

# La **relación** entre la **deuda externa** y la **inversión**

MARÍA DEL SOL  
OSTOS REY

MARÍA DEL MAR  
HOLGADO MOLINA\*

**E**n los últimos años se ha defendido e incluso exigido desde distintos foros la condonación de la deuda externa de los países del Tercer Mundo como un medio para solucionar sus problemas de pobreza y desarrollo. La creciente conciencia de que esa deuda obstaculiza el crecimiento económico de esas naciones ha promovido iniciativas de muy diversa naturaleza, como la de algunas organizaciones no gubernamentales que con la campaña "Deuda externa, ¿deuda eterna?" han pretendido, desde 1998, despertar la sensibilidad de la población sobre este grave problema.

No obstante, la deuda exterior se ha ganado una mala fama que no le corresponde en muchas ocasiones. En este sentido, es necesario recordar que el recurso del ahorro externo, lejos de ser perjudicial para una economía, puede proporcionar el financiamiento necesario para su desarrollo económico. Ahora bien, si el endeudamiento exterior sobrepasa ciertos límites, entonces el país podría llegar a presentar problemas de insolvencia. En este trabajo se analizan estas dos situaciones. Se inicia con la relación entre el déficit y la deuda externa. La necesidad de financiamiento de un país está determinada por el saldo deficitario de la balanza corriente, por lo que en última instancia una adecuada valoración del desequilibrio exterior dependerá del uso o destino de los fondos obtenidos y del modelo de financiamiento que se siga. Posteriormente, se aborda el problema de exceso de deuda y sus adversos efectos en el crecimiento económico, con apoyo en estudios

\* Profesoras del Departamento de Economía Aplicada, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Granada <mostos@ugr.es>.

de prestigiosos economistas. Con ello no se pretende defender la condonación indiscriminada de la deuda exterior, pero sí mostrar que las reclamaciones realizadas desde algunos ámbitos no carecen de fundamento en la medida en que la deuda externa es uno de los grandes obstáculos para el desarrollo económico, al desestimular la inversión productiva, por lo que un cierto alivio de la misma podría repercutir de manera muy positiva en las economías de algunos países endeudados.

## LA SOSTENIBILIDAD DEL DÉFICIT Y LA DEUDA EXTERNOS

Desde un punto de vista macroeconómico, el desequilibrio exterior puede definirse como la diferencia entre el ahorro y la inversión de un país. Si el primero supera a la segunda (superávit) el país presenta capacidad de financiamiento. En caso contrario, la balanza corriente se salda con déficit y se tendrá que recurrir al ahorro externo. Desde esta perspectiva habrá que realizar un continuo seguimiento de estas dos magnitudes —ahorro e inversión— para determinar si tales déficit o superávit están aportando beneficios a la economía. Como afirma De la Dehesa,<sup>1</sup> hay algunos desequilibrios que son más “sanos” que otros, porque no es lo mismo un saldo negativo de la balanza corriente derivado de una caída del ahorro superior al de la inversión, que aquél cuyo origen se encuentra en un aumento de la inversión superior al del ahorro. En este último caso es posible que el país afronte menores dificultades para generar superávit futuros.

Del mismo modo, hay que diferenciar entre los superávit que esconden tras de sí una caída del ahorro inferior a la sufrida por la inversión, de aquellos otros en los que el ahorro crece más que esta última. En este mismo sentido, Fernández argumenta que si el déficit exterior es un reflejo de la capitalización del país, esto es, de un crecimiento de la formación bruta de capital superior al del ahorro interno, el saldo deficitario de la cuenta corriente no derivará en problemas futuros.<sup>2</sup> Por el contrario, si el déficit exterior refleja un consumo elevado y en consecuencia la progresiva caída del ahorro interno, el país terminará por enfrentarse a serias dificultades, que pueden agravarse como consecuencia de la estrecha relación entre el ahorro interno y la inversión nacional. Desde esta perspectiva el ahorro se convierte en una va-

riable estratégica cuyo retroceso, determinado por una elevada propensión al consumo, acaba por deteriorar las posibilidades de crecimiento económico.<sup>3</sup>

Viñals delimita aún más bajo en qué condiciones el desequilibrio exterior tendrá efectos positivos en la economía y viceversa.<sup>4</sup> De este modo, no sólo considera la evolución del ahorro y la inversión, sino también la rentabilidad de esta última y las previsiones de producción. Si se tienen en cuenta las ganancias del comercio intertemporal y las posibilidades de una economía para endeudarse en el exterior, un país puede favorecer su crecimiento económico y su bienestar mediante el déficit en cuenta corriente. Ahora bien, para que esto suceda es necesario que se dé alguno de los siguientes supuestos:

a) El ahorro nacional es incapaz de financiar la inversión interna y la rentabilidad de la misma es superior al tipo de interés real del endeudamiento exterior. Al cumplirse esta condición, el pago de los recursos foráneos no planteará problema alguno, puesto que los rendimientos de la inversión serán suficientes para hacer frente al pago de los intereses y del capital. Por tanto, merece la pena incurrir en un déficit exterior transitorio.

b) Algunas previsiones confirman un incremento importante de la producción. En este caso en un momento determinado resulta beneficioso consumir más de lo producido mediante un déficit exterior y menos en el futuro mediante un superávit. Esta economía estará importando consumo presente y exportando consumo futuro por medio del endeudamiento externo, es decir, el país recibirá prestado en el primer período (presente) y prestará en el segundo (futuro).

Cuando se cumplen estos supuestos se puede hablar de gestión de la deuda, que en palabras de Loser “describe a grandes rasgos, en el marco de un programa financiero, la política de endeudamiento capaz de deparar a un país la máxima transferencia neta de recursos sostenible a medio plazo”.<sup>5</sup>

Un superávit corriente sería igualmente aconsejable en los casos contrarios, es decir, cuando el ahorro interno se pueda invertir de modo más rentable en el exterior que en el propio país o cuando éste presente mayores posibilidades de producción en el momento actual.

Pese a todo, si el desequilibrio corriente llega a sobrepasar ciertos límites puede ejercer efectos muy perniciosos en

1. G. de la Dehesa, “Sector exterior, reservas y empleo. Algunas observaciones”, *Economistas*, núm. 23, extraordinario (España 1986. Un balance), 1987.

2. V.J. Fernández, “La insuficiencia de la tasa de ahorro interno y el futuro de la balanza de pagos de España”, *Información Comercial Española*, núms. 676-677, España, diciembre de 1989-enero de 1990.

3. Inchausti Alcaide, “El ahorro en España y su evolución”, *Papeles de Economía Española*, núm. 70, España, 1997.

4. J. Viñals, *Deuda exterior y objetivos de balanza de pagos en España: un análisis de largo plazo*, Documentos de Trabajo, núm. 8519, Servicio de Estudios, Banco de España, 1985.

5. C.L. Loser, “La gestión de la deuda externa y las políticas de balanza de pagos”, *Información Comercial Española*, núm. 535, España, marzo de 1978, p. 33.

la economía de un país. Hay, por tanto, un saldo corriente óptimo o, dicho de otro modo, sería preciso determinar el mejor nivel de endeudamiento. Sin embargo, éste es un problema difícil, que se agrava debido a que este nivel óptimo variará en el tiempo, en consonancia con los cambios económicos.<sup>6</sup>

Un superávit excesivo puede significar que el país está desaprovechando oportunidades de inversión, con todas las implicaciones que trae consigo sobre la renta y el empleo. Además, en escala mundial los déficit exteriores de algunos países deben compensarse con los superávit de otros y, por tanto, que algunas economías estén endeudadas por encima de sus posibilidades significa que otras se han excedido en los préstamos otorgados al exterior. En este caso, pueden encontrarse con serios obstáculos para recuperar los recursos prestados y perder parte de su riqueza nacional.

Por el contrario, un déficit exterior cuyo origen se encuentra en inversiones mal planificadas, con rendimientos muy bajos, o en un consumo presente exacerbado que obliga al país a vivir por encima de sus posibilidades durante un largo período puede derivar en graves problemas y dificultar o impedir la devolución de los préstamos. Éstos alimentan los déficit vía intereses y pueden encarecerse, además, ante el cambio en la percepción que sobre tal economía se tiene en el exterior. El país se vería obligado entonces a girar el rumbo de su política económica, a pesar de los deseos de los responsables de la economía. Esto ocurre cuando, como consecuencia de las dificultades del país para devolver los préstamos, los acreedores extranjeros recortan sus posibilidades de financiamiento.

Pese a todo, las presiones exteriores son mayores cuando el saldo excesivo de la balanza corriente es negativo. El prestatario depende de sus acreedores y éstos pueden imponer restricciones al crédito; sin embargo, el prestamista, el país que presenta un saldo superavitario excesivo, puede posponer el ajuste externo de manera indefinida, pues el mercado no le impondrá limitación alguna.

No obstante, la sostenibilidad de un déficit exterior no dependerá sólo de su magnitud cuantitativa, ni del empleo de los recursos, sino también de la forma en que se está financiando. En concreto pueden presentarse las dos siguientes situaciones:

a] El país no tiene acceso al capital necesario para financiar su déficit. En este caso se verá obligado a acudir a sus re-

servas, y dado que éstas se agotan deberá por fuerza poner en marcha medidas de política económica correctoras de tal desequilibrio (por ejemplo, políticas de tipo de cambio o de reducción de la absorción interna).

b] El país tiene acceso sin ninguna dificultad al mercado internacional de capitales, por lo que su déficit exterior es financiable. No obstante, la sostenibilidad del mismo dependerá de la naturaleza de este capital:

- si éste es volátil o especulativo y, por tanto, a corto plazo, el déficit no es sostenible; cualquier cambio en la coyuntura económica podría derivar en salidas de capital que busquen mayor rentabilidad.

- si, por el contrario, los flujos financieros se caracterizan por su estabilidad y son a largo plazo, el déficit es, además de financiable, sostenible.

Es esta distinción entre el corto y el largo plazos en la que se han apoyado los defensores de que el equilibrio externo debe ligarse a la balanza básica (definida como la suma de la cuenta corriente más los movimientos de capital a largo plazo) en vez de a la balanza corriente. De este modo, un saldo positivo en la balanza básica indicará que el país cuenta con un suministro regular de capitales a largo plazo para financiar sus déficit corrientes, que perderán relevancia en la medida en que su adecuado financiamiento no compromete las posibilidades de crecimiento futuro.

En cualquier caso, como señala Verdeguer, para valorar adecuadamente el financiamiento del déficit en cuenta corriente no sólo debe distinguirse entre el corto y el largo plazos, sino que además habrá que diferenciar entre el financiamiento que supone un incremento de deuda externa del que no deriva en endeudamiento.<sup>7</sup> En general, se trata de distinguir entre títulos de renta fija y variable. Las implicaciones económicas de utilizar uno u otro medio de financiamiento son por completo distintas:

a] Cuando un país se financia con deuda se está comprometiendo a pagar en un período determinado el valor nominal del préstamo más los intereses, lo que por lo común se conoce como el servicio de la deuda. Estos pagos tendrán que efectuarse al margen de las circunstancias económicas, incluso en períodos recesivos en los que el ingreso real del país se reduzca. De este modo, la vulnerabilidad de la nación frente al exterior se incrementa y la situación puede llegar a ser insostenible, lo que obliga a aplicar medidas de ajuste.

6. Para el caso español, el Banco de España trató este problema de cuantificación utilizando el indicador "servicio de la deuda/exportaciones de bienes y servicios". De este modo, el límite máximo de endeudamiento exterior de la economía —cuánto menos soportable— sería aquél compatible con valores "admisibles" del anterior indicador.

7. E. Verdeguer Puig, "Cambios recientes en la financiación exterior de la economía española. ¿Es beneficioso un superávit en cuenta corriente continuado?", *Información Comercial Española*, núm. 765, España, septiembre de 1997.

b] Cuando el país se financia con renta variable, sin embargo, los inversionistas extranjeros obtendrán unas ganancias netas, pero carecerán del derecho a un flujo fijo de pagos. Por tanto, ante situaciones económicas adversas se producirá una caída automática de los rendimientos de los que se benefician los propietarios de la inversión. Por este motivo, Fernández se refiere a este tipo de financiamiento como “una póliza de seguro ante los malos tiempos” y destaca que siempre es mejor la inversión que los créditos financieros, ya sean a largo o a corto plazos.<sup>8</sup> No obstante, es necesario concretar si la inversión es directa o en cartera, porque si bien la estabilidad es la característica fundamental de la primera, la volatilidad lo es de la segunda. Pese a todo, Verdeguer subraya que “no debiera olvidarse que la inversión directa internacional también es volátil. [...] Por ello, resulta básico que la rentabilidad del capital exterior ya instalado sea capaz de ejercer un continuo poder de atracción sobre los inversores internacionales”.<sup>9</sup>

Realizadas estas consideraciones resulta fácil comprender la importancia del saldo de la balanza en cuenta corriente en el estudio de la evolución de la deuda externa. En general, un déficit exterior se corresponderá, *caeteris paribus*, con una mayor apelación a los mercados financieros internacionales, mientras que un superávit irá acompañado por una menor demanda de créditos exteriores e incluso con una reducción de la deuda externa cuando, al aprovechar los saldos positivos de la balanza, se lleven a cabo amortizaciones anticipadas.

Sin embargo, esta relación entre balanza en cuenta corriente y deuda externa, aun siendo estrecha, puede no verificarse. Como señalan Ffrench-Davis y De Gregorio, “un efecto negativo en la cuenta corriente no necesariamente tiene que tener una contraparte igual por el lado de la deuda externa, en la medida en que hay otros modos que pueden producir el ajuste de la cuenta corriente”.<sup>10</sup> Hay una mayor correspondencia, como se comprobará a continuación, entre la balanza corriente, menos los intereses de la deuda exterior neta, más las inversiones netas procedentes del exterior<sup>11</sup> y la deuda externa.

Algunos autores<sup>12</sup> señalan que, dada una determinada tasa de crecimiento del PIB a largo plazo y el tipo de interés real

de la deuda externa, el saldo medio que la balanza considerada debe presentar para acumular los recursos necesarios para que la economía afronte la devolución de las cargas derivadas del endeudamiento exterior, se da por la ecuación de equilibrio a largo plazo:

$$B = ((r-n) / (1+n))d$$

Donde

$$D_t / Y_t = D_{t-1} / Y_{t-1} = d$$

$$(X_t + IN_t - M_t) / Y_t = B$$

$Y_t / Y_{t-1} = (1+n)$ , siendo  $n$  la tasa de crecimiento real de la economía,

$M_t$  son las importaciones de bienes y servicios,

$i$  es el tipo de interés efectivo de la deuda externa,

$D_t$  es el saldo de deuda neta

$X_t$  son las exportaciones de bienes y servicios, e

$IN_t$  son las inversiones totales netas del exterior.

Esta expresión, válida para cualquier nivel de endeudamiento, no debe plantearse como un objetivo en cada período, pues en este caso se estarían negando las ganancias que pueden derivarse de un déficit transitorio. Ahora bien, no debe olvidarse este punto de referencia, puesto que en definitiva lo que la ecuación de equilibrio manifiesta es “la necesidad de que las políticas macroeconómicas sean congruentes con la transferencia de recursos reales al exterior asociados con dicho nivel de endeudamiento”.<sup>13</sup>

Desde la crisis del petróleo de 1973 numerosos países desarrollados han recurrido a los mercados del exterior para financiar sus continuos déficit corrientes, y poco hay que decir (o mucho, según se mire) sobre el uso de esta fuente de financiamiento por parte de los países en desarrollo.

En resumen, parece lógico que el objetivo externo perseguido por un país, lejos de coincidir con el equilibrio de la balanza en cuenta corriente, se corresponda con cierto desequilibrio. Eso sí, el déficit o superávit objetivo no debe sobrepasar los límites a partir de los cuales los problemas pueden acumularse. Dado que estos límites son difíciles de precisar, la prudencia lleva a las economías a evitar saldos negativos o positivos excesivos de la balanza. Por la misma razón, el país deberá observar el origen de ese déficit, el destino de los recursos obtenidos del exterior y la manera en que aquél se está financiando. En definitiva, valorar el saldo co-

8. V.J. Fernández, *op. cit.*, p. 145.

9. E. Verdeguer Puig, *op. cit.*, p. 48.

10. R. Ffrench Davis y J. de Gregorio, “Orígenes y efectos del endeudamiento externo en Chile”, *El Trimestre Económico*, vol. 54, núm. 213, México, 1987.

11. Piniés Bianchi define así el déficit exterior sostenible y distingue entre el que contiene factores especulativos, esto es, considera todos los componentes de la inversión extranjera, y el que carece de dichos factores y por tanto sólo tiene en cuenta los componentes estables de la inversión (prescinde de la inversión en cartera). J. Piniés Bianchi, “La política cambiaria y España como deudor exterior”, en A. Berges *et al.*, *España en la escena internacional*, Colección Economistas, Madrid, 1989.

12. J. Viñals, *op. cit.*, J.J. Dolado y J. Viñals, *Macroeconomic Policy, External Targets and Constraints: the Case of Spain*, Documento de Trabajo, núm.

9009, Servicio de Estudios, Banco de España, 1990; J. Burgos Belascoain y R. Escolano Olivares, “Perspectivas sobre el déficit corriente”, *Economistas*, año IX, núm. 47, extraordinario (España 1990. Un balance), 1991.

13. J. Viñals, *op. cit.*, p. 21.

riente presenta una gran complejidad, pues se debe analizar esta balanza desde diversas perspectivas. En este sentido, Verdeguer<sup>14</sup> señala que es necesario referirse en primer lugar a la composición interna de la balanza, considerándose los mecanismos de financiamiento y la sostenibilidad a largo plazo de los posibles desequilibrios. En segundo lugar, se ha de tener presente el momento del ciclo económico en que se encuentra la economía en cuestión y la de sus principales competidores, puesto que tanto el efecto-precio como el efecto-renta determinan la evolución del comercio. En tercer lugar, el análisis debe realizarse desde una perspectiva intertemporal, puesto que todos los individuos tomarán decisiones considerando el presente y el futuro. En cuarto lugar, y dado que en la cuenta corriente se reflejan las decisiones de ahorro e inversión de los sectores privado y público, se observará la economía desde un punto de vista macroeconómico. Y, por último, será necesario analizar factores microeconómicos que puedan explicar, al menos en parte, el saldo de esta balanza.

## EL EXCESO DE DEUDA

**E**l progresivo endeudamiento exterior de un país que será incapaz de generar en períodos venideros superávits exteriores suficientes para hacer frente al servicio de su deuda, derivará en una cadena de problemas muy perniciosos para su economía. En general, una deuda exterior muy elevada desalentará todas las acciones del país deudor que tengan como objetivo favorecer el crecimiento económico y las exportaciones. Ello es así porque estas medidas de política económica, que suponen además un gran esfuerzo de ajuste para el país, perderán gran parte de su atractivo en la medida en que su beneficio se filtrará mediante el pago del servicio de la deuda hacia los acreedores y no habrá ninguna razón que justifique tal sacrificio. Este problema, conocido como exceso de deuda (*debt overhang*),<sup>15</sup> está relacionado, sin embargo, más que con el tamaño de la deuda, con la capacidad de pago del país. El FMI establece que esta dificultad surge cuando un deudor no es capaz de afrontar regularmente y con normalidad sus obligaciones de pago, de modo que el servicio de la deuda dependerá de las negociaciones entre el país deudor y el acreedor.<sup>16</sup> Por otra parte, Krugman su-

giere que este problema se plantea cuando “el valor presente esperado de sus ingresos futuros potenciales es menor que su deuda”.<sup>17</sup>

En definitiva el problema de exceso de deuda, más que describir una situación en la que un país acumula una gran deuda externa, muestra otra en la que el deudor afronta serias dificultades para cumplir con el servicio de la misma y al ligarse los pagos al desempeño del país parte del producto y de las exportaciones se dirigirá al exterior, lo que tiene un efecto desalentador.

Con un argumento similar puede delimitarse más aún el efecto de desaliento de la deuda externa si uno se centra en la inversión, concretamente en la inversión privada, ya que algunos trabajos como el de Khan y Reinhart, referidos a países muy endeudados, destacan la importancia de aquélla sobre la inversión pública en el crecimiento a largo plazo, si bien es cierto que no se tiene en cuenta el efecto indirecto de esta última en el crecimiento.<sup>18</sup> Del mismo modo, en su análisis de un grupo de 12 países Pastor destaca la mayor productividad del capital en los que la participación de la inversión privada es más elevada, es decir, su análisis sugiere que hay una correlación entre la inversión privada y la calidad global de la inversión.<sup>19</sup> Si se considera el importante papel que desempeña la inversión privada en el crecimiento económico de un país y en la capacidad del mismo para generar empleo, se intenta responder a la siguiente pregunta: ¿qué incidencia tiene la deuda externa en la inversión productiva (privada)? La respuesta no es sencilla. En el caso de que, como se señaló, se estén financiando proyectos de inversión rentables, capaces de generar los recursos necesarios para arrostrar el pago del servicio de la deuda en el futuro sin ninguna dificultad, no se produciría el efecto desalentador anterior. Es decir, se trataría de inversiones que tendrían su contrapartida en producción o en desarrollo y, por tanto, favorecerían el crecimiento de la economía deudora. Desde esta perspectiva, el efecto de la deuda exterior sería claramente positivo.

Sin embargo, la deuda externa también puede derivar en una importante contracción de la inversión productiva y, por ende, provocar el efecto contrario, al limitar el crecimiento económico. Si el pago del servicio de la deuda exige ingentes cantidades de recursos, no sólo se reducen los fondos que, de otro modo, podrían destinarse a la inversión, sino que

14. E. Verdeguer Puig, “El sector exterior: ¿la confirmación de un cambio estructural?”, *Economistas*, año XVI, núm. 77, extraordinario (España 1997. Un balance), 1998.

15. También se ha traducido al español como sobrecarga de deuda o sobreendeudamiento.

16. Fondo Monetario Internacional, “Indebted Developing Countries: Medium Term Prospects and Policy Issues”, *World Economic Outlook*, Washington, abril de 1989.

17. P. Krugman, “Financiamiento contra condonación de un rezago de deuda”, *El Trimestre Económico*, vol. LVI, núm. especial, México, julio de 1989, p. 7.

18. M. Khan y C.M. Reinhart, “Private Investment and Economic Growth in Developing Countries”, *World Development*, vol. 18, núm. 1, 1990.

19. M. Pastor hijo, “Capital Flight from Latin America”, *World Development*, vol. 18, núm. 1, enero de 1990.

además los inversionistas pueden llegar a plantearse que serán los acreedores los que se beneficien de sus esfuerzos, puesto que parte de los rendimientos esperados deberán utilizarse en el pago de las obligaciones corrientes de la deuda exterior acumulada y en consecuencia parte de estos rendimientos no pasarán a engrosar el producto o las exportaciones del país. De este modo, la deuda pasada acumulada se transforma en un impuesto externo sobre la producción actual y futura, por lo que el incentivo para invertir disminuye.<sup>20</sup> El problema, por tanto, no radica en el nivel efectivo del servicio —que, como señala Pastor, sea grande o pequeño puede afectar a la inversión privada al consumir divisas que de otro modo podrían utilizarse para importar bienes de capital—, sino en el efecto de arrastre de la deuda sobre la inversión.<sup>21</sup> De este modo, si los pagos efectivos de los países deudores, tras negociaciones con sus acreedores, se ligan a la propia marcha de sus economías, la mejoría que en éstas pudieran producirse se traducirá en un impuesto extraordinario mayor, al absorberse una importante proporción de recursos en forma de reembolsos de deuda más elevados. Por este motivo, aunque la deuda fuera totalmente pública la inversión privada podría resentirse.

Pese a la importancia de este tema no han sido muchos los estudios que se han ocupado del problema descrito. Algunos intentan observar el comportamiento de la inversión de los países en desarrollo sin tener en cuenta el efecto que la deuda exterior puede tener en la misma. Otros, sin embargo, consideran variables que intentan recoger la carga de la deuda, y así obtener conclusiones acerca de su efecto en la inversión productiva, fundamentalmente la privada.<sup>22</sup> En general, estos

trabajos se apoyan en la proporción del servicio de la deuda/exportaciones de bienes y servicios, y saldo de deuda externa/PIB para recoger el efecto del exceso de deuda sobre la inversión. Ahora bien, es necesario matizar: a) estos indicadores presentan importantes diferencias en los cálculos de trabajos; b) en algunos estudios se incluyen además otras variables para recoger tal efecto,<sup>23</sup> y c) en otros se excluye la proporción del servicio de la deuda por considerarse que su valor depende de las negociaciones entre deudores y acreedores.<sup>24</sup> Pese a estas diferencias y sea cual sea la variable o variables consideradas, los resultados de estos trabajos coinciden: la relación entre la deuda exterior y la inversión es negativa.<sup>25</sup>

El efecto desincentivador de la deuda externa en la inversión privada actúa además por medios indirectos: afecta negativamente la inversión pública; estimula la fuga de capitales; dificulta el acceso a nuevos préstamos externos, como consecuencia del deterioro de las relaciones con los acreedores; incide en la valoración de la deuda en el mercado secundario.

a) La inversión privada puede también resentirse incluso en el caso extremo de que la deuda exterior sea pública en su totalidad. En primer lugar, porque las obligaciones de pago derivadas de esta deuda absorberían recursos públicos que de otro modo podrían dirigirse a la inversión u otros gastos corrientes. Sin embargo, la mayor parte del ajuste recaerá en la inversión, puesto que políticamente es más difícil recortar subsidios, prestaciones sociales y otros gastos de consumo y exigirle a la población un esfuerzo que beneficia sólo a los acreedores. En las situaciones más críticas será necesario incluso limitar estos últimos, por lo que el daño que se le hace a la población con el drenaje de recursos públicos puede ser incalculable.

El efecto de la deuda exterior en la inversión privada se deriva, precisamente, de la estrecha relación que ésta presenta con la inversión pública, pues hay cierta complementariedad entre ambas. La inversión pública puede contribuir a mejorar las expectativas de los inversionistas privados mediante el suministro de infraestructura y otros bienes, además de requerir la

20. Pueden consultarse, entre otros, J. Sachs, "The Debt Overhang of Developing Countries", en Ronald Findlay (ed.), *Debt, Growth and Stabilization: Essays in Memory of Carlos Díaz-Alejandro*, Oxford Blackwell, 1998; E. Borensztein, "El efecto de la deuda externa sobre la inversión", *Finanzas y Desarrollo*, vol. 26, núm. 3, septiembre de 1989; E. Helpman, *Voluntary Debt Reduction. Incentives and Welfare*, IMF Staff Papers, vol. 36, núm. 33, septiembre de 1987; P. Krugman, *op. cit.*

21. M. Pastor, "Inversión privada y 'efecto arrastre' de la deuda externa en la América Latina", *El Trimestre Económico*, vol. 59, núm. 233, México, 1992.

22. M.J. Fry, "Foreign Debt Instability: an Analysis of National Saving and Domestic Investment Responses to Foreign Debt Accumulation in 28 Developing Countries", *Journal of International Money and Finance*, vol. 8, núm. 3, septiembre de 1989; K. Schmidt-Hebbel, *Foreign Debt, Macro Adjustment and Growth: Brazil 1970-1988*, Banco Mundial, Washington, octubre de 1989; P. Arrau, "How Does the Debt Crisis Affect Investment and Growth? A Neoclassical Growth Model Applied to Mexico", *Research and External Affairs*, Working Paper, Banco Mundial, Washington, 1990; E. Borensztein, "Debt Overhang, Credit Rationing and Investment", *Journal of Development Economics*, vol. 32; núm 2, abril de 1990; J. Greene y D. Villanueva, *Private Investment in Developing Countries. An Empirical Analysis*, IMF Working Paper, abril de 1990; J. Morisset, *Can Debt Reduction Policies Restore Investment: a Macro Framework Applied to Argentina*, Working Paper, núm. 691, Banco Mundial, Washington, mayo de 1991;

S. Ozler y D. Rodrik, "External Shocks, Politics and Private investment: Some Theory and Empirical Evidence", *Journal of Development Economics*, vol. 39, núm. 3, julio de 1992; M. Pastor, *op. cit.*; A. Deshpande, "The Overhang and the Disincentive to Invest", *Journal of Development Economics*, vol. 52, núm 1, febrero de 1997.

23. M. Pastor, *op. cit.*

24. A. Deshpande, *op. cit.*

25. Algunos autores, como Cohen, no obtienen evidencia empírica que les permita corroborar la hipótesis de sobreendeudamiento. Cohen afirma que el análisis de correlación entre el saldo de la deuda y la inversión no es el apropiado para determinar si esta hipótesis es cierta. D. Cohen, *Growth and External Debt*, Discussion Papers Series, núm 778, Centre for Economic Policy Research, Londres, mayo de 1993.

participación directa del sector privado en un gran número de proyectos. De este modo la deuda exterior puede repercutir de maneras negativa e indirecta en la inversión privada por medio de la inversión pública, siempre que la relación entre ambas se corresponda con la expuesta arriba.

Sin embargo, esta relación es mucho más compleja. La inversión pública puede afectar negativamente a la privada al desplazarla y quedarse para sí con los recursos escasos.<sup>26</sup> En definitiva, nos estamos refiriendo a los efectos *crowding in* (efecto de atracción) y *crowding out* (de desplazamiento o exclusión) y la relación entre la inversión pública y la privada estará determinada por la mayor o menor importancia de cada uno de ellos. En este sentido, Pastor señala que la primacía de uno u otro efectos dependerá de cada país y de cada momento<sup>27</sup> y, al igual que en otros estudios referidos a países con problemas de deuda, como el de Greene y Villanueva,<sup>28</sup> los resultados reflejan la gran relevancia del efecto *crowding in*, esto es, la complementariedad entre la inversión pública y la privada.<sup>29</sup>

De este modo, un recorte de la inversión pública afectará de manera indirecta los planes privados de inversión. Apoyándose en esta complementariedad Desphande resalta cómo las medidas impuestas por el FMI tendientes a la reducción del déficit público inciden de modo negativo en la inversión.<sup>30</sup> De hecho, arguye que el exceso de deuda afecta la inversión por dos vías fundamentales: el propio efecto desincentivador y las medias de ajuste que deben adoptar estos países, entre las cuales se encuentran las dirigidas a reducir su déficit público. En este sentido, es necesario destacar que algunas estimaciones de autores como Pastor arrojan como resultado una relación positiva entre los programas del FMI y la inversión, la cual justifica porque éstos suponen “un retorno a la buena política y afecta positivamente las expectativas”.<sup>31</sup>

b) La deuda exterior puede además impulsar la fuga de capitales del siguiente modo. Hasta ahora se ha descrito una situación en la que el pago de las obligaciones derivadas de la deuda

exterior pública exige una transferencia de fondos desde el sector privado al público. Por este motivo, los inversionistas privados esperarán una elevación de los impuestos que permita al Estado afrontar sus obligaciones, con lo que se reducirá la rentabilidad de los proyectos de inversión y las decisiones de invertir. En este caso, el efecto de la deuda exterior en la inversión es directo, pero se producirá además otro indirecto. Por las razones hasta aquí expuestas, entre otras, los inversionistas intentarán proteger sus activos, lo que provocará la huida de los capitales al exterior. La fuga de capitales se producirá ante la creencia de empresas e individuos de que podrán obtener una mayor rentabilidad —una vez considerados los riesgos— en el exterior. Desde esta perspectiva, dicha fuga será un síntoma del exceso de deuda (también puede ser una causa cuando, como consecuencia de la inestabilidad política, el deterioro de las expectativas económicas, la posibilidad de devaluación, etcétera, el capital huye al exterior, incrementando las necesidades de financiamiento de la economía e impulsando, por tanto, el recurso al endeudamiento exterior para financiar esta fuga de capitales).

c) Por otra parte, es necesario tener presente el problema de racionamiento del crédito. A medida que las dificultades se acrecientan en el país deudor, los acreedores presentarán una mayor desconfianza y se negarán a concederle nuevos préstamos. Este recorte del financiamiento exterior repercutirá negativamente en la inversión, que necesita del ahorro externo para realizarse, y además presionará al alza los tipos de interés internos, que deberán mantenerse por encima de los del exterior para lograr el equilibrio entre el ahorro y la inversión. Esta elevación de los tipos de interés desanimará aún más a los inversionistas. Es decir, el tipo de interés entendido como el costo del uso del capital presentará una relación negativa con la inversión.<sup>32</sup>

Con todo, el efecto del exceso de deuda en la inversión por esta vía va a depender de la distribución de la deuda por los prestamistas.<sup>33</sup> Si un deudor se enfrenta a graves dificultades de solvencia el refinanciamiento de la deuda oficial será siempre más fácil que el de la privada. Los acreedores oficiales estarán siempre dispuestos a seguir suministrando fondos si el país adopta políticas de ajuste, mientras que los acree-

26. Para un mayor conocimiento del efecto *crowding out* puede consultarse D. A. Aschuer, “Does Public Capital Crowd Out Private Capital?”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 24, núm. 2, septiembre de 1989.

27. M. Pastor, *op. cit.*

28. J. Greene y D. Villanueva, *op. cit.*

29. Algunos trabajos evidencian la existencia de un *crowding in* y *crowding out*. Concretamente, el estudio realizado por estos autores para 24 países en desarrollo sugieren que si bien la inversión en infraestructura pública es complementaria con la inversión privada, predomina el efecto *crowding out* cuando se trata de otra clase de inversión pública que compite en el mercado con la privada. Véase M. I. Blejer y M. S. Khan, *Government Policy and Private Investment in Developing Countries*, IMF Staff Papers, vol. 31, núm. 2, Washington, junio de 1984; S. Ozler y D. Rodrik, *op. cit.*

30. A. Desphande, *op. cit.*

31. M. Pastor, *op. cit.*

32. Algunos autores arguyen, por el contrario, que la relación no es negativa, puesto que un tipo de interés bajo será un signo de represión financiera que frena el ahorro, la acumulación financiera y la inversión. En algunos trabajos se obtiene evidencia econométrica de que esta represión financiera tiende a acentuar la fuga de capitales que se asocia normalmente con la reducción de la inversión. Véase M. J. Fry, *op. cit.*; M. P. Doodley, “Debt Relief and Leveraged Buy Outs”, *International Economic Review*, núm. 30, febrero de 1989; M. Pastor, *op. cit.*

33. E. Borensztein, “¿Aumentará la inversión con la reducción de la deuda?”, *Finanzas y Desarrollo*, vol. 28, núm. 1, marzo de 1991.

dores privados recortarán e incluso paralizarán el suministro de estos recursos. Desde esta óptica puede concluirse que un mayor peso de la deuda oficial en el total de la deuda exterior puede paliar los efectos del exceso de deuda en la inversión productiva.

Aunque el problema del racionamiento de crédito está estrechamente relacionado con el de exceso de deuda, no tienen por qué producirse ambos de manera simultánea. Como señala Borensztein, la excesiva deuda exterior puede desanimar las decisiones de inversión y, sin embargo, el país no tiene por qué afrontar ninguna dificultad para acceder a nuevo financiamiento, por ejemplo utilizando préstamos prioritarios, los que deberá atender siempre en primer lugar.<sup>34</sup> Del mismo modo, un país sin exceso de deuda que desestime la inversión se podría encontrar ante un problema de racionamiento del crédito como consecuencia del efecto contagioso que se deriva de la situación de otros países deudores. Sin embargo, la realidad no es así por lo general; estos problemas tan estrechamente relacionados se presentarán de un modo conjunto.

En este sentido, basándose en un ejercicio de simulación, Borensztein concluye que en un país cuyo exceso de deuda ha generado un problema de racionamiento de crédito, éste tiene un efecto mayor en la inversión productiva, como consecuencia de la contención de la demanda de inversión ante el elevado tipo de interés interno.<sup>35</sup> En otras palabras, en un país que sólo afronta un problema de exceso de deuda el nivel de la inversión descenderá menos que en el que arrastra un problema de racionamiento de crédito. Igualmente Fry,<sup>36</sup> al simular diversas estrategias de deuda, concluye que en el caso en que la comunidad internacional negara al país deudor financiamiento adicional e impusiera una política de enfriamiento económico, la inversión se ajustaría a la baja y el país deudor incluso se encontraría en una mejor situación al repudiar su deuda. Desde una perspectiva más amplia, Ruiz Suárez realizó un estudio de Costa Rica, Ecuador y Venezuela en el que puede comprobarse el pernicioso efecto de la restricción de nuevos créditos en el crecimiento económico.<sup>37</sup>

d] Por último, debe subrayarse que el problema de exceso de deuda suele reflejarse en el precio de la deuda en el mercado secundario<sup>38</sup> y Dooley afirma que la valoración de



la deuda en este mercado puede desestimular de forma importante la inversión.<sup>39</sup> La razón es que un nuevo inversionista tendrá muy presente este precio porque los nuevos créditos se negociarán con idéntico valor que los anteriores, dado que es muy difícil diferenciar claramente unos de otros. Así, cuanto mayor sea el descuento al que se negocia la deuda, esto es, menor sea su valor de mercado en comparación con su valor contractual, el número de proyectos de inversión rentables se reduce. Las dificultades a las que puede enfrentarse el país deudor para encontrar financiamiento se incrementan porque los acreedores potenciales tendrán que estar dispuestos a compartir con los antiguos las pérdidas esperadas. En estas circunstancias resulta especialmente complicado garantizar a los nuevos acreedores la protección de sus inversiones frente a los créditos de los acreedores anteriores, lo que desalienta la inversión.

En definitiva, sin negar la presencia de otros importantes factores que explican el retroceso de la inversión y la producción en países endeudados, resulta obvio que el exceso de

34. E. Borensztein, "El efecto de la deuda...", *op. cit.*

35. *Ibid.*

36. M.J. Fry, *op. cit.*

37. A. Ruiz Suárez, *La deuda externa como factor limitante del crecimiento económico; los casos de Costa Rica, Ecuador, México y Venezuela*, Serie Cuadernos de Investigación, núm. 18, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, julio de 1987.

38. Krugman destaca al alto nivel de endeudamiento como factor fundamental que determina los bajos precios de la deuda en el mercado. Sin embargo,

otros trabajos, como el de Armendáriz de Aghion, concluyen que es la razón deuda/exportación más que el nivel de endeudamiento el factor determinante. Véase P. Krugman, *op. cit.*, y B. Armendáriz de Aghion, "El precio de los bonos, las razones deuda-exportación y las moratorias en el servicio de la deuda exterior de un país. El caso de México", *El Trimestre Económico*, vol. 60, núm. 237, México, 1993.

39. M.P. Dooley, "La valorización de la deuda externa en el mercado", *Finanzas y Desarrollo*, vol. 24, núm. 1, Washington, marzo de 1987.



deuda es uno de ellos y que se configura como un problema complejo con graves consecuencias en la inversión. Por este motivo, es de crucial importancia determinar por qué vías es más potente el efecto de la deuda en la inversión, pues en función de este resultado se conocerá cuál es el medio más adecuado para mejorar la situación económica del país deudor en general y de la deuda externa en particular.


## CONCLUSIONES

**E**l déficit exterior, y por ende el recurso al ahorro externo, no implica necesariamente que un país esté pasando por un momento difícil; muy al contrario, esta economía puede estar aprovechando oportunidades de inversión que favorecerán el crecimiento económico futuro. Ahora bien, una correcta evaluación del déficit exterior requiere un profundo análisis del modelo de financiamiento seguido. Cuando un país abusa del recurso al crédito externo, que llega a alcanzar dimensiones desproporcionadas, los problemas comenzarán a acumularse y la deuda exterior limitará, entonces, el crecimiento económico. El problema de sobreendeudamiento o exceso de deuda, que surge cuando el servicio de la misma no puede atenderse con normalidad, desalentará todas las acciones del deudor que tengan como objetivo favorecer el crecimiento en general o la inversión productiva en particular, puesto que los beneficios de tales medidas se escaparán por la vía del pago de las obligaciones contraídas con los acreedores. Este problema puede, además, derivar en otros de racionamiento de crédito o fuga de capitales, que perjudicarán aún más la inversión y el crecimiento. Desde esta perspectiva, el endeudamiento externo puede imponer serias limitaciones al desenvolvimiento económico. Por esta razón, cualquier país debe vigilar el comportamiento de su deuda externa y, en general, el

de sus activos y pasivos exteriores, teniendo siempre presente la sostenibilidad del desequilibrio exterior.

En la actualidad se asevera desde distintos ámbitos que la condonación de la deuda a los países del Tercer Mundo es indispensable para solucionar sus problemas de pobreza y desarrollo. Pese a estar en desacuerdo con la condonación indiscriminada de la deuda, es necesario destacar que algunos economistas<sup>40</sup> defienden que cierto alivio de la deuda podría tener efectos muy positivos en las economías deudoras, bien porque consideran que es un requisito indispensable para reactivar la inversión o bien, desde una perspectiva más amplia, porque este alivio alienta el esfuerzo del deudor en la aplicación de las políticas de ajuste necesarias para incrementar su futura capacidad de pago.

No debe olvidarse que, pese al incremento de la inversión que pudiera producirse ante una reducción de deuda, los resultados distarían mucho de ser excelentes mientras el país no tenga acceso al financiamiento internacional, esto es, que se enfrente a problemas de racionamiento de crédito. De hecho un deudor podría verse más beneficiado por el acceso a nuevos préstamos que por la reducción de su deuda.<sup>41</sup>

En definitiva, por los estudios que se han realizado hasta ahora parece claro que cierto alivio de la deuda puede tener efectos muy beneficiosos en la inversión y, por ende, en el crecimiento de las economías deudoras. No obstante, como se señaló, la panacea no se encuentra en la condonación indiscriminada de la deuda exterior de los países endeudados, que pueden verse incluso perjudicados por la adopción de dicha política al hipotecar su capacidad de endeudamiento futuro.<sup>42</sup> La deuda exterior es un problema político, social y económico complejo, cuya solución debe abordarse desde todos estos frentes y considerando de forma independiente la situación de cada país. Sólo así se obtendrán resultados satisfactorios. 

40. P. Krugman, *op. cit.*

41. E. Borensztein, "Debt Overhang...", *op. cit.*

42. A. Montalvo Santamaría, "Algunas consideraciones sobre la relación entre la deuda externa y el desarrollo", *Información Comercial Española*, núm. 778, España, mayo-junio de 1999.

[www.sportcity.com.mx](http://www.sportcity.com.mx)

De aquí salen las **mejores pompas**

- Alberca
- Equipo cardiovascular
- Cycle Reebok • Aerobics
- Entrenamiento de fuerza
  - Entrenador Personal
- Racquet, squash y padel
- Peso libre • Peso integrado



• Eureka 5277-9722 • Loreto 5550-6860 • Mundo E 5366-9486 • Santa Fe 5261-1031  
• Polanco 5580-0161 • Junior 5273-7084 • Cuicuilco Gym 5666-1122 • Women's Workout 5259-0089  
• Querétaro 01(442) 246-0958 y 246-2422 • Monterrey 01(8181) 73-17-80

Orbe