

PARA SU PUBLICACIÓN:
9.30 h. (EDT), 16 de julio de 2012

ESTRICTAMENTE CONFIDENCIAL
HASTA SU PUBLICACIÓN

Promover la credibilidad al tiempo que se controlan los riesgos para el crecimiento

A nivel general, el ajuste fiscal sigue la trayectoria prevista en las economías avanzadas, en tanto que los déficits fiscales globales y subyacentes coinciden en términos amplios con las proyecciones de la edición de abril de 2012 del Monitor Fiscal. En general, se prevé que los déficits de las economías avanzadas disminuirán alrededor de $\frac{3}{4}$ puntos porcentuales del PIB este año y alrededor de 1% del PIB el año próximo, tanto en términos globales como ajustados en función del ciclo, una tasa que representa un término medio entre el restablecimiento de la sostenibilidad fiscal y el respaldo al crecimiento. Sin embargo, la atención que continúa centrándose en las metas de déficit nominal podría obligar a endurecer excesivamente la política fiscal si el crecimiento se debilita. Además, en Estados Unidos existe el riesgo de que, como consecuencia del impasse que se ha producido en el proceso político, la política fiscal proceda en modalidad de piloto automático y conduzca a una reducción drástica y repentina de los déficits, eventualidad que se ha descrito como un “precipicio fiscal”. En la mayoría de las economías avanzadas, es preferible un ajuste que se desenvuelva a un ritmo constante y esté centrado en las medidas a implementar y no en las metas de déficit global, especialmente teniendo en cuenta que han recrudecido los riesgos a la baja para las perspectivas. En la mayoría de las economías emergentes, se proyecta que el déficit global y el déficit ajustado en función del ciclo se mantendrán más o menos invariables en 2012–13, lo cual es apropiado en vista de su posición fiscal generalmente más sólida y los riesgos a la baja para la economía mundial. Sin embargo, algunas economías emergentes deben poner más empeño en reducir las vulnerabilidades.

El ajuste fiscal subyacente sigue el curso previsto

En la mayoría de las economías avanzadas, los desequilibrios fiscales se están corrigiendo poco a poco, conforme a las expectativas. Se prevé que los déficits ajustados en función del ciclo en 2012–13 disminuirán cerca de 1% del PIB por año, en promedio, en las economías avanzadas —más o menos el mismo porcentaje que el año pasado y, en términos amplios, tal como se proyectaba en la edición de abril de 2012 del *Monitor Fiscal*— y que las reducciones más marcadas ocurrirán en los países sometidos a la presión de los mercados (cuadro 1, gráfico 1).

Dentro de este grupo, los dos países más grandes llevarán a cabo una consolidación fiscal sustancial a lo largo de los próximos dos años con la finalidad de mejorar la dinámica de la deuda y recuperar la confianza de los mercados.



Cuadro 1. Indicadores fiscales; 2008-13
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010	Proyecciones			Diferencia con el Monitor Fiscal de abril de 2012 ¹		
				Est. 2011	2012	2013	2011	2012	2013
Saldo fiscal general									
Economías avanzadas	-3,5	-8,8	-7,6	-6,5	-5,8	-4,7	0,0	-0,1	-0,2
Estados Unidos	-6,7	-13,0	-10,5	-9,6	-8,2	-6,8	0,0	-0,1	-0,5
Zona del euro	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,2	-2,5	0,0	0,0	0,2
Francia	-3,3	-7,6	-7,1	-5,2	-4,5	-3,9	0,1	-0,1	0,0
Alemania	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0	-0,7	-0,4	0,0	0,1	0,2
Grecia ²	-12,2	-15,6	-10,5	-9,2	-7,0	-2,7	0,0	0,2	1,9
Irlanda	-7,3	-14,0	-31,2	-13,1	-8,3	-7,5	-3,3	0,2	-0,2
Italia	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-2,6	-1,5	0,0	-0,2	0,1
Portugal	-3,7	-10,2	-9,8	-4,2	-4,5	-3,0	-0,2	0,0	0,0
España ³	-4,5	-11,2	-9,3	-8,9	-7,0	-5,9	-0,4	-1,0	-0,2
Japón	-4,1	-10,4	-9,4	-10,1	-9,9	-8,6	0,0	0,1	0,2
Reino Unido	-5,0	-10,4	-9,9	-8,6	-8,1	-7,1	0,1	-0,2	-0,5
Canadá	-0,1	-4,9	-5,6	-4,4	-3,8	-2,9	0,2	-0,2	0,0
Economías emergentes	0,2	-4,5	-3,3	-1,7	-1,9	-2,0	-0,1	-0,3	-0,3
China	-0,4	-3,1	-2,3	-1,2	-1,3	-1,0	0,0	0,0	0,0
India	-8,8	-9,7	-9,4	-8,9	-8,9	-8,8	-0,2	-0,6	-0,6
Rusia	4,9	-6,3	-3,5	1,6	0,1	-0,7	0,0	-0,5	-0,4
Turquía	-2,4	-5,6	-2,7	-0,3	-1,7	-2,0	0,0	0,0	0,0
Brasil	-1,3	-3,0	-2,7	-2,6	-1,9	-2,1	0,0	0,5	0,3
México	-1,1	-4,7	-4,3	-3,4	-2,4	-2,2	0,0	-0,1	-0,1
Sudáfrica	-0,5	-5,3	-4,8	-4,5	-4,4	-3,8	0,1	-0,1	-0,1
Economías de bajo ingreso	-1,0	-4,0	-2,7	-2,4	-3,0	-2,5	-0,1	-0,1	-0,2
Saldo del gobierno general ajustado en función del ciclo (porcentaje del PIB potencial)									
Economías avanzadas	-3,8	-6,0	-6,1	-5,4	-4,7	-3,6	-0,2	-0,2	-0,2
Estados Unidos ⁴	-5,5	-7,9	-8,1	-7,5	-6,3	-5,0	-0,4	-0,4	-0,6
Zona del euro	-3,1	-4,5	-4,6	-3,3	-2,0	-1,4	0,0	0,0	0,1
Francia	-3,1	-5,1	-5,1	-3,8	-3,1	-2,6	0,2	0,1	0,1
Alemania	-1,3	-1,3	-3,4	-1,2	-0,6	-0,4	0,0	0,0	0,1
Grecia ²	-16,4	-18,5	-12,5	-9,0	-4,5	0,2	-2,2	0,1	2,9
Irlanda	-11,9	-10,6	-9,8	-7,7	-6,0	-5,6
Italia	-3,3	-3,0	-3,1	-2,7	-0,5	0,7	0,0	-0,2	0,0
Portugal	-3,6	-8,8	-9,1	-2,9	-2,1	-0,9	-0,2	-0,1	-0,1
España ³	-5,6	-9,7	-7,6	-7,3	-5,0	-3,9	-0,4	-1,1	-0,3
Japón	-3,5	-7,4	-7,9	-8,2	-8,8	-7,9	0,0	-0,1	0,1
Reino Unido	-7,2	-9,7	-8,4	-6,6	-5,5	-4,2	-0,3	-0,4	-0,4
Canadá	-0,6	-2,6	-4,1	-3,4	-3,0	-2,2	0,2	-0,2	0,0
Economías emergentes	-1,5	-3,6	-3,1	-1,9	-1,7	-1,7	0,0	-0,1	0,0
China	0,0	-2,4	-1,5	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
India	-8,8	-9,8	-9,6	-9,1	-9,0	-8,7	0,0	-0,2	0,0
Rusia	3,9	-3,3	-2,2	1,7	-0,2	-1,1	0,1	-0,4	-0,3
Turquía	-3,2	-4,7	-3,4	-1,8	-2,8	-2,8	0,0	0,0	0,0
Brasil	-2,1	-2,2	-3,2	-2,8	-1,5	-2,0	-0,1	0,6	0,3
México	-1,3	-3,8	-3,9	-3,2	-2,4	-2,2	0,0	-0,1	-0,1
Sudáfrica	-2,3	-5,1	-4,5	-4,1	-3,7	-3,3	0,1	-0,1	-0,1
Deuda bruta del gobierno general									
Economías avanzadas	81,6	95,4	101,5	105,6	110,0	112,2	0,0	0,8	1,0
Estados Unidos	76,1	89,9	98,4	102,8	106,7	110,7	-0,1	0,1	0,5
Zona del euro	70,2	80,0	85,8	88,1	91,4	92,4	0,0	1,4	1,4
Francia	68,3	79,2	82,4	86,1	88,2	90,1	-0,2	-0,9	-0,7
Alemania	66,9	74,7	83,5	81,2	82,2	80,1	-0,3	3,3	2,7
Grecia ²	112,6	129,0	144,5	165,4	162,6	171,0	4,6	9,4	10,1
Irlanda	44,2	65,1	92,5	108,2	117,6	121,2	3,2	4,4	3,5
Italia	105,8	116,1	118,7	120,1	125,8	126,4	0,0	2,5	2,6
Portugal	71,6	83,1	93,3	107,8	114,4	118,6	1,0	2,0	3,3
España ³	40,2	53,9	61,2	68,5	90,3	96,5	0,0	11,2	12,5
Japón	191,8	210,2	215,3	229,9	234,5	240,0	0,1	-1,3	-1,1
Reino Unido	52,5	68,4	75,1	82,3	88,6	92,7	-0,2	0,2	1,3
Canadá	71,1	83,6	85,1	84,7	85,4	82,7	-0,3	0,7	0,8
Economías emergentes	33,3	35,4	40,1	36,4	34,2	32,7	0,0	0,3	0,5
China	17,0	17,7	33,5	25,8	22,0	19,4	0,0	0,0	0,0
India	75,2	72,2	67,7	67,1	68,0	68,6	-1,0	0,4	1,8
Rusia	7,9	11,3	11,8	12,0	11,5	11,3	2,4	3,1	3,4
Turquía	40,0	46,1	42,2	39,4	36,0	34,6	0,0	0,0	0,0
Brasil	63,5	66,9	65,2	64,9	64,2	61,7	-1,2	-0,9	-1,4
México	43,1	44,5	42,9	43,8	42,7	42,9	0,0	-0,1	0,0
Sudáfrica	27,4	31,5	35,3	38,7	40,2	41,3	-0,1	0,2	0,5
Países de bajo ingreso	40,8	42,5	40,2	39,3	41,6	39,7	0,4	0,9	0,3
<i>Partida informativa:</i>									
<i>Crecimiento mundial (porcentaje)</i>	2,8	-0,6	5,3	3,9	3,5	3,9	0,0	-0,1	-0,2

Fuentes: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Todos los promedios de los datos fiscales de cada país están ponderados según el PIB nominal convertido a dólares de EE.UU. al promedio de los tipos de cambio de mercado de los años indicados y basados en los datos disponibles. Las proyecciones se basan en evaluaciones realizadas por el personal técnico del FMI tomando como base las políticas vigentes.

¹ En el caso del saldo fiscal global y el saldo ajustado en función del ciclo, el signo + denota un déficit fiscal menor; en el caso de la deuda bruta, el signo + denota una deuda mayor.

² En el caso de Grecia, las proyecciones están sujetas a revisión.

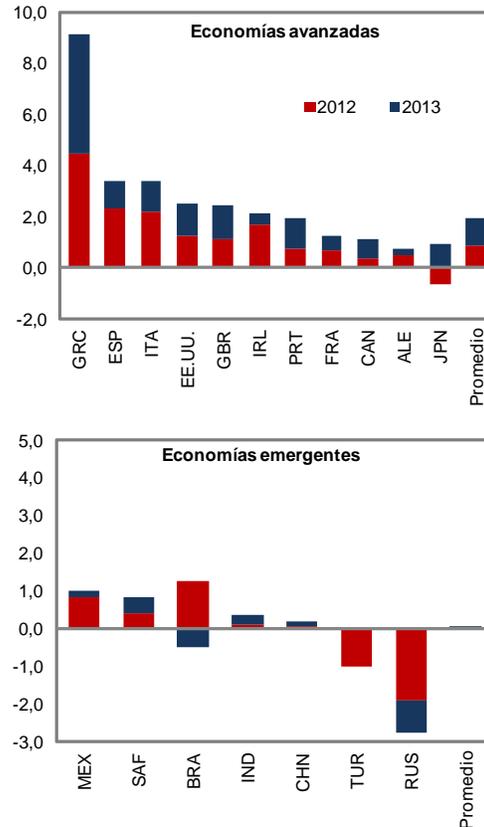
³ En el caso de España, las proyecciones no reflejan las medidas anunciadas el 11 de julio de 2012.

⁴ Excluido el apoyo al sector financiero.

- La turbulencia de los mercados se ha intensificado en *España* debido a las renovadas inquietudes sobre la salud del sistema financiero y sus posibles implicaciones fiscales (gráfico 2). Antes del anuncio de nuevas medidas realizado el 11 de julio, se preveía que —pese a un programa de consolidación ambicioso y mayormente basado en el gasto— el nivel insuficiente de ingresos atribuible a la recesión y a la intensificación de las presiones de gasto generadas por los costos del seguro de desempleo, el gasto en seguridad social y los pagos de intereses empujarían el déficit a cerca de 7% del PIB este año; es decir, alrededor de 1% del PIB más de lo pronosticado en abril, pero aun así aproximadamente 2 puntos porcentuales del PIB por debajo del nivel registrado el año pasado. Asimismo, se había revisado al alza la proyección para el déficit ajustado en función del ciclo. Esto puede reflejar factores que estén incrementando de manera pasajera la sensibilidad del balance presupuestario al producto. Las metas de déficit han sido revisadas a 6,3% del PIB este año y 4,5% del PIB el año próximo de acuerdo con el procedimiento de la UE para el caso de déficit excesivo. Las nuevas metas —1 y 1½ puntos porcentuales, respectivamente, por encima de las anteriores— reflejan debidamente las débiles perspectivas de crecimiento. El 11 de julio el Gobierno anunció una serie de medidas que contribuirán a alcanzar las nuevas metas, entre las que se incluyen aumentos de los tipos del IVA, eliminación de la posibilidad de deducir del impuesto sobre la renta los intereses hipotecarios y recortes de los sueldos de los funcionarios públicos y las prestaciones por desempleo. Con el objetivo de recapitalizar el sistema bancario, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) tendrá acceso a un préstamo de recapitalización del sector financiero concedido por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) de hasta 9% del PIB (€100.000 millones), comprometido por el Eurogrupo, que quedaría reflejado como parte de la deuda bruta del gobierno general. Con todo, una vez establecido un sistema único de supervisión en la zona del euro, el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEDE) podrá inyectar capital directamente en los bancos¹.

- En *Italia* los déficits globales y ajustados en función del ciclo para 2012–13 en líneas generales siguen manteniéndose a tono con las expectativas. El ajuste fiscal en los próximos dos años permitiría a las autoridades lograr un pequeño superávit estructural en 2013 (frente al objetivo a mediano plazo de alcanzar el equilibrio presupuestario en términos estructurales²). Esta focalización en las metas fiscales estructurales está consagrada en una regla constitucional de presupuesto

Gráfico 1. Variación del saldo ajustado en función del ciclo
(Porcentaje del PIB potencial)



Fuentes: Estimaciones y proyecciones del FMI.
Nota: Los promedios están ponderados según el PIB nominal convertido a dólares de EE.UU. a los tipos de cambio de mercado promedio de los años indicados. Para más información véanse las notas del cuadro 1.

¹ Las proyecciones del personal técnico del FMI actualmente incluyen la cantidad máxima del préstamo en la deuda, pero no en el déficit.

² El saldo presupuestario estructural es igual al saldo ajustado en función del ciclo excluidas las medidas de carácter extraordinario. Dado que estas medidas no suelen incluirse en las proyecciones, se prevé que el saldo estructural y el saldo ajustado en función del ciclo serán equivalentes en 2012–13.

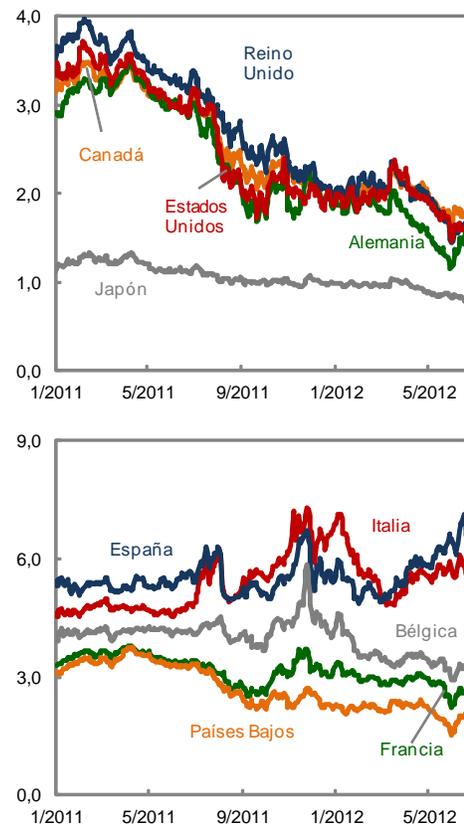
equilibrado aprobada recientemente, que entrará en vigor en 2014. La ley por la que se reforma la Constitución también establece la creación de un consejo fiscal cuyas funciones y características institucionales serán definidas en una ley actualmente en debate. Las autoridades planean utilizar de manera más sistemática las revisiones del gasto para identificar ahorros fiscales; una primera fase, aprobada en julio, establece por ley recortes de gastos a fin de reequilibrar los programas anteriores de consolidación fiscal que establecían aumentos de impuestos.

En los tres países de la zona del euro con programas respaldados por el FMI y la UE, el ajuste sigue su curso pero el reciente deterioro del clima político y económico en Grecia es una advertencia de la posibilidad de una “fatiga del ajuste”, lo cual sigue siendo una amenaza a la continuidad en la implementación del programa.

- La situación en *Grecia* sigue siendo inestable. El deterioro de la situación macroeconómica y los altibajos en la implementación de las reformas han repercutido negativamente en los ingresos públicos este año, en tanto que las limitaciones de financiamiento están llevando a una subejecución del gasto presupuestado. De no haber nuevos cambios en las políticas, el déficit primario se orientaría hacia un nivel de 1½% a 2% del PIB, frente al 1% previsto en el momento del acuerdo en el marco del Servicio Ampliado del FMI (SAF).
- El ajuste fiscal avanza según lo previsto en *Portugal*, donde se prevé que el déficit disminuya a 4½% y 3% del PIB este año y el próximo, respectivamente. Esta reducción se lograría principalmente gracias a la restricción del gasto. Se prevé que la adopción de un marco de gasto a mediano plazo —con topes de gasto indicativos— fortalezca la implementación del programa. Las autoridades también prevén realizar inyecciones de capital en tres de los principales bancos (por un total de 4% del PIB) a fin de cumplir con los requisitos de capital establecidos por la Autoridad Bancaria Europea. Esto incrementará la relación deuda bruta/PIB (pero no el déficit medido).
- En *Irlanda*, las autoridades siguen un rumbo que les permitirá alcanzar las metas del programa y mantenerse a tono con el objetivo de cumplir, para 2015, con el límite de 3% del PIB fijado por la UE para el déficit global³. Parece probable que se logre la meta de un déficit del gobierno general de 8,6% del PIB para 2012, especialmente teniendo en cuenta que los resultados fiscales hasta mayo inclusive han sido mejores de lo esperado.

En las economías avanzadas con fácil acceso a los mercados, el ajuste fiscal en 2012–13 se encamina en líneas generales por una trayectoria que permitirá alcanzar las metas a mediano plazo.

Gráfico 2. Rendimientos de los bonos soberanos



Fuente: Datastream, Thomson Reuters.
Nota: Rendimientos de los bonos soberanos a 10 años en los mercados secundarios.

³ Las variaciones del déficit de 2011 en comparación con la edición de abril de 2012 del *Monitor Fiscal* reflejan una revisión a fin de incluir en el déficit la parte correspondiente a las recapitalizaciones bancarias (ya incluidas en el coeficiente de endeudamiento).

- El retiro del estímulo fiscal proyectado en *Alemania* para 2012 y 2013 no se ha modificado desde abril y es de niveles relativamente moderados.
- En el *Reino Unido*, el déficit ajustado en función del ciclo seguirá disminuyendo este año y el próximo, pero menos que el año pasado, lo cual es apropiado teniendo en cuenta las débiles perspectivas de crecimiento. El gobierno acertadamente ha mantenido sus compromisos de equilibrar el presupuesto corriente estructural en el plazo de cinco años y encauzar la deuda neta hacia una trayectoria descendente, previéndose una consolidación adicional en 2015–17.
- En *Francia*, el nuevo gobierno se ha comprometido a reducir su déficit global alrededor de 1% del PIB este año y 1½% del PIB el próximo año, a 3% del PIB, en consonancia con proyecciones anteriores (con el compromiso de lograr el equilibrio presupuestario para 2017, un año después de lo que se había previsto)⁴. A fin de lograr estas metas, en el presupuesto suplementario se incluyen nuevas medidas por alrededor de 0,3% del PIB, principalmente del lado de los ingresos, a fin de compensar las deficiencias de recaudación. El ajuste subyacente implícito en estas metas resulta apropiado en el escenario base. En el caso de que el crecimiento sea menor de lo esperado, esto supondría un ajuste estructural excesivo. Por lo tanto, podría ser aconsejable basarse en metas de déficit estructural.
- Para *Estados Unidos* se proyecta que la situación fiscal mejorará este año (en líneas generales según lo proyectado en la edición de abril de 2012 del *Monitor Fiscal*), pero las perspectivas para 2013 siguen siendo motivo de considerable inquietud⁵. La caducación de las disposiciones tributarias (como las reducciones de los impuestos sobre la renta y sobre la nómina y las limitaciones al alcance del impuesto mínimo alternativo por medio de un ajuste del umbral de ingresos) y los recortes automáticos del gasto establecidos por la ley de 2011 de control presupuestario implicarían un retiro del estímulo fiscal de más de 4% del PIB —el denominado “precipicio fiscal”— lo cual tendría serias repercusiones sobre el crecimiento a corto plazo⁶. Una retracción más moderada en 2013 —de alrededor de 1% del PIB en términos estructurales— sería una mejor opción. Si se actúa con prontitud en lo que respecta al tope de la deuda del gobierno federal, que se prevé que entrará en su fase vinculante a finales de este año o a principios del próximo, se atenuarían los riesgos de perturbaciones en los mercados financieros y de una pérdida de confianza de los consumidores y las empresas.
- Después del acuerdo político alcanzado en *Japón*, el proyecto de ley por el que se duplica la tasa del impuesto sobre el consumo en varias etapas hasta llegar al 10% en 2015 fue aprobado por la cámara baja a finales de junio y ha sido enviado a la cámara alta. Este paso alentador transmite una señal positiva del compromiso con el ajuste fiscal y la reforma. Sin embargo, el aumento del impuesto seguiría siendo solo una parte de las medidas de consolidación necesarias para que el coeficiente de endeudamiento se encamine hacia una trayectoria descendente. A fin de proporcionar un mayor respaldo a la consolidación fiscal y mitigar el impacto económico negativo del aumento del impuesto sobre el consumo, las medidas de ajuste deberían complementarse con esfuerzos orientados a lograr un mayor crecimiento a través de medidas estructurales, una política monetaria de apoyo y reformas

⁴ Las proyecciones del personal técnico del FMI incluidas en el cuadro 1 se basan en las políticas actuales y no tienen en cuenta las medidas adicionales que se adoptarán para alcanzar la meta de déficit del 3%.

⁵ Las variaciones del saldo ajustado en función del ciclo en 2011–12 con respecto a la edición de abril de 2012 de *Monitor Fiscal* se deben principalmente a las revisiones de la estimación del PIB potencial.

⁶ El escenario base del personal técnico del FMI incluye una reducción de 1¼% del PIB del saldo primario estructural en 2013, debido en gran medida al retiro de las medidas de estímulo y algún ahorro en el gasto de defensa. Se prevé que la rebaja de impuestos aprobada durante el Gobierno de George W. Bush y otras disposiciones relacionadas con el ingreso se prorrogarán plenamente por un año como mínimo, y se supone que los recortes de gastos de carácter automático serán reemplazados por otras medidas en el mediano plazo.

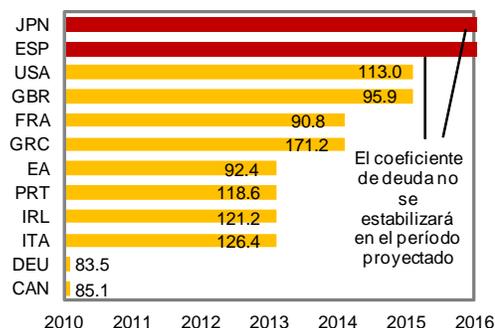
de los impuestos y gastos que sean prudentes desde el punto de vista fiscal y favorezcan el crecimiento.

La reducción de los déficits está afectando de manera gradual la dinámica de la deuda pública. Si bien se proyecta que, en promedio, la relación deuda/PIB en las economías avanzadas seguirá aumentando en los próximos dos años, con lo cual superará el 110% del PIB en promedio en 2013, para entonces los coeficientes de endeudamiento habrán llegado a su nivel máximo en varias economías avanzadas (gráfico 3). Ya este año, alrededor de una tercera parte de las economías avanzadas registrarán una disminución de sus coeficientes de endeudamiento, aunque prácticamente en todos los casos estos coeficientes de todos modos superarán los niveles de 2007. En la zona del euro, salvo en Grecia, la dinámica de la deuda bruta en 2012–13 se verá afectada de manera negativa (y temporal) por la mancomunación de recursos para apoyar a los países en crisis (gráfico 4, recuadro). Naturalmente, la pertinente adquisición de activos hace que no se modifiquen los niveles de deuda neta.

En las economías emergentes se espera que los déficits sufran un cierto deterioro en relación con lo proyectado en abril, dado que algunas de estas economías utilizarán el espacio fiscal para responder a la desaceleración de la actividad económica. No se ha previsto ningún programa significativo de consolidación fiscal en 2012–13, debido a que en general los saldos fiscales son más sólidos que en las economías avanzadas y a los riesgos a la baja que pesan sobre el crecimiento mundial.

- En *Brasil* se prevé que el saldo global para 2012 sea ½% del PIB mayor que lo previsto anteriormente, principalmente debido a menores pagos de intereses. a pesar de las medidas anunciadas recientemente en apoyo de determinados sectores industriales y de la inversión (que se estiman en alrededor de 0,4% del PIB); de todos modos se espera que las autoridades logren el nivel de 3,1% del PIB fijado como meta de superávit primario.
- Se proyecta que la consolidación fiscal avance gradualmente en *México* en 2012–13, según lo indicado por proyecciones anteriores. En 2013, se espera que las autoridades vuelvan a su meta de presupuesto equilibrado.
- En *China*, se prevé que la consolidación fiscal entrará en un compás de espera este año —lo cual resulta apropiado teniendo en cuenta la desaceleración del crecimiento y la solidez de la posición fiscal (un déficit global de alrededor de 1¼% del PIB)— y que se reanudará lentamente en 2013.

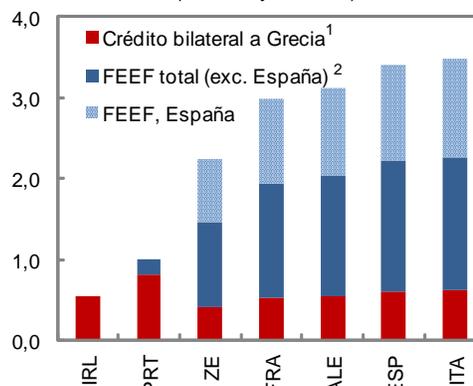
**Gráfico 3. Economías avanzadas:
¿Cuándo tocarán máximos los
coeficientes de deuda?**



Fuentes: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las barras rojas indican países cuyas relaciones deuda/PIB no se estabilizarán en los cinco próximos años. Las cifras de las barras denotan el máximo proyectado de la relación deuda/PIB. EA se refiere al promedio de la zona del euro.

Gráfico 4. Aumento de la deuda bruta de algunos países de la zona del euro debido a la exposición a los cortafuegos regionales (Porcentaje del PIB)



Fuentes: Fondo Europeo de Estabilidad Financiera; y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI. Nota: Datos al 5 de junio de 2012. ZE se refiere al promedio de la zona del euro.

¹ Afecta a la deuda directamente en la medida en que los préstamos desembolsados se financiaron mediante emisiones de bonos soberanos de los distintos países.

² Afecta a la deuda directamente una vez que tengan lugar los desembolsos de préstamos de este fondo.

Efectos de los cortafuegos establecidos por la UE en los coeficientes de endeudamiento público bruto

La mancomunación de recursos a través del FEEF y las contribuciones al capital desembolsado del MEF explican en gran medida las revisiones al alza de los niveles de deuda bruta proyectados para este año y el siguiente en comparación con la edición de abril de 2012 del *Monitor Fiscal* en varios países de la zona del euro, especialmente Alemania (3 puntos porcentuales del PIB) y Italia (2½ puntos porcentuales)¹.

Los desembolsos del FEEF aumentan directamente los pasivos brutos de los países que garantizan la deuda del FEEF en proporción a las participaciones de capital de estos países en el Banco Central Europeo (BCE), ajustadas a fin de excluir a los países que aplican programas respaldados por el FMI y la UE. Los préstamos actuales representan algo más del 1% del PIB de la zona del euro a mediados de 2012, con el correspondiente aumento de la deuda de los garantes del FEEF. En el caso de Italia y España, esto representa 1,6% del PIB. El financiamiento anunciado recientemente para la recapitalización de los bancos españoles se canalizará inicialmente a través de un préstamo del FEEF a la entidad soberana, lo que aumentará la deuda de la zona del euro en un ¾% adicional del PIB. Por supuesto, estos aumentos de la deuda pública son temporales por su naturaleza y se compensan con la acumulación de activos.

Dado que el primer programa a favor de Grecia se aprobó antes de la creación del FEEF, dicho programa se financió en gran medida mediante préstamos bilaterales por una suma de €80.000 millones, mancomunados por la Comisión Europea (CE) en proporción a la participación de cada país en el capital del BCE. Los desembolsos a favor de Grecia representaron un ½% del PIB de la zona del euro, aunque los préstamos proporcionados por Italia, Portugal, y España fueron mayores en proporción a su PIB.

¹Un segundo cortafuegos, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), permite a la CE obtener préstamos hasta €60.000 millones en nombre de la Unión Europea. Las correspondientes emisiones de bonos no afectan a las deudas públicas nacionales. Los países de la zona del euro también deben capitalizar el MEF, cuya puesta en marcha está prevista para julio de 2012 una vez que sea ratificado por los parlamentos nacionales. El MEF tendrá una capacidad de préstamo inicial de €500.000 millones y un capital total suscrito de €700.000 millones, de los cuales €80.000 millones corresponderán al capital desembolsado que se pagará gradualmente en cinco tramos como máximo. Una parte de estas contribuciones de capital ya se ha incorporado a las proyecciones de la deuda, como se mencionó anteriormente.

- En *Sudáfrica*, una mayor recaudación de ingresos y un gradual retiro del estímulo fiscal contribuirán a que el déficit fiscal ajustado en función del ciclo se reduzca un 0,9% del PIB en los próximos dos años, en consonancia con proyecciones anteriores.

Dicho esto, algunas economías emergentes deberían aplicar estrategias de consolidación más ambiciosas, en función de consideraciones macroeconómicas o fiscales.

- En *Rusia*, la política fiscal seguirá mostrando una orientación fuertemente procíclica. Dado que los ingresos fiscales extraordinarios derivados del petróleo financiarán el crecimiento del gasto, se prevé que este año el déficit no petrolero aumente alrededor de 1 punto porcentual, a 10½% del PIB, a pesar de que se está cerrando la brecha del producto. Por su parte, el presupuesto a mediano plazo para 2012–14 no prevé una mejora significativa del déficit no petrolero, lo cual hace que las finanzas públicas sean sumamente vulnerables a la evolución del mercado del petróleo.
- En *Turquía*, se espera que, ante las deficiencias de recaudación relacionadas con la desaceleración de la actividad, el déficit global aumente un 1½% del PIB este año, con lo cual el déficit primario estructural prácticamente no varía. Para 2013 y años posteriores, parece apropiado aplicar una orientación fiscal más restrictiva a fin de reducir el cuantioso déficit en cuenta corriente.

- En *India*, se han revisado a la baja los déficits globales para 2012–13, a casi 9% del PIB, superando en más de ½ puntos porcentuales lo previsto en la edición de abril de 2012 del *Monitor Fiscal*, principalmente debido a mayores subsidios a los combustibles y deficiencias de recaudación. Una enérgica reducción de los costosos subsidios transmitiría una fuerte señal de que se está produciendo un cambio creíble en la posición fiscal. También permitiría atenuar las restricciones financieras, lo cual promovería la inversión privada y el crecimiento.

Conciliar la credibilidad con el crecimiento

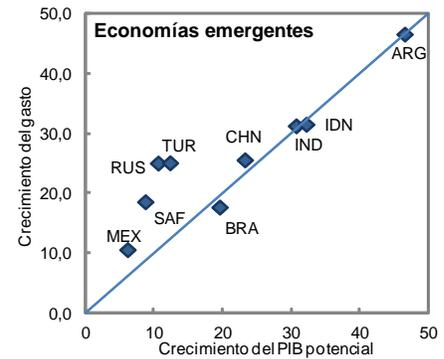
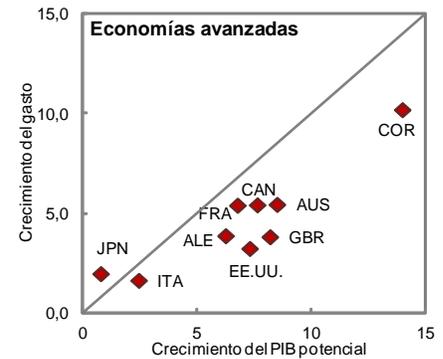
Los gobiernos se enfrentan a la tarea de hacer frente de manera creíble al fuerte ajuste fiscal que resulta necesario en un momento en que el crecimiento es lento e incierto. Conciliar estas necesidades puede representar un desafío, pero la tarea se vería facilitada si se aplican algunos principios fiscales básicos (adaptados a las circunstancias de cada caso)⁷.

- Para anclar las expectativas del mercado, las autoridades nacionales deberán concebir adecuadamente planes detallados a mediano plazo orientados a reducir los coeficientes de endeudamiento que estén respaldados por una legislación o un marco fiscal de carácter vinculante. Entre las grandes economías avanzadas, Estados Unidos y Japón aún no han definido planes de este tipo.
- Dentro de estos planes, y en la medida en que el financiamiento a través del mercado se mantenga en tasas sostenibles, el ajuste debería avanzar a un ritmo sostenido y definido en términos ajustados en función del ciclo. En promedio, un ritmo de ajuste anual de alrededor de 1 punto porcentual del PIB —como en las economías avanzadas en 2011–13— parece, en general, adecuado para conciliar la necesidad de hacer frente al desafío de la consolidación fiscal y la de manejar los riesgos para el crecimiento, aunque el ritmo de ajuste apropiado para cada país debería reflejar el tamaño del desequilibrio fiscal global. La definición de las metas en términos ajustados en función del ciclo permite que operen los estabilizadores automáticos, mitigando con ello posibles shocks. En Europa, varios países han adoptado explícitamente metas de saldo estructural, entre ellos, Alemania, Italia y el Reino Unido, y la CE utiliza cada vez más la flexibilidad incorporada en el componente corrector del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para formular recomendaciones en términos estructurales, excepto en el caso de los países que están aplicando programas, donde la limitación del financiamiento hace que las metas de déficit global tengan necesariamente carácter más vinculante.
- El ritmo del ajuste fiscal subyacente no debería modificarse en respuesta a variaciones relativamente contenidas de las perspectivas de crecimiento. Esta posición es coherente con la opinión tradicional de que la política fiscal no es un instrumento eficaz para calibrar el ciclo. No obstante, si se produce un shock importante que ponga en peligro la recuperación, posiblemente deberán recalibrarse las políticas fiscales en aquellos países con espacio fiscal, en el contexto de una reevaluación de la combinación global de las políticas macroeconómicas. Para garantizar una respuesta fiscal a tiempo, deben prepararse planes de contingencia, dando prioridad a medidas transitorias con respecto a los ingresos y gastos, que son las que tienen un impacto positivo más importante en la actividad económica (véase la edición de abril de 2012 del *Monitor Fiscal*).

⁷ Naturalmente, deberán aplicarse las demás políticas al mismo tiempo en que se ejecuta la política fiscal a fin de mitigar los riesgos a la baja e impulsar la actividad económica y el empleo a más largo plazo. Estas políticas se analizan con más detalle en la *Actualización de Perspectivas de la economía mundial* y la del *informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR)*.

- La composición del ajuste fiscal debería guiarse primordialmente por la necesidad de fomentar el potencial de crecimiento de la economía a más largo plazo y por factores específicos de cada país. Concretamente, se debería dar prioridad al recorte del gasto en aquellos países donde el nivel de gastos ya es elevado y donde la alta carga impositiva limita el margen para aumentar la recaudación sin afectar negativamente la eficiencia económica y el crecimiento. Idealmente, los recortes deberían centrarse en los gastos improductivos identificados a través de revisiones integrales del gasto. El gráfico 5 muestra que, para la mayoría de las economías avanzadas, la restricción del gasto de hecho forma parte de sus planes de consolidación. Donde exista margen para aumentar los ingresos públicos, como en Estados Unidos y Japón, deberán aprovecharse las oportunidades para ampliar la base imponible, eliminando exenciones y el tratamiento especial injustificado establecido en la legislación tributaria en lugar de limitarse a elevar las tasas impositivas. En muchos países también puede ajustarse la política fiscal para respaldar mejor el empleo —por ejemplo, reduciendo la cuña fiscal sobre los salarios de manera tal que tenga un efecto neutral en los ingresos públicos—, lo que también impulsará el crecimiento potencial⁸. Algunas economías emergentes (especialmente Arabia Saudita, Egipto, India e Indonesia) podrían verse beneficiadas por la eliminación de los subsidios a los combustibles y otros productos⁹, mientras que Turquía, Rusia y Sudáfrica deberían adoptar medidas para evitar que el aumento del gasto supere el aumento del ingreso a mediano plazo en la economía.

Gráfico 5. Crecimiento del PIB potencial y del gasto; 2011–13
(Porcentaje; variación acumulativa en precios corrientes)



Fuentes: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

- Sigue siendo importante aplicar reformas que afecten a las tendencias del gasto a largo plazo a fin de ayudar a reforzar la credibilidad fiscal¹⁰. Con respecto a las economías avanzadas de Europa, el *Informe de 2012 sobre el envejecimiento* publicado recientemente por la CE reitera que cambios demográficos crean riesgos que podría comprometer la sostenibilidad fiscal. El *informe* estima que en el período 2010–30, los costos de las pensiones aumentarán 0,5% del PIB y los costos de atención de la salud, 0,7% del PIB. Aunque las proyecciones sobre las pensiones son congruentes, en general, con las preparadas por el personal técnico del FMI¹¹, el aumento del gasto público en atención de la salud probablemente esté subestimado en alrededor de 1% del PIB, dado que no se tiene plenamente en cuenta la presión sobre los costos derivada de los cambios tecnológicos¹².

⁸ Véase FMI, “Fiscal Policy and Employment in Advanced and Emerging Economies” (de próxima publicación).

⁹ Véase FMI, “Recent Developments in Fuel Pricing and Fiscal Implications” (de próxima publicación).

¹⁰ Es importante asimismo no revertir las reformas adoptadas anteriormente. Por ejemplo, Francia ha reducido recientemente la edad de jubilación a 60 años para algunos trabajadores, lo que tendrá un costo estimado de 0,1% del PIB para 2017 y se cubrirá íntegramente con aumentos de los impuestos sobre la mano de obra.

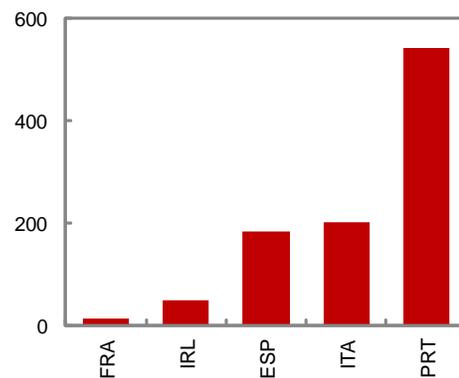
¹¹ Véase FMI, “The Challenge of Public Pension Reform in Advanced and Emerging Economies”, documento de la serie IMF Policy Papers (Washington, 2011), disponible en Internet: <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4626>

¹² Ya se había planteado esta cuestión con respecto al anterior *Informe sobre el envejecimiento*; véase B. Clements, D. Coady y S. Gupta, eds., *The Economics of Public Health Care Reform in Advanced and Emerging Economies* (Washington: FMI, 2012), disponible en Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/books/2012/health/healthcare.pdf>

Sin embargo, la política fiscal por sí sola no puede estabilizar las condiciones en los mercados de la zona del euro. En la actualidad, los márgenes soberanos se encuentran bastante por encima del nivel que podría estar justificado por los fundamentos fiscales y otros fundamentos económicos a en el largo plazo (gráfico 6), lo que parece indicar que es necesario aplicar reformas de amplio alcance que tengan un impacto duradero en las expectativas, como se analiza con más detalle en la *Actualización de Perspectivas de la economía mundial* y del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*GFSR*). En particular, será crucial desvincular los balances soberanos de los bancarios. En su reunión cumbre del pasado mes de junio, los líderes europeos acordaron importantes medidas para abordar la crisis inmediata, las cuales, si se ejecutan plenamente, ayudarán a romper estos vínculos adversos. En particular, una vez que se establezca un mecanismo único de supervisión, el MEF podrá recapitalizar directamente los bancos. Estas iniciativas son pasos en la dirección correcta, pero deberán complementarse con otros avances para lograr una integración fiscal más profunda y una unión bancaria integral. En el ínterin, se han logrado avances notables en las iniciativas puestas en marcha para reforzar la gobernanza fiscal en los últimos meses. Hasta la fecha, 10 de los 25 estados signatarios de la UE han ratificado el denominado Pacto Fiscal, que exige la adopción para 2014 de marcos fiscales nacionales basados en reglas que limiten los déficits estructurales. La reciente adopción en el Parlamento Europeo de dos proyectos de reglamento dirigidos a reforzar la coordinación de la política fiscal en la zona del euro (denominados el “two-pack”) también es un elemento positivo, y sería conveniente su rápida aprobación en el Consejo. Entre otras propuestas, el “two-pack” exige reglas fiscales nacionales armonizadas bajo un control no partidista, establece calendarios presupuestarios comunes y refuerza la supervisión que lleva a cabo la Comisión.

No obstante, convendría que estas medidas se complementen con planes para reforzar la integración fiscal, como se prevé en el informe de los “cuatro presidentes” presentado en la cumbre. Es alentador que los líderes hayan solicitado al Presidente del Consejo que en los próximos tres meses elabore diversas propuestas para avanzar hacia una unión más completa. En definitiva, esto podría suponer contar con una cantidad suficiente de recursos en el centro, y con mecanismos de control y supervisión adecuados y democráticos. La introducción de una forma limitada de títulos de deuda común, con las debidas salvaguardias para su gestión, podría constituir un paso intermedio hacia una mayor integración fiscal. La emisión de estos títulos podría, en una primera etapa, ser relativamente reducida y limitada a vencimientos más cortos, y estar supeditada a un control más centralizado (por ejemplo, solo los países que cumplen sus compromisos de política económica; poderes de veto con respecto a los déficits nacionales; uso de los ingresos tributarios nacionales como garantía). Por ejemplo, la financiación mediante bonos o letras comunes podría usarse para establecer mecanismos de apoyo financiero para los marcos comunes de la unión bancaria propuesta (véase la *Actualización del informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR)*).

Gráfico 6. Diferenciales de los bonos soberanos de algunas economías de la zona del euro no atribuibles a los fundamentos a largo plazo (Puntos básicos)



Fuentes: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Diferenciales de los rendimientos de bonos a 10 años respecto de Alemania (promedio de enero a junio de 2012) que no pueden atribuirse a los principales fundamentos fiscales y de otra índole comúnmente utilizados en los análisis, obtenidos mediante un modelo de corrección de errores aplicado a datos de panel que explica los rendimientos de los bonos públicos a largo plazo de 21 economías avanzadas en el período 1980–2010.

