0.310	0.178	-0.105	-0.114	—
[20]	0.222	0.292	0.182	-0.095	—	-0.137
Fuentes privadas						
[21]	0.208	0.207	0.179	—	0.085	—
[22]	0.184	0.189	0.231	—	—	0.166
[23]	0.153	0.179	0.478	-0.431	0.051	—
[24]	0.138	0.167	0.505	-0.409	—	0.116

CUADRO N.º 12

**DETERMINANTES DE LOS TIPOS DE INTERES MEDIOS SOBRE LOS NUEVOS COMPROMISOS
15 PAISES EN DESARROLLO, 1972-84**

Acreedores privados

$$[25] \quad i_p = 3.74^{**} - 0.024 \text{ Def} + 0.039^{**} (D_p / \text{PNB}) + 0.022^{**} (D_o / D) - 0.0076^{**} \text{R}\hat{\text{R}}\text{I}$$

(7.30) (0.82) (2.89) (2.32) (2.02)

$$+ 0.004 \hat{Y} + 0.637^{**} \text{LIBOR} \quad R^2 = 0.782$$

(0.20) (18.55) ESE = 1.336

$$[26] \quad i_p = 3.53^{**} - 0.025 \text{ Def} + 0.012 (D / \text{PNB}) + 0.033^{**} (D_o / D) - 0.0069^{**} \text{R}\hat{\text{R}}\text{I}$$

(6.74) (0.83) (1.31) (3.63) (1.81)

$$+ 0.007 \hat{Y} + 0.636^{**} \text{LIBOR} \quad R^2 = 0.773$$

(0.35) (18.14) ESE = 1.361

Acreedores oficiales

$$[27] \quad i_o = 9.23^{**} + 0.066^{**} \text{Def} + 0.011 (D_o / \text{PNB}) - 0.027^{**} (D_o / D) - 0.003 \text{R}\hat{\text{R}}\text{I}$$

(9.01) (2.05) (0.59) (2.66) (0.79)

$$- 0.075^{**} \hat{Y} + 0.112^{**} \text{LIBOR} \quad R^2 = 0.511$$

(3.51) (3.03) ESE = 1.423

$$[28] \quad i_o = 8.69^{**} + 0.578 \text{Def} + 0.025^{**} (D / \text{PNB}) - 0.022^{**} (D_o / D) - 0.004 \text{R}\hat{\text{R}}\text{I}$$

(8.60) (1.84) (2.63) (2.33) (1.02)

$$- 0.052^{**} \hat{Y} + 0.106^{**} \text{LIBOR} \quad R^2 = 0.529$$

(2.39) (2.96) ESE = 1.397

Notas: Véase cuadro n.º 7.

La anotación adicional es la siguiente:

i_p = Tipo de interés medio sobre los nuevos compromisos con acreedores privados.

i_o = Tipo de interés medio sobre los nuevos compromisos con acreedores oficiales.

D = Deuda viva total.

D_p = Deuda viva de fuentes privadas.

D_o = Deuda viva de fuentes oficiales.

\hat{Y} = Tasa de crecimiento de la renta real.

LIBOR: Tipo del mercado interbancario de Londres en las operaciones a un día. Denominaciones en dólares, a seis meses.

** Significativo al nivel de 5 por 100.

* Significativo al nivel de 10 por 100.

d) Mientras que el volumen de crédito público en relación con el PNB no tiene un efecto significativo, el volumen total de deuda sí tiene un efecto positivo sobre los tipos de interés del crédito público. La proporción de la deuda concesionaria sobre la deuda total es también una variable significativa: cuanto mayor es esta proporción, tanto menores son las cargas de intereses. Claramente, las instituciones oficiales parecen atribuir un cierto grado de riesgo a la magnitud de deuda comercial en manos de los países implicados. Este resultado, sin embargo, acarrea la no deseable implicación de que los países con un mayor endeudamiento comercial pueden también terminar pagando cargas más elevadas sobre sus préstamos oficiales.

e) Un resultado interesante de las ecuaciones [27] y [28] del cuadro n.º 12 es el coeficiente negativo, y altamente significativo, de la tasa de crecimiento de la renta. Si bien puede existir aquí un problema de causalidad bidireccional, las estimaciones señalan que unos mejores resultados de crecimiento guardan una relación negativa con las cargas de intereses del crédito público.

f) Si bien los coeficientes del *libor* son siempre muy significativos, son también significativamente diferentes de la unidad en todas las ecuaciones. Esto indica que, *ceteris paribus*, un incremento del *libor* tiende a reducir el diferencial de tipos. No obstante, como era de esperar, los coeficientes

para el crédito privado son más de seis veces superiores a los del crédito oficial.

VI. OBSERVACIONES FINALES

En este artículo se ha tratado de estudiar la situación de la deuda en un grupo de países en desarrollo denominados «países del plan Baker». Se ha mostrado cómo, en los últimos años, se ha producido, en primer lugar, un fuerte incremento en las operaciones de endeudamiento exterior, acompañado por una acumulación igualmente fuerte de deuda exterior y, seguidamente, de una aguda desaceleración del endeudamiento neto en la forma de préstamos exteriores, a medida que ha aumentado el costo y se ha reducido la disponibilidad

del crédito exterior. Este cambio ha invertido el flujo neto de recursos, forzando a los países en desarrollo a alcanzar superávits comerciales muy elevados. Esta situación ha exigido la introducción de cambios drásticos en la política económica. Inevitablemente, algunos de ellos han tenido una influencia significativa sobre los resultados de estas economías. En los últimos años, se ha debatido permanentemente la cuestión de si los desequilibrios de los países en desarrollo deben financiarse o, por el contrario, estos países deben introducir ajustes. En la actualidad nos encontramos muy por encima de ese debate: los países han introducido ajustes, y a gran escala. De hecho, hay quien diría que a una escala excesiva. Es de esperar que aquellos países que estén dispuestos a aplicar políticas coherentes con el objetivo de crecimiento puedan disponer de nuevo de más financiación.

NOTAS

(*) Artículo elaborado para su presentación en la conferencia de la *Internacional Economic Association* sobre «Economía de la Deuda Pública», celebrada en la Universidad Stanford los días 24-26 de junio de 1986. Las opiniones expuestas son estrictamente personales y no reflejan necesariamente posturas oficiales del Fondo. Los autores agradecen a la Srta. Farhadian su valiosa ayuda.

(1) La asunción de la deuda del sector privado por el sector público no se refleja como déficit en un sistema convencional de contabilidad nacional. Sin embargo, con una contabilidad de caja, las operaciones netas de concesión de préstamos del gobierno deben considerarse una partida determinante del déficit.

(2) En algunos de estos casos, el sector público ha «tomado prestadas» las reservas que se exige mantener a la banca comercial en los bancos centrales. De este modo, el sector público ha pagado intereses al banco central y este último, a su vez, a la banca comercial (véase Tanzi, 1985).

(3) Si bien el ahorro total en muchos países en desarrollo no es, necesariamente, insuficiente, con frecuencia se afirma que, dada la estructura del mercado y los incentivos, la cuota del ahorro financiero es muy baja.

(4) Este tipo de percepción del riesgo se produce en especial cuando el crecimiento de la deuda pública financiera supera los ingresos públicos, dado que esta circunstancia puede interpretarse como una indicación de la posibilidad de que se introduzcan ajustes y programas de reforma, incluyendo impuestos sobre el capital de los tenedores de los títulos representativos de la deuda o incrementos de los tipos impositivos aplicados a las rentas de intereses.

(5) Esta influencia se ve reducida por la tasa de crecimiento real de la economía (véase Friedman, 1971).

(6) Esta conclusión implica que los países que introduzcan programas de estabilización de precios, como el Plan Austral de Argentina o el Plan de Estabilización de Israel (ambos iniciados en 1985) o el

Plan Cruzado de Brasil de 1986, experimentarán un incremento automático de la cuota representada por los ingresos tributarios en el PIB.

(7) Asimismo, tenderá a incrementar la demanda de dólares. Este fenómeno, que suele denominarse «dolarización» de la economía, ha alcanzado una gran importancia en Argentina, Brasil, México y otros países en desarrollo. La «dolarización» reduce aún más los beneficios netos, en términos de ingresos, derivados de la financiación inflacionista.

(8) Dado que en los países en desarrollo la tasa de inflación interior es, con frecuencia, muy superior a la del resto del mundo, este problema se encuentra especialmente conectado con la deuda interior. Para un país con una deuda principalmente exterior, las dos medidas del déficit tenderán a aproximarse mucho más.

(9) Por lo general, los representantes del mundo académico se han alineado a favor del déficit ajustado por inflación, en tanto que otros profesionales se han mostrado partidarios de la medida convencional.

(10) Las subvenciones a la exportación constituyen, con frecuencia, violaciones de acuerdos comerciales internacionales y generan resentimiento y represalias.

(11) Incluso en el supuesto de que fuese capaz, puede no tener acceso a las divisas necesarias.

(12) Este efecto proviene no sólo de las presiones de la cartera sobre los títulos públicos y de la competencia por la obtención de fondos para préstamos, sino también de los efectos de las expectativas de monetización futura, alimentadas por continuos déficits financiados con deuda que, generalmente, añaden una prima de riesgo real a los tipos de interés.

(13) O a menos que la deuda interior se encuentre denominada en divisas.

(14) Cabría también mencionar que el orden de los proyectos puede asimismo verse alterado drásticamente en función de las distintas intensidades de capital, trabajo e *inputs* de importación de los diferentes proyectos.

(15) El cuadro presenta los datos de la deuda pública y con garantía pública a largo plazo, con un vencimiento original superior al año. La deuda con garantía pública es una obligación exterior cuyo reembolso se encuentra garantizado por una entidad pública. Los datos expuestos representan únicamente la deuda viva desembolsada, es decir, la deuda viva total de que hayan dispuesto los prestatarios a fin de año. Los desembolsos son las disposiciones de los compromisos de concesión de préstamos vivos durante el año. La deuda de acreedores públicos u oficiales comprende los préstamos de las organizaciones internacionales, así como los de los gobiernos y sus organismos. Los acreedores privados son los proveedores, mercados financieros y otros acreedores privados no clasificados.

(16) Deflactar las variaciones en el valor nominal de la deuda externa por las variaciones en la relación real de intercambio ofrece, probablemente, la medida más adecuada de las variaciones en el valor real del pasivo vivo del país. Esto es así porque la inflación exterior, que no modifica la relación real de intercambio, no altera tampoco la carga de la deuda en términos de poder adquisitivo o de capacidad de pago del país. Por otra parte, una mejora de la relación real de intercambio reduce el valor real de la deuda, incluso en ausencia de una inflación internacional.

(17) El tipo de interés efectivo se define como los pagos de intereses totales en el año t divididos por el importe promedio de la deuda viva en los años t y $t - 1$.

(18) \hat{Y} es la tasa de crecimiento de la renta real y VF es una variable ficticia (1 para 1972-80; 0 para 1981-84) que distingue entre la experiencia anterior y posterior a los fuertes ajustes inducidos por la crisis de la deuda. La muestra es un panel que combina observaciones de series temporales y de corte transversal, así como 14 variables ficticias específicas de cada país.

(19) *Nota de redacción.* La utilización que este artículo efectúa de datos de corte transversal y temporales (panel de datos) comporta suponer que el efecto de cada una de las variables explicativas sobre la dependiente es igual para los distintos países, si bien se permite que varíe la ordenada en el origen de cada país, efecto que se recoge a través de catorce variables ficticias.

(20) *Nota de redacción.* Los coeficientes «beta» tratan de medir el peso que cada uno de los regresores tiene sobre la explicación de la variable dependiente. Estos coeficientes «beta», a diferencia de los coeficientes de regresión estimados por cualquier procedimiento estándar, son independientes de las unidades de medición de las distintas variables, y se definen de la siguiente forma:

$$\left[\begin{array}{l} \text{Coeficiente "beta"} \\ \text{de la variable "x"} \end{array} \right] = \left[\begin{array}{l} \text{Coeficiente de regresión} \\ \text{estimado de la variable "x"} \end{array} \right] \cdot \frac{\sigma_x}{\sigma_y}$$

donde σ_x y σ_y son las desviaciones típicas de «x» y de «y» respectivamente.

BIBLIOGRAFIA

- CAGAN, P., (1956) «The Monetary Dynamics of Hyperinflation», en *Studies in the Quantity of Money*, edición a cargo de Milton Friedman (University of Chicago Press).
- FRIEDMAN, M., (1971) «Government Revenue from Inflation», *Journal of Political Economy*, Vol. 79 (julio-agosto).
- GRUPO DE LOS TREINTA, (1982) *Commercial Banks and the Reestructuring of Cross-Border Debt* (New York).
- TANZI, V., (1978) «Inflation, Real Tax Revenue, and the Case of Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina», *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional (Washington), Vol. 25, n.º 3 (septiembre).
- (1985) «Fiscal Management and External Debt Problems», en *External Debt Management*, edición a cargo de Hassanali Mehran, Fondo Monetario Internacional (Washington).
- TANZI, V., y BLEJER, M. I., (1982) «Inflation, Interest Rate Policy, and Currency Substitution in Developing Countries. A Discussion of Some Major Issues», en *World Development*, Vol. 10, n.º 9.