

# Monitor Fiscal

## Resumen ejecutivo

La dinámica de la deuda pública mundial no mejoró de forma sustancial en 2025, y el estallido de la guerra en *Oriente Medio* ha introducido una nueva fuente de presión fiscal en un panorama global que ya se encontraba sometido a tensiones significativas. El conflicto tiene importantes repercusiones de alcance mundial, ya que interrumpe el suministro de energía, endurece las condiciones financieras y obliga a los gobiernos a elegir entre proteger a sus ciudadanos de las subidas de precios o preservar el espacio fiscal, el cual es marcadamente asimétrico entre países. Las economías importadoras de energía, en particular las de ingreso bajo y en desarrollo, enfrentan los mayores costos, mientras que el grupo de posibles beneficiarios es más reducido que en episodios anteriores de shocks energéticos, dado que los propios exportadores importantes del Golfo están directamente afectados por el conflicto.

El marcado aumento de la incertidumbre en torno a las políticas que caracterizaba las perspectivas económicas hace un año ha descendido desde su nivel más alarmante, pero las presiones fiscales y geopolíticas subyacentes no han cedido. Si bien la economía mundial mostró resiliencia, el panorama fiscal se ha deteriorado. La deuda pública bruta a escala mundial ascendió hasta casi el 94% del PIB en 2025, y de mantenerse las trayectorias actuales alcanzará el 100% en 2029, un nivel registrado solo tras la Segunda Guerra Mundial.

Aparte del elevado nivel de deuda mundial, otra de las principales inquietudes es la trayectoria que seguiría esa deuda en función del marco actual de la política fiscal. Las tasas de interés más altas y la mayor sensibilidad de los mercados ante las noticias sobre la evolución fiscal parecen indicar que el margen de maniobra para adaptarse a esta trayectoria se está reduciendo. La brecha fiscal mundial — la diferencia entre los saldos primarios proyectados y los niveles necesarios para estabilizar el coeficiente de endeudamiento — prácticamente ha desaparecido, ya que el margen de más del 1% del PIB de hace una década es casi cero en la actualidad. Este cambio representa un deterioro de carácter estructural; es decir, es el resultado de la adopción de políticas que han incrementado el gasto permanente en prestaciones sociales o que han reducido los ingresos, especialmente en algunas de las economías más grandes. Incluso en los países en los que la dinámica de la deuda ha mejorado, los niveles de endeudamiento público siguen situándose, en muchos casos, por encima de los máximos observados durante la crisis de la COVID-19. Además, los pagos de intereses han aumentado acusadamente en apenas cuatro años, pasando del 2% a casi el 3% del PIB mundial, conforme los gobiernos refinancian la deuda que se aproxima a su vencimiento a las tasas de interés vigentes que son más altas. Como se prevé que los costos de endeudamiento permanezcan elevados, la combinación de posiciones fiscales primarias débiles y cargas del servicio de la deuda cada vez mayores no deja margen para la complacencia.

En *Estados Unidos*, el déficit del gobierno general se sitúa entre el 7% y el 8% del PIB pese a que su economía opera cerca de su plena capacidad, sin que se vislumbre ningún plan de consolidación de la deuda, y se proyecta que la deuda bruta del país alcance el 142% del PIB en 2031. La expansión fiscal a corto plazo de *China*, orientada a respaldar la demanda interna en medio de presiones deflacionarias, ha ampliado el déficit global del país hasta casi el 8% del PIB, y se prevé que los déficits persistentes y abultados lleven la deuda hacia un nivel de 127% del PIB en 2031. El desafío fiscal mundial va mucho más allá de estas dos economías. En *Japón*, el aumento de la inflación, el crecimiento del PIB y la reducción de los déficits primarios están mejorando la dinámica de la deuda, pero los rendimientos de las emisiones soberanas han subido hasta máximos históricos, y eso podría

tener repercusiones en otros países. En *Europa*, varios Estados miembros de la *Unión Europea* han activado cláusulas de excepción de la normativa de la unión con respecto a los déficits a fin de permitir un aumento del gasto en defensa. Es probable que estos desembolsos se tornen persistentes y pongan de manifiesto las disyuntivas presupuestarias a las que se enfrentan los países con espacio fiscal limitado. Las economías de mercados emergentes y preemergentes en general gozaron de acceso favorable a los mercados en 2025, gracias al debilitamiento del dólar, pero los niveles de deuda en estos mercados siguen siendo elevados, en un contexto en el que los volúmenes de emisión se han reducido a la mitad y los plazos de vencimiento para los emisores con calificaciones crediticias más bajas se han acortado considerablemente. Entre los países más pobres, los pagos de intereses han alcanzado máximos históricos en relación con los ingresos, y la disminución de la ayuda está creando brechas que algunos países no han podido financiar. La guerra en *Oriente Medio* amenaza con agravar la dinámica negativa de los precios de los productos financieros y de las materias primas —en razón de las subidas de las tasas de interés mundiales, la apreciación del dólar y el encarecimiento de la energía—, exacerbando las presiones macroeconómicas en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Las perspectivas presupuestarias se han deteriorado aún más desde la publicación del informe *Monitor Fiscal* de abril de 2025. La deuda mundial en riesgo a tres años ahora ronda el 117% del PIB, con una diferencia de aproximadamente 20 puntos porcentuales entre la proyección mediana y la cola derecha de la distribución, lo que evidencia el agravamiento de los riesgos desfavorables. Varios factores que se refuerzan entre sí podrían lastrar las perspectivas fiscales. El conflicto en *Oriente Medio* podría acentuar las tensiones sobre las finanzas públicas debido al aumento de los precios de los alimentos y de los combustibles, el endurecimiento de las condiciones financieras, la contracción de la actividad económica y el incremento de los desembolsos para defensa; en un escenario en el que el conflicto se prolonga, la deuda en riesgo a nivel mundial podría aumentar 4 puntos porcentuales más. Por otra parte, una corrección de las valoraciones de los activos relacionados con la inteligencia artificial —en la que las acciones estadounidenses registrarán una caída del 20% y hubiera repercusiones en las condiciones financieras mundiales— podría incrementar la deuda mundial en riesgo en otros 2,4 puntos porcentuales.

Las presiones proteccionistas y la fragmentación geoeconómica siguen llevando a los gobiernos a optar por subsidios industriales y medidas de apoyo al comercio que no se sabe con certeza si contribuyen a la productividad, pero que sí introducen el riesgo de que los saldos primarios no alcancen los niveles necesarios para estabilizar la deuda si el crecimiento es inferior a lo previsto. En los países, la inestabilidad exagera aún más las presiones fiscales: el malestar social ha aumentado en todos los grupos de ingresos, y el acentuamiento de ese malestar está vinculado a un menor crecimiento y déficits primarios más elevados. Al mismo tiempo, las presiones sobre la independencia de los bancos centrales, ya sean explícitas o tácitas, pueden elevar las expectativas de inflación y las primas de riesgo incluso en economías con buenas calificaciones crediticias, perjudicando la credibilidad que permite mantener a raya los costos de financiamiento.

La estructura de los mercados de deuda soberana también está cambiando en formas que amplifican las vulnerabilidades, cambios que saltan más a la vista en las economías avanzadas. A medida que los bancos centrales reducen el tamaño de sus balances, los inversionistas privados (a menudo apalancados) se han convertido en los compradores marginales de bonos públicos. Los fondos de cobertura (*hedge funds*) han aumentado su protagonismo en las actividades de intermediación, y absorben emisiones mediante operaciones que pueden deshacerse rápidamente cuando la volatilidad se intensifica. Por el contrario, algunos de los principales mercados emergentes han seguido una trayectoria distinta, recurriendo cada vez más a emisiones en moneda local que son absorbidas por inversionistas nacionales (*Informe sobre la estabilidad financiera mundial* de octubre de 2025). El aumento de la oferta de títulos del Tesoro de Estados Unidos está erosionando la prima por seguridad que

estos títulos han tenido tradicionalmente, un fenómeno que hace subir los costos de financiamiento a escala mundial. Algunos gobiernos, en particular los de economías de importancia sistémica como *Estados Unidos*, también han acertado los perfiles de vencimiento de su deuda para gestionar los pagos de intereses inmediatos, lo que incrementa su exposición a cambios repentinos en las condiciones de financiamiento de corto plazo. El efecto de transmisión es global: los aumentos de los rendimientos en Estados Unidos impulsados por la oferta se transmiten casi íntegramente a los mercados de bonos extranjeros, afectando de manera desproporcionada a los países que dependen del financiamiento externo.

El margen para llevar a cabo un ajuste fiscal ordenado se está reduciendo. Las economías avanzadas con fuertes cargas de deuda necesitan medidas de consolidación concretas y debidamente secuenciadas, y no meros objetivos que se puedan alcanzar a mediano plazo. En el caso de *Estados Unidos*, las cifras son inapelables: para estabilizar la trayectoria de la deuda del país se necesitan medidas por el lado de los ingresos y los gastos, incluido el gasto que se destina a los principales programas de prestaciones sociales. En *Europa*, para conciliar los compromisos adquiridos en materia de defensa con las presiones derivadas del envejecimiento demográfico, los gobiernos tienen que reordenar de forma tangible las prioridades de gasto.

Los mercados emergentes deberían abordar los pasivos contingentes, eliminar gradualmente los subsidios a los combustibles que resultan improductivos y ampliar las bases impositivas, de modo que estas medidas sean elementos centrales de los planes fiscales a mediano plazo creíbles. En el caso de *China*, la expansión fiscal a corto plazo destinada a estimular el consumo y apoyar al sector inmobiliario debería continuar hasta lograr que la reflación sea duradera. La estabilización de la deuda de *China* requerirá, con el tiempo, una importante consolidación, así como reformas tributarias y de la seguridad social y una reestructuración de la deuda de las entidades de financiamiento de los gobiernos locales. Para los países de ingreso bajo, la disminución de los volúmenes de ayuda externa hace que la movilización de ingresos internos sea indispensable. Además, los datos indican que las reformas bien diseñadas de las administraciones tributarias pueden arrojar importantes beneficios. Dado que los márgenes de maniobra fiscal ya están agotados, las políticas que se adopten para hacer frente al aumento de los costos de la energía han de calibrarse con precisión, centrarse en los hogares vulnerables y las empresas viables y ser coherentes con las medidas de política monetaria que se adopten para contener la inflación. Resulta fundamental evitar los subsidios generalizados a los precios que acarreen fuertes costos fiscales, que sean difíciles de eliminar o que supriman las señales de precios internos de tal forma que sus efectos se propaguen a los mercados mundiales de materias primas. Los precios internos de los combustibles y el gas deben seguir reflejando la evolución de los precios internacionales y facilitar el ajuste de la demanda, incluso cuando existan medidas de apoyo focalizadas y temporales.

En todos los grupos de países, la política fiscal debe adoptar un enfoque más prospectivo y contar con fundamentos más estructurales, conforme los países gestionan los efectos del shock de los precios de la energía. Salvaguardar la independencia de los bancos centrales y la integridad de los marcos fiscales es esencial, tanto para las economías avanzadas como para las de mercados emergentes. Comunicar con claridad las realidades fiscales y mejorar la transparencia puede ayudar a anclar las expectativas y a generar apoyo para los ajustes que resulten necesarios.