

Reducción de la deuda en América Latina y el Caribe*

*Ugo Panizza y Andrew Powell***

* Este trabajo fue publicado originalmente por el *Banco Internacional de Desarrollo* y ha sido incluido en la edición actual de la *Revista Internacional de Presupuesto Público* con fines de divulgación y permiso otorgado por la institución. Las opiniones expresadas en esta publicación corresponden a los autores y no necesariamente reflejan las opiniones del *Banco Interamericano de Desarrollo*, su Directorio, o los países a los que representa. Copyright © Banco Interamericano de Desarrollo.

** Ugo Panizza es profesor en el Instituto Universitario de Estudios Internacionales y de Desarrollo (IHEID) de Ginebra. Andrew Powell es Consultor en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo y Profesor Visitante Distinguido en Williams College. Este trabajo es un documento de antecedentes para el Informe sobre el Desarrollo en las Américas *Lidiando con la Deuda*. Queremos agradecer a Enrique Alberola, Eduardo Levy Yeyati, Teresa Ter-Minassian y Oscar Valencia por sus comentarios y conversaciones tan útiles. También queremos agradecer a Paula Arias y Carlos Guevara por su excelente ayuda en la investigación. Todos los errores siguen siendo nuestros.

Abstract¹

Durante la pandemia, la deuda pública en América Latina y el Caribe aumentó a más del 70 por ciento del PIB, y los países ahora están intentando reducir los ratios de deuda. Analizamos episodios pasados de reducción de deuda y encontramos que la inflación y la tasa de interés real fueron los principales impulsores más frecuentes, mientras que el mayor crecimiento, la consolidación fiscal y la reestructuración de la deuda fueron relativamente raros. Curiosamente, los episodios de inflación tendieron a ocurrir con bancos centrales independientes y tasas de interés reales bajas, lo que resalta el valor de la credibilidad monetaria. Encontramos que la reducción de la deuda no está asociada con un aumento de la desigualdad ni del desempleo, y el crecimiento o la consolidación fiscal pueden mejorar estos indicadores.

Clasificaciones JEL: E62, F34, H63

Palabras clave: Deuda, Política fiscal, Inflación, Reestructuración de deuda

¹ Ugo Panizza es profesor del Instituto Universitario de Estudios Internacionales y del Desarrollo (IHEID), Ginebra. Andrew Powell es consultor del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo y profesor visitante distinguido en Williams College. Este documento es un documento de antecedentes para el Informe sobre el desarrollo en las Américas, Cómo abordar la deuda. Deseamos agradecer a Enrique Alberola, Eduardo Levy Yeyati, Teresa Ter-Minassian y Oscar Valencia por sus comentarios y conversaciones muy útiles. También deseamos agradecer a Paula Arias y Carlos Guevara por su excelente asistencia en la investigación. Todos los errores siguen siendo nuestros.

1. Introducción

La deuda pública ha ido en aumento en las economías avanzadas, emergentes y en desarrollo, aumento impulsado en parte por la crisis financiera mundial y luego por la pandemia de COVID. En el caso de América Latina y el Caribe, la deuda pública promedio se disparó a más del 70 por ciento del PIB durante la pandemia.² Los altos niveles de deuda pública son preocupantes porque pueden disminuir la eficacia de la política macroeconómica, aumentar la probabilidad de crisis costosas y reducir inversión y crecimiento.³ Además, los recientes aumentos de las tasas de interés en las economías avanzadas bien pueden magnificar los impactos negativos de los mayores niveles de deuda en las economías emergentes y en desarrollo.⁴

Un viejo chiste irlandés cuenta que un turista en un pueblo rural le pregunta a un lugareño cómo llegar a Dublín. El local responde: “Ah, es muy complicado, yo no empezaría desde aquí si fuera tú”. De manera similar, si el objetivo es mantener niveles de deuda bajos, seguramente es mejor no comenzar cuando la deuda es alta. La reducción de la deuda plantea invariablemente serios dilemas para los responsables de las políticas, lo que subraya la importancia de buenos marcos fiscales y políticas fiscales responsables, que pueden apoyar a los hogares más pobres y a la actividad económica durante los malos tiempos, permitiendo los aumentos necesarios de la deuda, pero que también permiten excedentes fiscales y reducción de la deuda en buenos tiempos.⁵

Este documento se centra en cómo los países han reducido realmente los ratios de deuda, buscando extraer lecciones de esas experiencias. Nos centramos en América Latina y el Caribe, pero utilizamos datos de un conjunto más amplio de economías emergentes y en desarrollo. Los episodios de reducción de deuda se descomponen según si fueron impulsados por el crecimiento, una política fiscal prudente, bajas tasas de interés, inflación u otros factores que se resumen en un término conocido como conciliación de flujos y existencias.⁶

La buena noticia es que ha habido muchos episodios durante los cuales la deuda se ha reducido sustancialmente, incluso en América Latina y el Caribe. Sin embargo, una primera conclusión es que el factor más común de dichas reducciones ha sido la inflación. Si bien este no es un resultado nuevo, una inspección más cercana de estos episodios de inflación revela hallazgos nuevos e intrigantes. Los episodios de reducción de deuda impulsados por la inflación parecen ocurrir con frecuencia en economías con economías con bancos centrales independientes.

2 Véase Powell y Valencia (2023) y Galindo y Nuguer (2023). 3 Véase, por ejemplo, la discusión en Kose et al. (2021).

4 Véase el debate en Banco Mundial (2023).

5 Véase Powell (2015) para un análisis sobre la falta de contraciclicidad en la política fiscal en América Latina y el Caribe y Cavallo et al. (2022) para una discusión más reciente.

6 El término de conciliación de flujos de existencias engloba cambios en la deuda debido a factores ajenos al presupuesto fiscal. Esto puede incluir el impacto de los movimientos cambiarios, los rescates de empresas públicas y otras instituciones o la reestructuración de la deuda.

y tasas de interés relativamente bajas, y por lo tanto impulsado por una combinación de inflación más moderada y tasas de interés reales bajas.

Algunos países han podido reducir la deuda mediante una combinación de crecimiento y probidad fiscal. Un mayor crecimiento es quizás la ruta más atractiva para reducir la relación deuda/PIB. Hay varios casos en los que el crecimiento fue un motor principal en América Latina, especialmente durante la década de 2000, cuando los precios de las materias primas se dispararon debido al alto crecimiento en China y otros lugares, pero desafortunadamente estos casos son menos comunes en América Latina y el Caribe que en Asia. Reducir la deuda en un período de bajo crecimiento mediante la consolidación fiscal es poco común. Sólo hay un caso desde la crisis financiera mundial en el que la deuda se ha reducido sustancialmente únicamente mediante la consolidación fiscal: el caso excepcional de Jamaica.

Es bastante común que las reducciones de deuda se superpongan con las reestructuraciones de deuda, aunque es menos común que la reestructuración de la deuda sea el principal impulsor de la reducción de los ratios de deuda. Las reestructuraciones de deuda que son importantes impulsores de la reducción de la deuda se produjeron principalmente a finales de los años 80 y principios de los 90, como resultado de los acuerdos Brady y, en el caso de algunos países de bajos ingresos, debido a la iniciativa HIPIC/MDRI. La mayoría de las reestructuraciones de deuda consisten en aplazar los vencimientos sin reducción del valor nominal (lo que a veces se denomina reperfilamiento), por lo que este resultado sugiere que, en general, es posible que los reperfilamientos no impulsen el crecimiento subyacente sostenido.⁷

Además, analizamos la rica heterogeneidad en los episodios de

reducción de deuda y exploramos las complementariedades entre variables económicas e institucionales que luego sugieren un conjunto de posibles conclusiones de política. También analizamos la asociación entre la reducción de la deuda y los cambios en la desigualdad y el desempleo, encontrando resultados algo sorprendentes.

La siguiente sección ofrece una breve revisión empírica de los episodios de reducción de la deuda en América Latina y el Caribe. La sección 3 compara episodios en la región con episodios en todo el mundo. La sección 4 considera la composición de los episodios de reducción de la deuda y detalla cuáles han sido sus principales impulsores. En la Sección 5 se analizan los impactos de un conjunto de factores económicos e institucionales, mientras que la Sección 6 se centra en el aspecto social, considerando los impactos potenciales sobre la desigualdad y el desempleo. La sección 7 proporciona las conclusiones.

⁷ This view is consistent with evidence presented in Chapter 10 of Powell and Valencia (2023).

2. Una Revisión de los Episodios de Reducción de la Deuda en América Latina y el Caribe

A los efectos de este documento, un episodio de reducción de la deuda se define como un período de varios años durante el cual la relación deuda/PIB disminuye al menos 15 puntos porcentuales. En los últimos 40 años, ha habido 43 episodios de reducción de deuda en América Latina y el Caribe, 18 países experimentaron dos episodios y siete países un episodio.⁸ Los episodios de reducción de deuda tienden a agruparse en el tiempo. A finales de los años 1980 y principios de los años 1990 se produjo una ola de reducciones de la deuda. Como se mencionó, esta ola estuvo asociada con los ejercicios de reestructuración de la deuda en el contexto del plan Brady que siguió a la crisis de deuda latinoamericana de los años ochenta. Una segunda ola tuvo lugar en el período 2002-2007, asistida por el auge de los precios de las materias primas impulsado por el alto crecimiento de China.

Sólo dos episodios de reducción de la deuda comenzaron después de la crisis financiera mundial. Uno de ellos fue impulsado por una alta inflación y pronto fue seguido por un gran salto en la relación deuda/PIB y un default. El segundo fue el caso de Jamaica, que logró reducir su deuda pública mediante elevados superávits fiscales tras la crisis financiera mundial.

El nivel promedio de deuda al comienzo de un episodio de reducción de deuda era alrededor del 100 por ciento del PIB (ver Cuadro 1). Este alto valor promedio está influenciado por un pequeño número de países. La mediana del ratio de deuda al comienzo del episodio era cercana al 85 por ciento del PIB. El episodio mediano redujo la deuda en casi un 50 por ciento del PIB y duró aproximadamente siete años.⁹ La reducción anual mediana de la relación deuda/ PIB fue de 7 puntos porcentuales del PIB (12

puntos porcentuales para el promedio).

8 América Latina y el Caribe aquí incluye a los 26 países prestatarios del BID, no analizamos a Cuba ni a las naciones independientes más pequeñas de la Organización de Estados del Caribe Oriental, ni a territorios dependientes o extranjeros.

9 Doce episodios duraron 10 años o más; el episodio más largo fue Trinidad y Tobago entre 1993 y 2008, con una duración de 15 años.

Cuadro 1. Episodios de Reducción de la Deuda en América Latina y el Caribe

	Deuda - PBI (%)			Duración	$\frac{\Delta \text{Deuda}}{\text{Duración}}$	PBI Crecimiento	Inflación	Prim. Bal.
	Comienzo del episodio	Fin del episodio	Cambio					
Promedio	110.1	37.8	-72.4	7.6	12.3	3.8	98.9	1.5
Media	84.3	32.1	-49.7	7.0	7.3	3.9	16.2	1.9
Desvio St.	92.0	23.3	77.8	3.4	20	2.7	290.6	3.0
Share of episodes						0.44	0.43	0.34
Share of episodes that do not overlap with a debt restructuring						0.57	0.46	0.46

Fuente: Cálculos del personal técnico del BID basados en datos del informe WEO del FMI.

Nota: Hay 43 episodios en total; El 65 por ciento de estos episodios coincidieron con una reestructuración de deuda. Las dos últimas filas del cuadro muestran el número de episodios en los que el crecimiento del PIB, la inflación y/o el superávit primario fueron un factor primario o secundario del episodio (es decir, que el factor en cuestión representó la mayor o la segunda caída más grande), en la relación deuda/PIB en todos los factores).

Alrededor del 44 por ciento de los episodios de reducción de la deuda estuvieron asociados con un crecimiento del PIB real superior al 4 por ciento, y un tercio de ellos se caracterizaron por un superávit primario promedio superior al 2 por ciento del PIB. La tasa de inflación mediana fue de alrededor del 16 por ciento, mientras que el promedio fue de casi el 100 por ciento, fuertemente influenciada por un pequeño número de casos de inflación alta. Casi dos tercios de los episodios de reducción de la deuda estuvieron asociados con un ejercicio de reestructuración de la deuda. Aún así, la reestructuración de la deuda no fue el principal impulsor de la reducción de la deuda en la mayoría de los episodios de reducción de la deuda, como se analiza más adelante.

Los episodios de reducción de la deuda no son todos iguales y, en general, la literatura sugiere que los episodios impulsados por el crecimiento, o una combinación de crecimiento y consolidación fiscal, tienden a ser menos dolorosos y la reducción de la deuda tiende a ser más persistente.¹⁰ En este contexto, El Cuadro 1 presenta un panorama un tanto sombrío y se hace eco de los resultados de la literatura que indica que el crecimiento y la prudencia fiscal por sí solos son, relativamente raramente, los principales motores de la reducción de la deuda.¹¹ Aun así, hay

algunos casos notables de episodios exitosos de reducción de la deuda en América Latina y el Caribe. . En el Apéndice 1 se revisa una selección de tales casos.

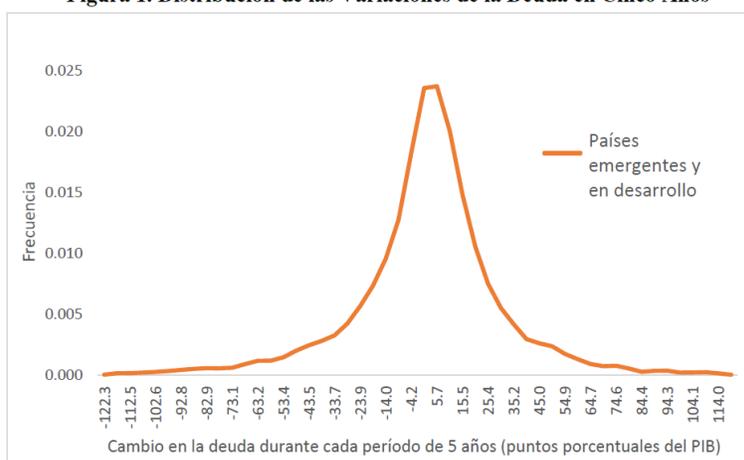
¹⁰Véase Kose et al (2021) para una discusión.

¹¹ En un estudio de 118 países durante el período 1990-2020, Kose et al. (2021) encuentran que en aproximadamente el 50 por ciento de las observaciones, el crecimiento fue superior a la tasa de interés real, pero en aproximadamente una cuarta parte de estos casos la deuda seguía creciendo porque el diferencial entre crecimiento y tasa de interés estaba más que compensado por la presencia de un déficit primario. De manera similar, es difícil lograr superávits primarios cuantiosos y sostenidos en presencia de un crecimiento bajo (Eichengreen y Panizza, 2016).

3. Comparación de Episodios de Reducción de la Deuda en Todo el Mundo

Esta sección mira más allá de América Latina y el Caribe y compara experiencias en distintas regiones del mundo. La Figura 1 muestra la distribución de los cambios quinquenales en la relación deuda/PIB para los países emergentes y en desarrollo. Los episodios de reducción de deuda se definen como años-país que se encuentran a la izquierda del percentil 10 y 20 de la distribución (-29,5 puntos porcentuales del PIB y -14 puntos porcentuales del PIB, respectivamente).¹² En el resto del capítulo, los países -Los períodos con cambios de deuda de cinco años a la izquierda de estos umbrales se denominan episodios 10P y episodios 20P, respectivamente. Por construcción, el 20 por ciento de los episodios de cinco años de la muestra consisten en episodios de 20P y el 10 por ciento consisten en episodios de 10P. Sin embargo, existen diferencias entre países y regiones.

Figura 1. Distribución de las Variaciones de la Deuda en Cinco Años



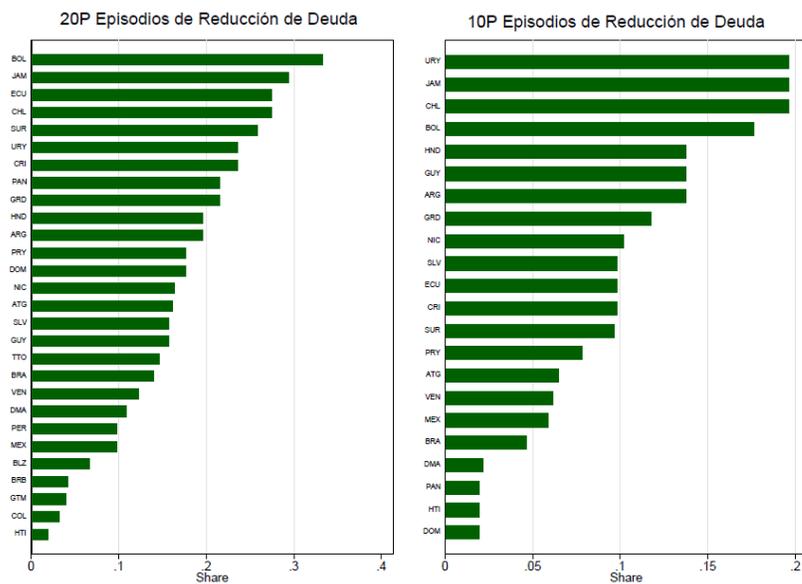
¹²Nótese que los episodios de reducción de deuda descritos en esta sección no son estrictamente comparables con los episodios de reducción de deuda descritos en

la sección anterior. En primer lugar, si bien los episodios de reducción de la deuda analizados en la sección anterior varían en duración, esta sección se centra en una duración constante (cinco años). En segundo lugar, si bien los episodios descritos en la sección anterior, por definición, no se superponen, esta sección también considera episodios superpuestos. Por ejemplo, consideremos un país que durante un período de diez años reduce constantemente su relación deuda/PIB en 3 puntos porcentuales por año y luego estabiliza su nivel de deuda. En la sección anterior, se habría clasificado a este país como un país que tuvo un episodio de reducción de deuda que duró 30 años y condujo a una reducción de 30 puntos porcentuales en la relación deuda/PIB. En esta sección, en cambio, se clasificaría a este país como si tuviera seis episodios superpuestos de reducción de deuda 20P, cada uno de ellos asociado con una reducción de deuda de 15 puntos porcentuales.

6

El gráfico 2 se centra en América Latina y el Caribe y muestra la proporción de períodos de cinco años que coincidieron con un episodio de reducción de deuda 20P (Panel A) o 10P (Panel B). Bolivia, Chile, Costa Rica, Ecuador, Granada, Jamaica, Panamá, Surinam y Uruguay están sobrerrepresentados en la muestra de episodios del 20P (en otras palabras, su proporción de episodios del 20P es superior al 20 por ciento), y Argentina, Bolivia, Chile, Granada, Guyana, Honduras, Jamaica, Nicaragua y Uruguay están sobrerrepresentados en la muestra de episodios del 10P.

Figura 2. Proporción de Episodios de Reducción de la Deuda
Panel A: Episodios de Reducción de Deuda del Percentil 20
Panel B: Episodios de Reducción de Deuda del Percentil 10



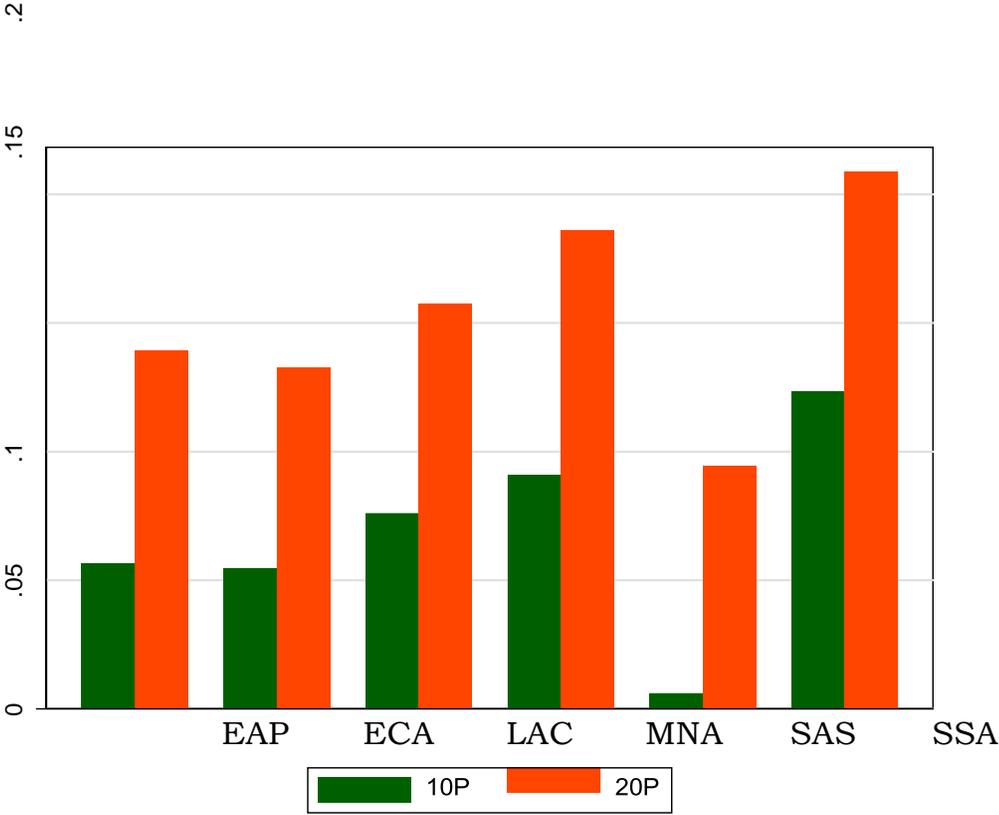
Fuente: Cálculos del personal técnico del BID basados en datos del informe WEO del FMI.

Nota: Este gráfico muestra la proporción de episodios de reducción de deuda 10P y 20P para los países de América Latina y el Caribe. Los países no incluidos en el cuadro no cuentan con al menos 30 años de datos o no tienen un episodio de reducción de la deuda.

Considerando las regiones globales, América Latina y el Caribe está subrepresentada en ambos Episodios 10P y 20P (las proporciones regionales son del 7 por ciento y el 15 por ciento, respectivamente; consulte la figura 3). En gran medida debido al alivio de la deuda asociado con las iniciativas de los Países Pobres Muy Endeudados (HIPC) y el Alivio de la Deuda Multilateral (MDRI), los países del África subsahariana están en cambio sobrerrepresentado en las muestras de los episodios 10P y 20P.

La proporción de episodios de reducción de la deuda también es relativamente baja en Asia oriental, Europa oriental y Asia central. Sin embargo, a diferencia de América Latina y el Caribe, estas regiones tienen niveles de deuda relativamente bajos. Por tanto, los episodios de reducción de la deuda son menos frecuentes porque son menos necesarios. Existe una relación estadísticamente significativa entre los niveles iniciales de deuda y la probabilidad de observar un episodio de reducción de deuda.

Figura 3. Proporción de Episodios de Reducción de la Deuda por Región



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos del informe WEO del FMI.

Nota: Este gráfico muestra la proporción de episodios de reducción de deuda 10P y 20P por región. Esta es la proporción de cambios en la deuda a la izquierda de las líneas discontinuas en la Figura 8.1. Por construcción, la proporción general

de episodios 10P es del 10 por ciento y la proporción general de episodios 20P es del 20 por ciento.

Dos posibles factores impulsan la correlación positiva entre el nivel inicial de deuda y la probabilidad de un episodio de reducción de deuda. Por un lado, esta correlación puede deberse al hecho que los altos niveles de deuda conducen a una política fiscal prudente. Esta interpretación es consistente con la conclusión de Powell y Valencia (2023) de que desde la década de 1990 el aumento de la deuda ha llevado a una consolidación fiscal en América Latina y el Caribe de modo que, en promedio, la deuda ha sido sostenible.¹³ Por otro lado, la inflación ha sido un factor clave de las reducciones de la deuda cuando los niveles de deuda son altos, y cuanto mayor sea el nivel de deuda, menos probable será que un episodio posterior de reducción de la deuda sea impulsado por la consolidación fiscal; Es más probable que la deuda se reduzca mediante una mayor inflación.

¹³ Esto no implica que la deuda haya sido sostenible para todos los países en todos los períodos, sino que es un resultado promedio

y cuanto mayor sea el nivel de deuda, menos probable será que un episodio posterior de reducción de la deuda sea impulsado por la consolidación fiscal; Es más probable que la deuda se reduzca mediante una mayor inflación.

4. La Composición de los Episodios de Reducción de la Deuda

La relación deuda/PIB cambia con el tiempo como resultado tanto de las condiciones económicas como de las decisiones políticas. La ecuación estándar para la dinámica de la deuda desglosa el cambio en la relación deuda/PIB (Δd) de la siguiente manera:

$$\Delta d = -pb + (i - g - \pi)d + sf$$

dónde pb es el saldo primario sobre el PIB, i es la tasa de interés nominal, g es el crecimiento del PIB real, π es la inflación y sf es el llamado término de conciliación stock-flujo.¹⁴ La conciliación stock-flujo puede estar determinada por un error de medición, pero también por eventos que afectan la relación deuda-PIB sin pasar por el presupuesto. Los valores negativos para este plazo, durante un período de reducción de la deuda, pueden ser provocados por una reestructuración de la deuda que incluya un recorte nominal o una gran privatización donde los

ingresos no se incluyen en el presupuesto, pero los ingresos se utilizan para cancelar la deuda pública. Nótese que el efecto de las privatizaciones sobre la sostenibilidad de la deuda es ambiguo. Si bien la privatización puede abordar los problemas de liquidez, también puede disminuir los ingresos futuros a menos que implique ganancias de eficiencia.

La aplicación de la ecuación dinámica de la deuda descrita anteriormente a datos reales muestra que los principales contribuyentes a las reducciones de la deuda son la inflación, que es ~~especialmente~~ importante en América Latina y el Caribe, y el

crecimiento del PIB real, que es especialmente importante en Asia Oriental. El saldo primario es importante en varias regiones, incluidas América Latina y el Caribe, cuando el análisis se limita a períodos con crecimiento negativo de la deuda (Gráfico 4, Panel B). En América Latina y el Caribe, las altas tasas de interés nominales y los elevados pagos de intereses parecen ser obstáculos clave para la reducción de la deuda.

¹⁴ Para una discusión más detallada del ajuste stock-flujo y sus impulsores, ver Apéndice B y Campos et al. (2006).

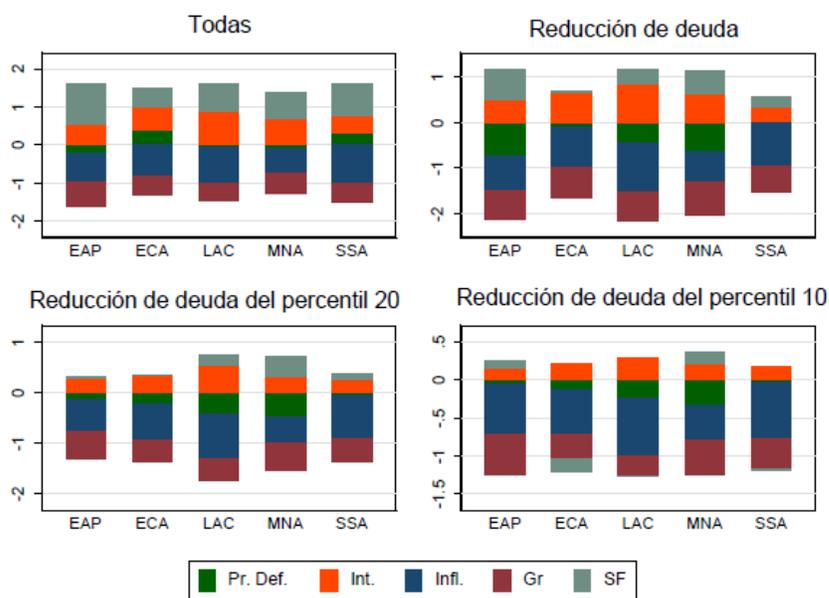
Figura 4. Composición de las Variaciones de la Deuda por Región

Panel A: Muestra completa

Panel B: Episodios de reducción de deuda

Panel C: Episodios de reducción de deuda del percentil 20

Panel D: Episodios de reducción de deuda del percentil 10



Fuente: Cálculos del personal técnico del BID basados en datos del informe WEO del FMI.

Nota: Este gráfico muestra la composición de los cambios de la deuda por región; las barras por encima de la línea cero muestran factores que contribuyen al crecimiento de la deuda y las barras por debajo de cero muestran factores que contribuyen a las reducciones de la deuda. La escala indica el punto porcentual del cambio del PIB en la deuda para cada factor. El Panel A utiliza todos los datos disponibles, el Panel B utiliza todos los períodos de cinco años con crecimiento negativo de la deuda, el Panel C utiliza datos de reducciones de deuda en el percentil 10 de todas las reducciones y el Panel D utiliza datos de reducciones de deuda en el percentil 10 de toda la deuda. episodios de reducción.

Esta sección define un episodio como impulsado por un factor determinado (por ejemplo, el superávit primario) si ese factor específico representa al menos el 40 por ciento de la reducción de la deuda en el episodio.¹⁵ Esta regla de asignación puede generar

episodios que no están impulsados por un factor específico, que sería el caso si ningún componente de la ecuación dinámica de la deuda representa al menos el 40 por ciento del cambio en

15 Vale la pena señalar que esta definición basada en la ecuación de la dinámica de la deuda descrita anteriormente no tiene en cuenta las complejas interacciones entre los diversos componentes de la dinámica de la deuda. Por ejemplo, una contracción fiscal podría afectar tanto a las tasas de interés como al crecimiento del PIB. Estas interacciones no son consideradas por el marco contable adoptado en este capítulo.

deuda, y para episodios impulsados por múltiples factores.¹⁶ El conjunto de factores estudiados aquí incluye el superávit primario, el crecimiento real, la inflación, la tasa de interés real y la conciliación de flujos de existencias.¹⁷

La inflación (a menudo acompañada de tasas de interés reales negativas) es, con diferencia, el factor más importante de los episodios de reducción de la deuda en América Latina y el Caribe, seguida de una política fiscal estricta. El crecimiento, por otro lado, es menos importante. Asia Oriental es la única región en la que el crecimiento es un motor clave en más del 50 por ciento de los episodios.

Si bien el término de conciliación de flujos de existencias a menudo se asocia con episodios de reducciones de deuda, está mucho menos asociado con los casos de reducción de deuda más significativos (percentil 10 o 20). Como la reestructuración de la deuda aparece dentro de este plazo, podemos concluir que las reestructuraciones de la deuda no son un motor frecuente de las reducciones de la deuda. Sólo alrededor del 10 por ciento de las reducciones de deuda del percentil 20 y alrededor del 12 por ciento de las reducciones de deuda del percentil 10 están asociadas con una reestructuración de la deuda.¹⁸ Además, para las reducciones de deuda del percentil 20, en sólo el 2,4 por ciento de los casos la reestructuración de la deuda fue potencialmente un factor principal. (ya sea por sí mismo o con otro factor) de la reducción, y para las reducciones de deuda del percentil 10 ese fue el caso en sólo el 0,8 por ciento de los casos. Como la mayoría de las reestructuraciones de deuda recientes son reestructuraciones, sin cambios en el principal, tal vez estos resultados no sean particularmente sorprendentes, aunque esto sugiere que dichas reestructuraciones no tienen mucho éxito en impulsar el crecimiento.

16 Este es trivialmente el caso si dos factores representan cada uno el 40 por ciento de la reducción de la deuda. Sin embargo, en algunos casos individuales, los dos factores pueden sumar más del 100 por ciento porque ciertos elementos de la descomposición de la deuda son negativos y otros son positivos.

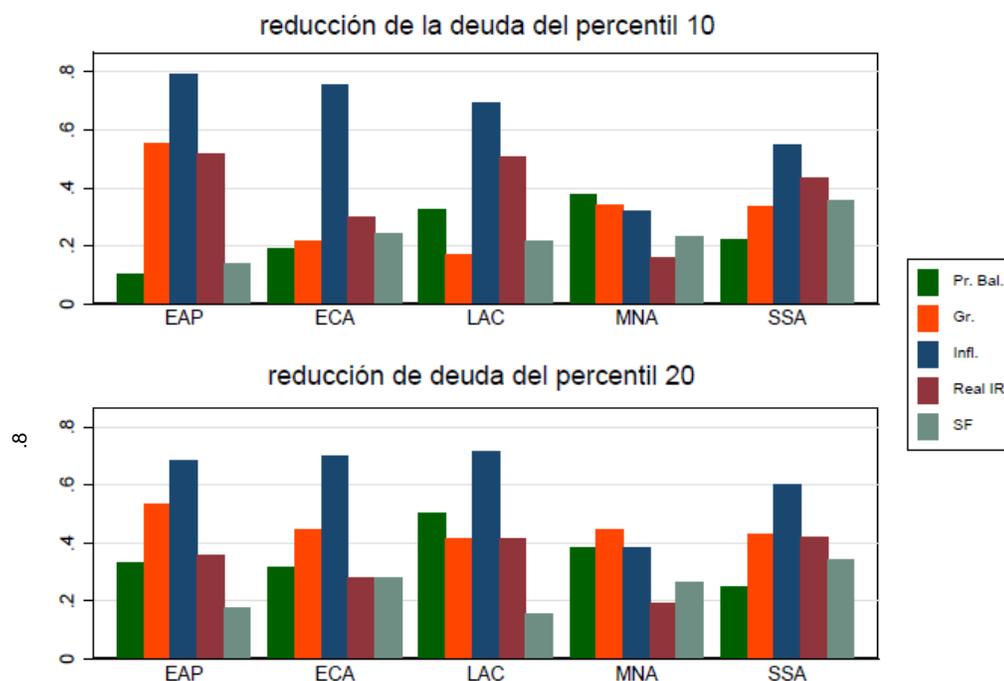
17 Si bien las tasas de interés nominales rara vez son negativas (especialmente en la muestra de economías en desarrollo y emergentes aquí consideradas), las tasas de interés reales pueden ser negativas si la inflación es mayor que la tasa de interés nominal. Por lo tanto, la proporción de episodios impulsados por la presencia de una tasa de interés negativa es un subconjunto estricto de la proporción de episodios impulsados por la inflación.

18 La reestructuración de la deuda aquí está representada por el ajuste stock-flujo, que puede reflejar el impacto de la reestructuración de la deuda, pero también podría reflejar otros factores.

Figura 5. Principales contribuyentes a los episodios de reducción de la deuda

Panel A: Episodios de reducción de la deuda del percentil 10

Panel B: Episodios de reducción de deuda del percentil 20



Fuente: Cálculos del personal técnico del BID basados en datos del informe WEO del FMI.

Nota: Este gráfico muestra la proporción de episodios de reducción de deuda del 10P (Panel A) y del 20P (Panel B) que pueden atribuirse a diferentes factores. Obsérvese que un determinado episodio de reducción de la deuda puede atribuirse a más de un factor o a ningún factor específico. Por tanto, las participaciones no suman uno.

Los episodios de reducción de la deuda parecen ser persistentes. Mientras que la probabilidad incondicional de observar un episodio 10P es, por definición, del 10 por ciento, la probabilidad de observar un episodio 10P condicionada a haber observado un episodio similar en períodos anteriores es del 19 por ciento. Los episodios “buenos” de reducción de deuda (es decir, aquellos en los que los principales impulsores son el crecimiento y/o la consolidación fiscal) son incluso más persistentes que el episodio promedio de reducción de deuda general. La probabilidad de que

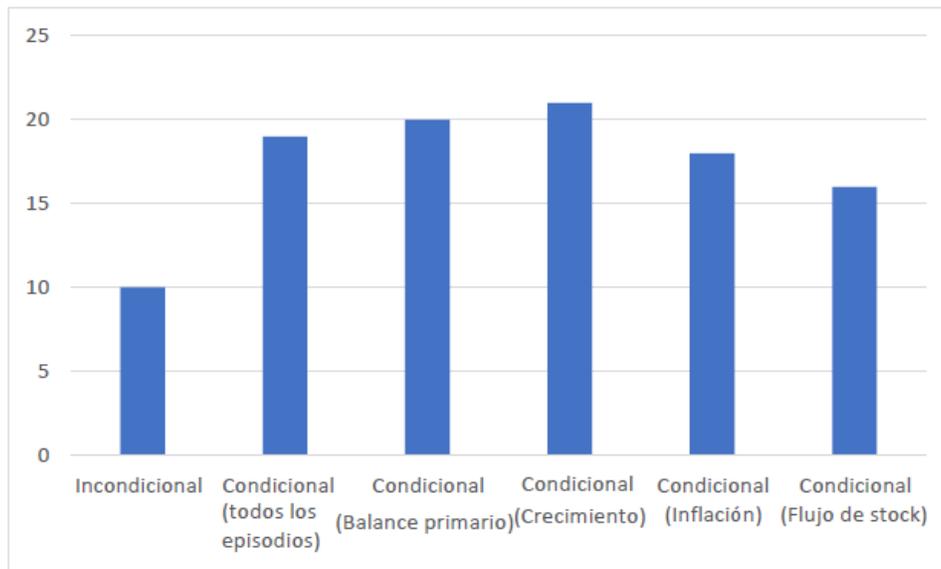
un país experimente un episodio de reducción de deuda 10P condicionado a haber observado un proceso impulsado por el crecimiento.

El episodio de reducción de deuda en períodos anteriores es del 21 por ciento (Figura 6). La probabilidad de observar un episodio de 10P condicionado a episodios previos impulsados por el saldo primario es del 20 por ciento. Las probabilidades condicionales correspondientes a episodios impulsados por la inflación y por ajustes de flujos de existencias son, en cambio, del

¹⁹ por ciento y el 16 por ciento, respectivamente.¹⁹

¹⁹ There is less persistence for 20th percentile debt reduction episodes, with the conditional probability increasing to 27 percent and no difference in the probability of observing a new episode conditional on the previous type of episode.

Figura 6. Probabilidad Condicional e Incondicional de un Episodio de Reducción de la Deuda del Percentil 10



Fuente: Cálculos del personal técnico del BID basados en datos del informe WEO del FMI.

Nota: Esta figura representa la probabilidad de observar un episodio de 10P. La primera barra representa la probabilidad incondicional, que es, por definición, del 10 por ciento. La segunda barra representa la probabilidad de que un país observe un episodio de 10P condicionado a haberlo tenido en períodos anteriores (esta probabilidad es del 19 por ciento). Las cuatro barras restantes trazan la probabilidad de que un país observe un episodio 10P condicionado a: haber observado un episodio de reducción de la deuda impulsado por el equilibrio primario en períodos anteriores (tercera barra), un episodio de reducción de la deuda impulsado por el crecimiento en períodos anteriores (cuarta barra), un episodio de reducción de deuda impulsado por la inflación en períodos anteriores (quinta barra), y un episodio de reducción de deuda impulsado por flujos de existencias en períodos anteriores (sexta barra).

5. Factores Económicos e Institucionales

¿Qué tipos de factores económicos e institucionales están asociados con los diferentes tipos de episodios de reducción de la deuda? Identificar estos elementos es especialmente importante para las políticas. El asesoramiento sobre políticas dependerá de las condiciones iniciales y de las instituciones actuales. Las interacciones entre variables pueden hacer que la reducción de la deuda sea más probable o no. Comprender estas condiciones

complementarias puede ayudar a brindar asesoramiento sobre políticas y ayudar a los formuladores de políticas a decidir qué políticas tienen probabilidades de ser más efectivas.

Los niveles iniciales de deuda son fuertes predictores de episodios de reducción de deuda, pero existe heterogeneidad entre los tipos de episodios. Los niveles de deuda más altos están asociados positivamente con la probabilidad de un episodio de reducción de la deuda impulsado por la inflación (o la tasa de interés real) (incluido un episodio suave de reducción de la deuda impulsado por la inflación) y negativamente con la probabilidad de un episodio de reducción de la deuda impulsado por el saldo primario. Los niveles iniciales de deuda, en cambio, son irrelevantes para otros tipos de episodios de reducción de deuda.

Dada la falta de evidencia de que las reducciones de la deuda impulsadas por el crecimiento sean más probables cuando los niveles de deuda son altos, indica que el tipo más deseable de reducción de la deuda es poco probable, precisamente cuando más se necesita.²⁰ De manera similar, si bien sería deseable que los países respondieran a altos niveles de deuda con una política fiscal prudente, los datos sugieren que este no es siempre el caso. Es más probable que los países respondan a los altos niveles de deuda con una inflación alta en lugar de ejecutar grandes políticas fiscales excedentes.

Figura 7. Diferentes tipos de episodios de reducción de deuda y niveles de deuda

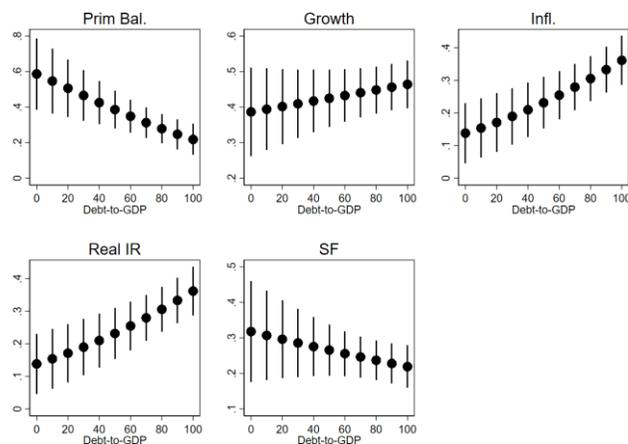
Panel A: Saldo primario

Panel B: Crecimiento

Panel C: Inflación

Panel D: Tasa de interés

Panel E: Ajuste del flujo de existencias



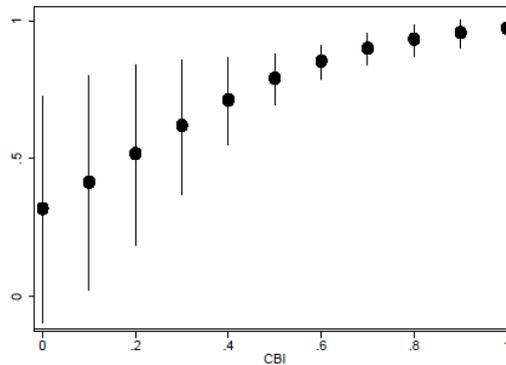
Fuente: Cálculos del personal técnico del BID basados en datos del informe WEO del FMI y los Indicadores de Desarrollo Mundial.

Nota: Este gráfico muestra cómo la probabilidad de que se produzcan diferentes tipos de episodios de reducción de deuda 20P varía con el nivel de deuda inicial, mientras que todas las demás variables se mantienen en su valor medio. Los puntos son estimaciones puntuales y los picos son intervalos de confianza del 95%.

²⁰ Este resultado es coherente con la presencia de un sobreendeudamiento público, como se analiza en Powell y Valencia (2023), capítulo 8.

También existe heterogeneidad asociada con el ingreso inicial per cápita. Un mayor ingreso está asociado con una mayor probabilidad de un episodio de reducción de la deuda impulsado por el saldo primario, pero negativamente asociado con la probabilidad de un episodio de reducción de la deuda impulsado por el crecimiento.

Gráfico 8. Independencia del Banco Central y Probabilidad de un Episodio de Reducción de la Deuda Impulsado por la Inflación



Fuente: Cálculos del personal técnico del BID basados en datos del informe WEO del FMI y los Indicadores de Desarrollo Mundial.

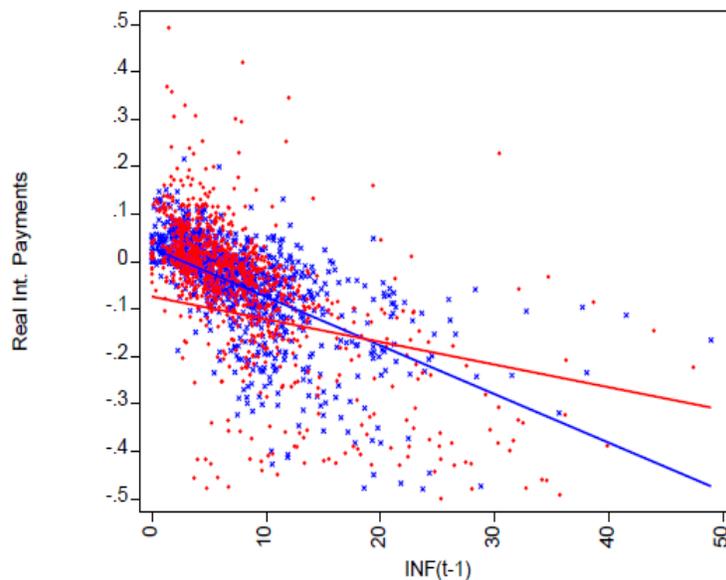
Nota: Este gráfico muestra cómo la probabilidad de un episodio de reducción de la deuda del percentil 20 impulsado por la inflación (eje Y) varía con el índice de independencia del banco central (eje X), mientras que todas las demás variables se mantienen en su valor medio. Los puntos son estimaciones puntuales y las líneas representan intervalos de confianza del 95%.

Un resultado intrigante es que la presencia de un banco central independiente aumenta la probabilidad de una reducción de la deuda impulsada por la inflación. Esto se ilustra en la Figura 8. Después de todo, la inflación debería ser menor en presencia de un banco central más independiente. De hecho, este es el caso: durante los episodios de reducción de la deuda en países con una alta independencia del banco central, la inflación promedio es 18 puntos porcentuales más baja que en los países con una menor independencia del banco central (12 por ciento versus 30 por ciento). Centrándonos exclusivamente en los episodios de reducción de la deuda impulsados por la inflación, la inflación promedio en los países con un banco central independiente es un punto porcentual menor (8,5 por ciento frente a 9,5 por ciento) que en los países con menor independencia del banco central. Por lo tanto, el resultado descrito en la Figura 8 no está impulsado por el hecho de que la independencia del banco central conduzca a una inflación más alta, sino por el hecho de que un banco central más independiente ancla las expectativas y permite períodos de inflación superior al promedio sin un aumento inmediato del interés nominal. tarifas. La credibilidad monetaria también está correlacionada positivamente con el vencimiento de la deuda pública y, por tanto, permite

para una respuesta más lenta de los pagos generales de intereses a los shocks inflacionarios (Andreolli, 2021; Willems y Zettelmeyer, 2022).

La Figura 9 muestra la correlación entre la inflación rezagada y los pagos de intereses reales como porcentaje del PIB (este es el componente $(i - \pi)d$ de la ecuación dinámica de la deuda descrita anteriormente) para países con bajos niveles de independencia del banco central (los puntos rojos) y países con un alto nivel de independencia del banco central (las cruces azules). La correlación negativa entre los pagos de intereses reales y la inflación rezagada es más fuerte en los años-país caracterizados por niveles más altos de independencia del banco central.²¹

Figura 9. Inflación, Pagos de Intereses Reales e Independencia del Banco Central



Fuente: Cálculos del personal técnico del BID basados en datos del informe WEO del FMI y los Indicadores de Desarrollo Mundial.

Nota: Este gráfico muestra la correlación entre la inflación rezagada y los pagos de intereses reales (como porcentaje del PIB) en países con niveles altos (cruces azules) y bajos (puntos rojos) de independencia del banco central.

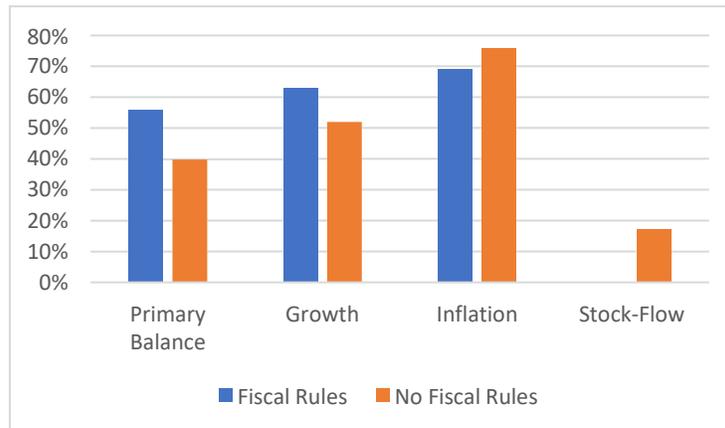
Los episodios de reducción de la deuda son persistentes y los episodios “buenos” de reducción de la deuda (es decir, los episodios impulsados por el crecimiento del PIB y una política fiscal prudente) tienden a ser más persistentes que aquellos impulsados por la inflación y la conciliación entre existencias y flujos. ¿Qué impulsa esta persistencia? Si los países pagan los costos fijos necesarios para implementar reglas presupuestarias e instituciones fiscales que permitan la reducción de la deuda, entonces implementar reducciones futuras de la deuda puede resultar más fácil. El análisis de regresión proporciona algo de

21 La represión financiera también puede mantener bajas las tasas reales (Reinhart y Sbrancia, 2015; Mauro y Zhu, 2020), pero esta estrategia está asociada con grandes distorsiones (Jafarov, Maino y Pani, 2019).

Hay evidencia en esta dirección: los indicadores que miden la presencia y calidad de las instituciones fiscales están positivamente correlacionados con la probabilidad de episodios de reducción de la deuda impulsados por el equilibrio primario o el crecimiento. Sin embargo, los resultados generalmente no son estadísticamente significativos, posiblemente porque los datos sobre las instituciones fiscales y los episodios de reducción de la deuda cubren una muestra limitada de países-año.

Otra forma de explorar el papel de las instituciones fiscales es dejar que los datos hablen por sí solos a través del análisis de conglomerados. El empleo de dicha técnica permite que todos los episodios de reducción de deuda del percentil 20 que tienen una regla fiscal vigente al comienzo del período de reducción de deuda se coloquen en un grupo y los episodios restantes en otros dos grupos (la diferencia entre estos otros dos grupos es si haya un programa del FMI o no).²³ Los países con reglas fiscales vigentes tienen una mayor probabilidad de sufrir un episodio de reducción de la deuda impulsado por el saldo primario (56 por ciento versus 40 por ciento) o un episodio de reducción de la deuda impulsado por el crecimiento (63 por ciento versus 52 por ciento). por ciento) y una menor probabilidad de un episodio de reducción de deuda impulsado por la inflación o por una conciliación de flujos de existencias (ver Figura 10).

Figura 10. Probabilidad de Diferentes Tipos de Episodios de Reducción de la Deuda



Fuente: Cálculos del personal técnico del BID basados en datos del informe WEO del FMI y los Indicadores de Desarrollo Mundial.

Nota: Este gráfico muestra la probabilidad de observar diferentes tipos de episodios de reducción de deuda del percentil 20 con y sin reglas fiscales.

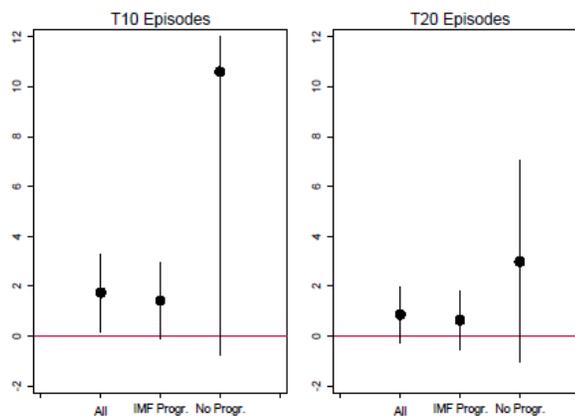
22 Las buenas instituciones fiscales reducen significativamente la probabilidad de que se produzcan picos de deuda (véase Powell y Valencia, 2023, capítulo 3). Si dichas instituciones previenen los picos de deuda, probablemente sean necesarias para reducirla.

6. El Lado Social

¿Existen costos sociales relacionados con los episodios de reducción de la deuda? Específicamente, ¿las políticas de reducción de la deuda afectan el desempleo y la desigualdad de ingresos? Esta es una pregunta importante por al menos dos razones. En primer lugar, un formulador de políticas que debe decidir si adopta un determinado conjunto de políticas destinadas a reducir la deuda pública debe evaluar los costos y beneficios de dichas políticas, incluidos sus efectos sobre la desigualdad de ingresos y el desempleo, y puede necesitar considerar políticas complementarias para suavizar o reducir la deuda pública. eliminar los impactos. En segundo lugar, las políticas con grandes efectos sociales negativos tienen más probabilidades de revertirse y menos probabilidades de producir reducciones duraderas de la deuda.

Un ejercicio econométrico sugiere que los episodios de reducción de la deuda 10P están asociados con un aumento del índice de Gini de casi 2 puntos (Gráfico 11, Panel A). En América Latina y el Caribe, el índice de Gini oscila entre 40 (Uruguay) y 57 (Surinam). Entonces, un cambio de 2 puntos en el índice de Gini es cuantitativamente importante, pero no dramáticamente. Curiosamente, la presencia de un programa del FMI parece mitigar los efectos de desigualdad de los episodios de reducción de deuda 10P.²⁴ Los episodios de reducción de deuda más pequeños (20P) no están significativamente correlacionados con cambios en el índice de Gini.

Figura 11. Episodios de Reducción de la Deuda y Desigualdad
Panel A: Episodios de reducción de deuda del percentil 10
Panel B: Episodios de reducción de deuda del percentil 20



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en datos del informe WEO del FMI, Indicadores del Desarrollo Mundial.

Nota: Este gráfico muestra la correlación entre los episodios de reducción de la deuda y los cambios en el índice de Gini en presencia y ausencia de programas del FMI. Los puntos son estimaciones puntuales y los picos son intervalos de confianza del 95 por ciento.

24 Nótese, sin embargo, que en la muestra completa, el 80 por ciento de los episodios de reducción de deuda del 10P coinciden con un programa del FMI; En la muestra con datos sobre desigualdad, el 95 por ciento de los episodios del 10P se superponen con un programa del FMI.

El tipo de episodio de reducción de la deuda también influye en la desigualdad. Las contracciones fiscales suelen estar asociadas con aumentos de impuestos y recortes del gasto. Estas políticas deben diseñarse cuidadosamente y centrarse en eliminar los subsidios a los no pobres y eliminar los gastos tributarios ineficientes u otros gastos regresivos. Si este no es el caso, pueden conducir a un aumento de la desigualdad.

Hay cierta evidencia de que las contracciones fiscales no son regresivas: las reducciones de la deuda impulsadas por el superávit primario están asociadas con una reducción del índice de Gini. Si bien el coeficiente no es estadísticamente significativo, este hallazgo contradice la hipótesis de que las reducciones de deuda impulsadas fiscalmente tienen consecuencias distributivas negativas.²⁵

Dado que la inflación tiende a ser regresiva, los episodios de reducción de la deuda impulsados por la inflación pueden aumentar la desigualdad. Los resultados de la regresión respaldan esta intuición; La desigualdad aumenta con las reducciones de la deuda impulsadas por la inflación. Por el contrario, los episodios de reducción de la deuda asociados con el crecimiento del PIB tienden a reducir la desigualdad en consonancia con el hecho de que el crecimiento favorece a los pobres, aunque los resultados no fueron significativos.²⁶

7. Conclusiones

Un mensaje clave de este documento es que más vale prevenir que curar. Reducir la deuda no es fácil, por lo que se debe evitar una acumulación significativa de deuda, especialmente durante períodos de crecimiento normal o elevado. Reducir los ratios de deuda mediante el crecimiento es difícil (porque no es fácil lograr y mantener altas tasas de crecimiento del PIB real) y reducir la deuda mediante la consolidación fiscal puede ser costoso desde el punto de vista político²⁷. Sin embargo, resulta interesante que encontramos poca evidencia de que dichas reducciones de la deuda aumenten la desigualdad. o aumentar el desempleo. Desafortunadamente, ha sido más común recurrir a una inflación alta o a la reestructuración

de la deuda en un intento de reducirla, lo que puede generar costos económicos significativos y persistentes.

Algunos países de América Latina y el Caribe han logrado reducir la deuda mediante una combinación de crecimiento y/o probidad fiscal. Jamaica es un caso excepcional en el que se mantuvieron superávits fiscales primarios muy significativos durante aproximadamente una década. Esto es extremadamente raro y pocos países en el mundo han podido implementar acciones políticas tan sostenidas. Sin embargo, la política fiscal prudente que acompaña a los períodos de buen crecimiento económico es más común y puede

25 Si bien sería interesante estudiar también la composición (ajuste impulsado por los ingresos versus ajuste impulsado por los gastos), los datos son insuficientes para realizar este ejercicio. Para un análisis de los efectos de la composición de los ajustes fiscales, véase Alesina, Favero y Giavazzi (2021).

26 El crecimiento no suele aumentar la desigualdad (Dollar y Kraay, 2002).

27 Véase Filippini y Sandleris (2022) para un análisis sobre la intolerancia a la austeridad y un nuevo índice centrado en América Latina,

hacer la tarea; ver Apéndice 1 para una breve descripción de casos seleccionados en América Latina y el Caribe. Un elemento clave es no caer en la tentación de adoptar una política procíclica y mantener una postura fiscal prudente cuando la economía está creciendo.

Es muy probable que sea preferible un período más largo de superávits primarios estables y moderados a una terapia de shock (Cottarelli, 2012). Esto sugiere que las instituciones fiscales de alta calidad son de vital importancia para dar credibilidad a un plan de ajuste gradual que puede tardar varios años en completarse. Un ajuste más gradual, en igualdad de condiciones, implica una trayectoria más elevada para los pagos de intereses. Pero si se pueden mejorar las instituciones fiscales para aumentar la credibilidad, las tasas de interés pueden ser más bajas a lo largo del camino de ajuste con beneficios significativos, lo que implica que se requiere menos ajuste total.

Para empezar, mejores instituciones fiscales pueden ayudar a evitar que los niveles de deuda aumenten. Por ejemplo, pueden reducir el problema de los proyectos de infraestructura mal concebidos, las transferencias inútiles a segmentos de la población políticamente conectados que no reducen la desigualdad y un gran término positivo de conciliación de flujos de existencias que refleja el descubrimiento de esqueletos en el armario, que surgen de las pérdidas. hacer empresas del sector público o rescates de un tipo u otro u otros tipos de gastos por debajo de la línea y mal monitoreados (Powell y Valencia, 2023).

Las instituciones fiscales y presupuestarias transparentes y los sistemas de información sobre la deuda pueden ayudar a reducir los riesgos de que la deuda explote debido a estas consideraciones. Las reglas fiscales y las instituciones presupuestarias ayudan en dos sentidos. En primer lugar, al limitar la acumulación de deuda, reducen la necesidad de un episodio de reducción de la deuda. En segundo lugar, si un episodio de reducción de la deuda se vuelve necesario, es más probable que sea impulsado por el crecimiento o la política fiscal que por la inflación o el default.

Un banco central independiente y creíble también puede ayudar; Si las expectativas inflacionarias están bien ancladas, los aumentos temporales de la inflación pueden ayudar a reducir la relación deuda/PIB sin generar altas tasas de interés nominales. Sin embargo, es posible que los países deban tener cuidado al utilizar esta herramienta. La credibilidad ganada con tanto esfuerzo se puede perder fácilmente. Si la inflación se afianza y las expectativas se desanclan, la inflación ya no será eficaz para reducir la deuda y el proceso desinflacionario puede resultar costoso tanto en términos de crecimiento como de niveles de deuda. Sin embargo, si las expectativas se mantienen ancladas, lo que indica credibilidad en el banco central y la meta de inflación a mediano plazo, entonces un aumento de la inflación manteniendo al mismo tiempo tasas de interés nominales más bajas puede impulsar la reducción de la deuda.

Apéndice: Reducciones exitosas de la deuda en América Latina y el Caribe

Este apéndice proporciona una breve descripción de los episodios de reducción de deuda en América Latina y el Caribe impulsados por el crecimiento y/o la consolidación fiscal.

De 2002 a 2013, Brasil redujo su relación deuda/PIB en 18 puntos porcentuales (Gráfico A1, Panel A).

Esto se logró mediante crecimiento económico, tasas de interés reales moderadas y superávits primarios sostenidos. El crecimiento del PIB fue positivo durante la mayoría de los años del episodio de reducción de la deuda (la excepción es 2009) y, en promedio, fue superior a la tasa de interés real ex post en aproximadamente un punto porcentual. Las tasas de interés reales se mantuvieron por debajo de las tasas de crecimiento gracias a una combinación de inflación moderada que compensó en parte las altas tasas nominales pero también permitió que las expectativas inflacionarias permanecieran ancladas durante todo el período (la tasa de interés real ex post promedio fue del 3,7 por ciento). La reducción de la deuda provocada por el hecho de que la tasa de interés real (r) fue mayor que el crecimiento del PIB (g) (lo que los economistas llaman $r-g$) se vio amplificada por la capacidad de Brasil de mantener un superávit primario durante 11 años consecutivos, con un superávit superior al 3 por ciento del PIB durante los primeros seis años del episodio de reducción de la deuda y superior al 1,5 por ciento durante los últimos cinco años.²⁸ Este superávit fiscal persistente probablemente jugó un papel importante en el impulso de la credibilidad de la política monetaria y fiscal y en el apoyo a las políticas favorables. diferencial entre crecimiento y tipos de interés. A medida que la tasa de interés real (y los pagos de intereses reales) comenzaron a disminuir en la segunda mitad del episodio, también lo hizo el superávit primario. Esto no es inusual. Cuando la deuda disminuye y la credibilidad mejora, a menudo la tentación es aplicar una política fiscal más laxa y así perder la oportunidad de reducir aún más la deuda. Sin embargo, cabe señalar que Brasil disminuyó sus superávits

primarios cuando la economía se desaceleró en respuesta a la crisis financiera mundial. Por lo tanto, este gran shock exógeno podría haber justificado una postura fiscal más acomodaticia. De hecho, Brasil es uno de los pocos países que mantuvo superávits primarios después de la crisis financiera mundial. Estos superávits primarios desempeñaron un papel clave en el fortalecimiento de la confianza del mercado. Recién en 2014 el saldo primario se volvió negativo. Los bajos precios de las materias primas fueron un factor clave para determinar el final del episodio de reducción de la deuda de Brasil.

²⁸ Nótese que, a partir de 2007, hubo una expansión significativa del gasto público, canalizado a través de corporaciones estatales y, por lo tanto, no incluido en las medidas fiscales estándar, y después de 2012, Ayres et al. (2021) sugieren que hubo un mayor uso de la contabilidad creativa para limitar los desequilibrios fiscales declarados.

Durante el período 2002-2008, Colombia redujo su deuda pública en 15 puntos porcentuales (Gráfico A1, Panel B). La reducción de la deuda fue impulsada en parte por superávits primarios constantes y moderados, un crecimiento relativamente alto (favorecido por los altos precios de las materias primas) y tasas de interés reales moderadas. Durante el período, el valor promedio del diferencial entre la tasa de interés y la tasa de crecimiento ($rr - LL$) estuvo cerca del -3,5 por ciento, lo que produjo una reducción sustancial de la deuda. Los pagos de intereses reales se mantuvieron bajos (menos del 2 por ciento) gracias a una combinación de inflación moderada y tasas nominales bajas. La situación cambió después de la crisis financiera mundial: el crecimiento nominal se contrajo (tanto la inflación como el crecimiento del PIB real cayeron) y los superávits primarios se convirtieron en déficits.

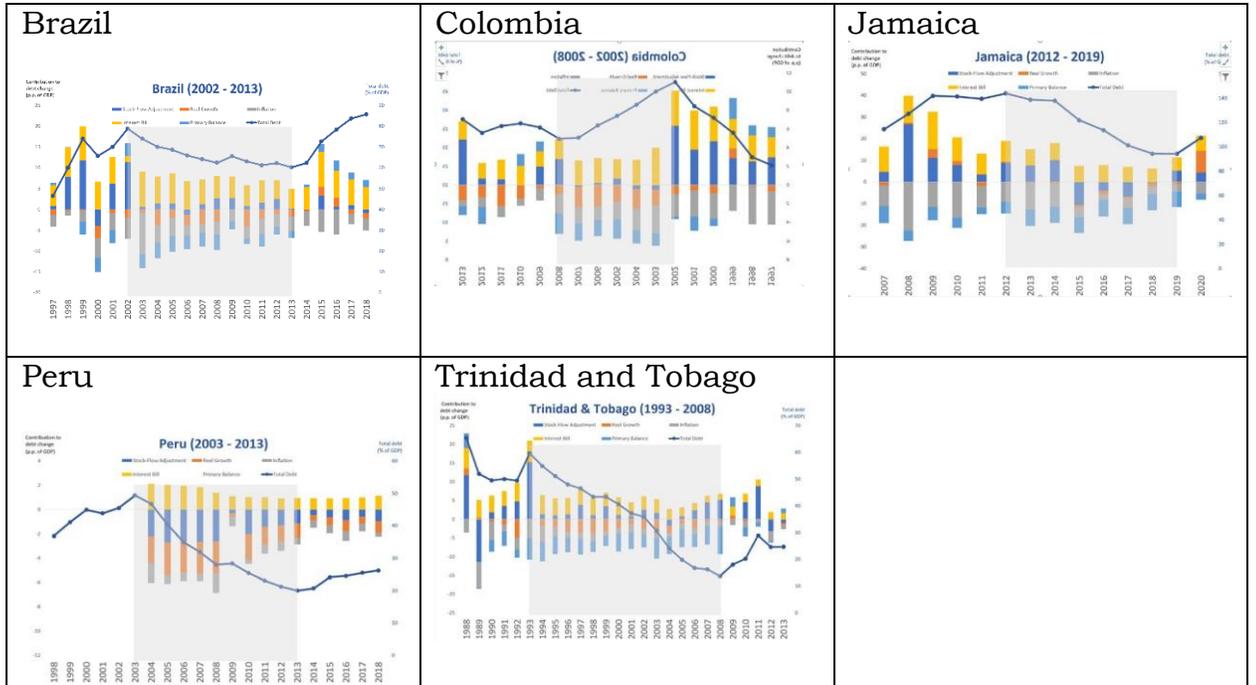
Durante el período 2012-2019, Jamaica redujo su relación deuda/PIB en 50 puntos porcentuales (Gráfico A1, Panel C). Jamaica es un raro ejemplo de país que redujo su deuda gracias a un esfuerzo fiscal extraordinario (para más detalles, véase Cavallo et al., 2022). Durante el período 1990-2020, Jamaica registró un superávit primario todos los años, y un gran superávit en la mayoría de los años. Durante este período, el saldo primario promedio (y mediana) estuvo por encima del 7 por ciento del PIB. Este período de 30 años incluye 10 años durante los cuales Jamaica tuvo superávits primarios superiores al 10 por ciento del PIB y sólo tres años en los que el superávit primario estuvo por debajo del 4 por ciento del PIB. Incluso con este impresionante desempeño fiscal, la deuda se mantuvo alta hasta 2012; de hecho, aumentó en 2007-2008. El aumento de la deuda fue impulsado por ajustes positivos entre flujos y existencias y altas tasas de interés. Tan pronto como estos factores obstaculizadores desaparecieron (alrededor de 2012), el esfuerzo

fiscal comenzó a dar sus frutos y la deuda comenzó a disminuir rápidamente. La situación se revirtió posteriormente con la crisis del Covid-19, que desembocó en una grave recesión. Es extraordinario que Jamaica tuviera un superávit primario cuando el PIB se contrajo un 9 por ciento.

De 2003 a 2013, Perú redujo su deuda pública en un 30 por ciento del PIB (Gráfico A1, Panel D). Esto fue impulsado por una combinación de crecimiento por encima de la tasa de interés real (la diferencia promedio durante el período fue de alrededor del 1 por ciento) y superávits primarios sostenidos de alrededor del 2,5 por ciento anual. El país tuvo un déficit primario en 2009, pero los superávits primarios volvieron al 2-3 por ciento a partir de 2010. Perú es un buen ejemplo de ajuste fiscal fluido, con superávits moderados pero constantes que llevaron a una reducción de la deuda durante un período de crecimiento sostenido. . Como en el caso de Brasil, los bajos precios de las materias primas fueron un factor clave para poner fin al episodio de reducción de deuda de Perú.

Durante el período 1993-2008, Trinidad y Tobago redujo su deuda en un 46 por ciento del PIB (Gráfico A1, Panel E). Este es el episodio de reducción de deuda más largo de la región. A lo largo del período, Trinidad y Tobago enfrentó altas tasas de interés reales y un alto crecimiento del PIB. En promedio, el crecimiento del PIB fue sólo un 0,5 por ciento superior a la tasa de interés real ex post. La deuda se redujo gracias a superávits primarios constantes y persistentes. Durante este período de 15 años, el superávit primario promedio fue del 4,6 por ciento del PIB y nunca fue inferior al 2,7 por ciento del PIB. El episodio de reducción de la deuda terminó con la crisis financiera mundial.

Figura A1. Episodios de reducción de la deuda en América Latina y el Caribe
Panel A: Brasil
Grupo B: Colombia
Panel C: Jamaica
Panel D: Perú
Panel E: Trinidad y Tobago



Referencias

- Alesina, A., Favero, and F. Giavazzi. 2019. "Effects of Austerity: Expenditure- and Tax-based Approaches." *Journal of Economic Perspectives* 33(2): 141–162.
- Andreolli, M. 2021. "Monetary Policy and the Maturity structure of Public Debt." London, United Kingdom: London Business School. Mimeographed document.
- Ayres, J., D. Guillen, and P. Kehoe. 2021 "The History of Brazil." In: T. Kehoe and J.P. Nicolini, editors. *A Monetary and Fiscal History of Latin America: 1960-2017*. Minneapolis, United States: University of Minnesota Press.
- Bitar, N., A. hakrabarti, and H. Zeaiter. 2018. "Were Reinhart and Rogoff Right?" *International Review of Economics & Finance* 58: 614-620.
- Amos, F., D. Jaimovich, and U. Panizza. 2006. "The Unexplained Part of Public Debt." *Emerging Markets Review* 7(3): 228-243.
- Castellani, F., M. Olarreaga, U. Panizza and Y. Zhou. 2019. "Investment Gaps in Latin America and the Caribbean." *International Development Policy / Revue internationale de politique de développement* 11.1. Available at: <https://doi.org/10.4000/poldev.2894>
- Galvallo, A., A. Galindo, V. Nuguer, and A. Powell. 2022. "From Recovery to Renaissance: Turning Crisis into Opportunity." Latin American and Caribbean Macroeconomic Report. Washington, DC, United States: Inter-American Development Bank.
- Cerra, V., and S. Saxena. 2008. "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery." *American Economic Review* 98(1): 439-57.
- Cottarelli, C. 2012 "The Austerity Debate: Festina Lente!" VoxEU, 20 April 2012. Available at:

<https://cepr.org/voxeu/columns/austerity-debate-festina-lente>

Dollar, D., and A. Kraay. 2002. "Growth Is Good for the Poor." *Journal of Economic Growth* 7(3):195–225.

Eichengreen, B., and U. Panizza. 2016. "A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve Its Debt Problem?" *Economic Policy* 31(85): 5-49.

Eichengreen, B., R. Feldman, J. Liebman and C. Wyplosz. 2011. *Public Debts: Nuts, Bolts and Worries*. Geneva Report on the World Economy 13. London, United Kingdom: Centre for Economic Policy Research.

Erosa, A., and G. Ventura. 2002 "On Inflation as a Regressive Consumption Tax." *Journal of Monetary Economics* 49(4): 761-795

- Filippini, F., and G. Sandleris. 2022. "Austerity Intolerance."
Buenos Aires, Argentina: Universidad Torcuato di Tella.
Mimeographed document.
- Gelpern, A., and U. Panizza. 2022. "Enough Potential Repudiation:
Economic and Legal Aspects of Sovereign Debt in the
Pandemic Era." *Annual Review of Economics* 14: 545–570.
- Gennaioli, N., A. Martin, and Stefano Rossi. 2014. "Sovereign
Default, Domestic Banks, and Financial Institutions." *Journal
of Finance* 69: 819-866.
- Goldfajn, I., and R.O. Valdés. 1999. "The Aftermath of
Appreciations." *Quarterly Journal of Economics* 114(1): 229-262.
- Halac, M., and S. Schmukler. 2004. "Distributional Effects of
Crises: The Financial Channel."
Economía 5(1): 1-67.
- Jafarov, E. R. Maino, and M. Pani. 2019. "Financial Repression Is
Knocking at the Door, Again." IMF Working Paper 19/211.
Washington, DC, United States: International Monetary Fund.
- Kose, A. F. Ohnsorge, C. Reinhart, and K. Rogoff. 2022. "The
Aftermath of Debt Surges." *Annual Review of Economics* 14:
637-663
- Kose, M.A., F. Ohnsorge, and N. Sugawara. 2021. "Benefits and
Costs of Debt: The Dose Makes the Poison." In: A. Kose, P.
Nagle, F. Ohnsorge, and N. Sugawara, editors. *Global Waves of
Debt: Causes and Consequences*. Washington, DC, United
States: World Bank.
- Mauro, P. and J. Zhou. 2020. "r-g<0: Can We Sleep More Soundly?"
IMF Working Paper 20/52.
Washington, DC, United States: International Monetary Fund.
- Mitchener, K.J. and C. Trebesch. 2022. "Sovereign Debt in the 21st
Century: Looking Backward, Looking Forward." *Journal of
Economic Literature* (forthcoming).

- Nagle, P. 2022. “Lessons from Past Coordinated Debt Relief Initiatives.” In: *Global Economic Prospects*. Washington, United States: World Bank.
- Powell, A., and O. Valencia. 2023. *Dealing with Debt: Lower Risk for Higher Growth in Latin America and the Caribbean*. Development in the Americas Report. Washington, DC, United States: Inter-American Development Bank.
- Reinhart, C., and K. Rogoff. 2014. “Financial and Sovereign Debt Crisis: Some Lessons Learned and Those Forgotten.” In: S. Claessens, M.A. Kose, L. Laeven, and F. Valencia, editors. *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*. Washington, DC, United States: International Monetary Fund.

- Reinhart, C., and B. Sbrancia. 2015. "The Liquidation of Government Debt." *Economic Policy* 30(82): 291- 333.
- Rodrik, D. 2008. "The Real Exchange Rate and Economic Growth." *Brooking Papers on Economic Activity* Fall: 365-412
- Roubini, N., and X. Sala-i-Martin. 1992. "Financial Repression and Economic Growth." *Journal of Development Economics* 39(1): 5-30.
- Willems, T., and J. Zettelmeyer. 2022. "Sovereign Debt Sustainability and Central Bank Credibility." IMF Working Paper 2022/016. Washington, DC, United States: International Monetary Fund.
- World Bank. 2021. *Debt Transparency in Developing Economies*. Washington DC, United States: World Bank.
- World Bank. 2023. "Financial Spillovers of Rising US Interest Rates." In: *Global Economic Prospects*. Washington, DC, United States: World Bank.