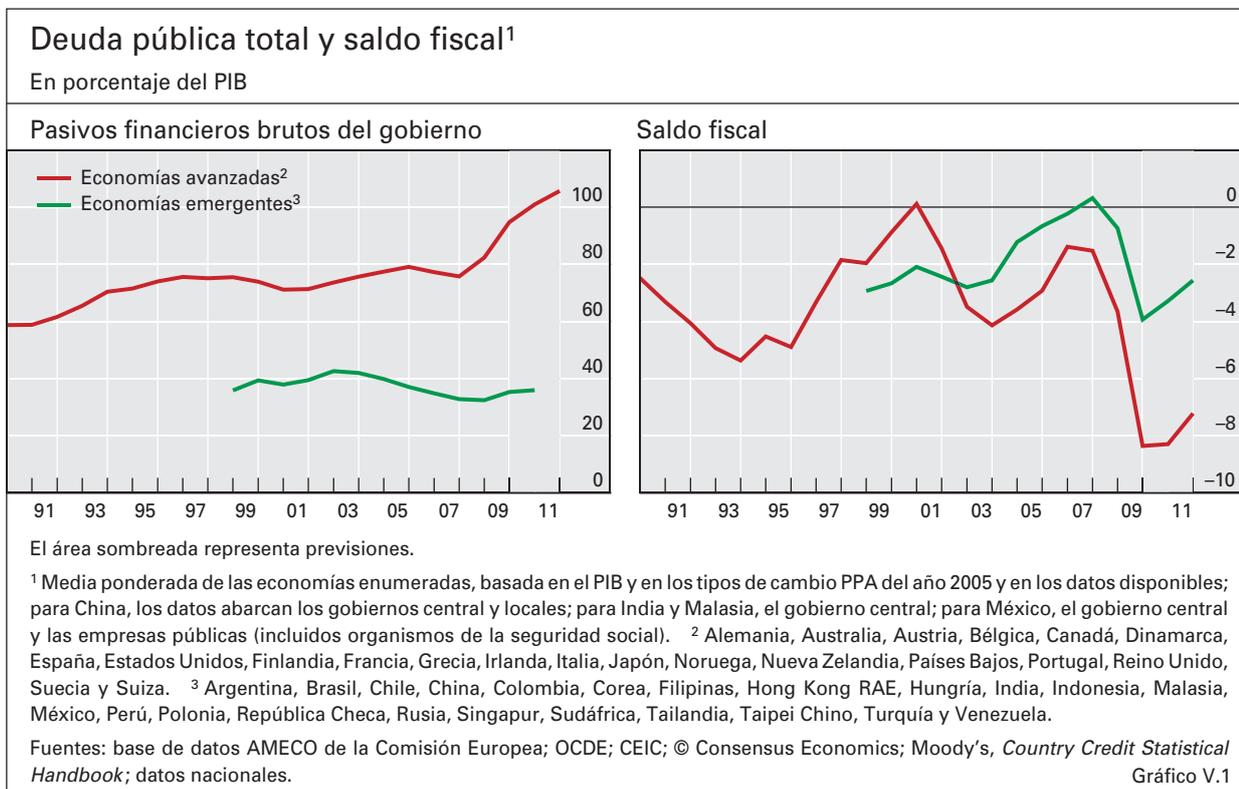


## V. Sostenibilidad fiscal en los países industriales: riesgos y desafíos

Las notables caídas de los ingresos públicos, los cuantiosos programas de rescate financiero y las políticas fiscales expansivas tras la crisis financiera han deteriorado notablemente las posiciones fiscales de las economías industriales (véase el Gráfico V.1). Se prevé que la deuda pública agregada de las economías avanzadas en porcentaje del PIB crezca desde el 76% en 2007 hasta más del 100% en 2011, un nivel no alcanzado en las últimas décadas. Además, aún no se conoce el coste total de poner en orden los balances de las instituciones financieras, en particular teniendo en cuenta que siguen siendo muy vulnerables a acontecimientos adversos. Más allá de 2011, diversos países industriales se enfrentan al elevado y creciente gasto en pensiones y salud asociados al envejecimiento de su población. Si no se abordan a tiempo y con eficacia, estos costes podrían generar niveles de déficit y deuda cada vez mayores.

Por su parte, las economías de mercado emergentes (EME), que se adentraron en la crisis financiera con una posición fiscal más o menos sólida, salieron de ella relativamente indemnes (Gráfico V.1). Así pues, su tasa de deuda pública agregada, situada en torno a 35% del PIB a fines de 2009, se



mantiene baja comparada con la de las economías avanzadas y parece poco probable que vaya a dispararse. Aun así, las posiciones fiscales de las EME difieren notablemente entre sí, y algunas de ellas tienen dificultades para reducir sus déficits presupuestarios hasta niveles sostenibles. Además, numerosas EME afrontan retos fiscales a largo plazo derivados del envejecimiento de su población, que probablemente se agraven a medida que intenten mejorar o ampliar los servicios públicos básicos a un mayor segmento de su población. Estas cuestiones se discuten brevemente en el recuadro de la página 70.

Los elevados y crecientes niveles de deuda pública plantean riesgos sustanciales para la economía mundial. Como demostró la reciente crisis de la deuda europea, el temor a que el sector público incumpla sus pagos puede inducir un aumento marcado de las tasas de interés, lo que podría agravar aún más la fragilidad financiera y poner en peligro la incipiente recuperación económica. La adopción en mayo de medidas de apoyo sin precedentes por parte de los gobiernos europeos, el FMI y el BCE ayudó a estabilizar los mercados financieros, pero persiste la preocupación por la sostenibilidad fiscal a largo plazo de Grecia y otros países europeos. Existe el riesgo de que esta preocupación se acentúe afectando a otros países, algo que se evitaría si los gobiernos aplicaran medidas enérgicas para solucionar sus problemas fiscales. Además, en el largo plazo, unos niveles de deuda pública persistentemente más elevados podrían aumentar la vulnerabilidad de las economías ante acontecimientos adversos, reducir su potencial de crecimiento a largo plazo y amenazar las perspectivas para la estabilidad monetaria.

De hecho, el examen cada vez más riguroso de las posiciones fiscales que realizan los inversionistas ya ha llevado a diversas economías avanzadas a adoptar nuevas medidas de consolidación fiscal o mejorar las existentes, lo cual debería facilitar una reducción de los déficits fiscales más rápida de lo previsto a comienzos de 2010. Cualquier esfuerzo en este sentido debería ir acompañado de reformas que garanticen la viabilidad de las finanzas públicas a largo plazo, por ejemplo, con medidas orientadas a impulsar la productividad y el futuro crecimiento económico potencial, e iniciativas para contener el aumento del gasto relacionado con la edad. Si los países industriales adoptan estas medidas con la determinación necesaria, sus posibles efectos adversos a corto plazo sobre el crecimiento del producto se verán compensados con creces por los beneficios de mantener tasas de interés más reducidas y estables, un sistema financiero menos frágil y mejores perspectivas para el crecimiento económico.

El resto del capítulo analiza los desequilibrios fiscales a corto y largo plazo a los que se enfrentan los países industriales y discute sus posibles implicaciones para la economía mundial.

## La evolución de la deuda pública y sus perspectivas a corto plazo

Los países industriales ya han conocido altos niveles de deuda pública. Tras la Segunda Guerra Mundial, por ejemplo, se alcanzaron niveles cercanos al 120% del PIB en Estados Unidos y al 275% en el Reino Unido. En ambos países, cuya

La deuda pública bate récords desde la Segunda Guerra Mundial

Tendencia alcista de la deuda pública antes de la crisis

deuda pública en 2011 se prevé que supere el 90% del PIB, el reciente aumento de ésta sólo es comparable al observado durante las dos guerras mundiales (véase el Gráfico V.2, panel izquierdo). Aún peor, el incremento actual del endeudamiento asociado a la crisis ha coincidido en numerosos países con una prolongada erosión de su posición fiscal. De hecho, desde los años 70 hasta 2007, el promedio de deuda pública para el conjunto de los países industriales ha ido creciendo paulatinamente desde el 40% hasta el 76% del PIB (Gráfico V.2, panel derecho). El desequilibrio crónico entre los ingresos públicos y los gastos comprometidos (especialmente el gasto relacionado con la edad de la población) indica que, en diversos grados según el país, la posición fiscal ya había tomado una senda insostenible antes de que estallara la reciente crisis financiera.

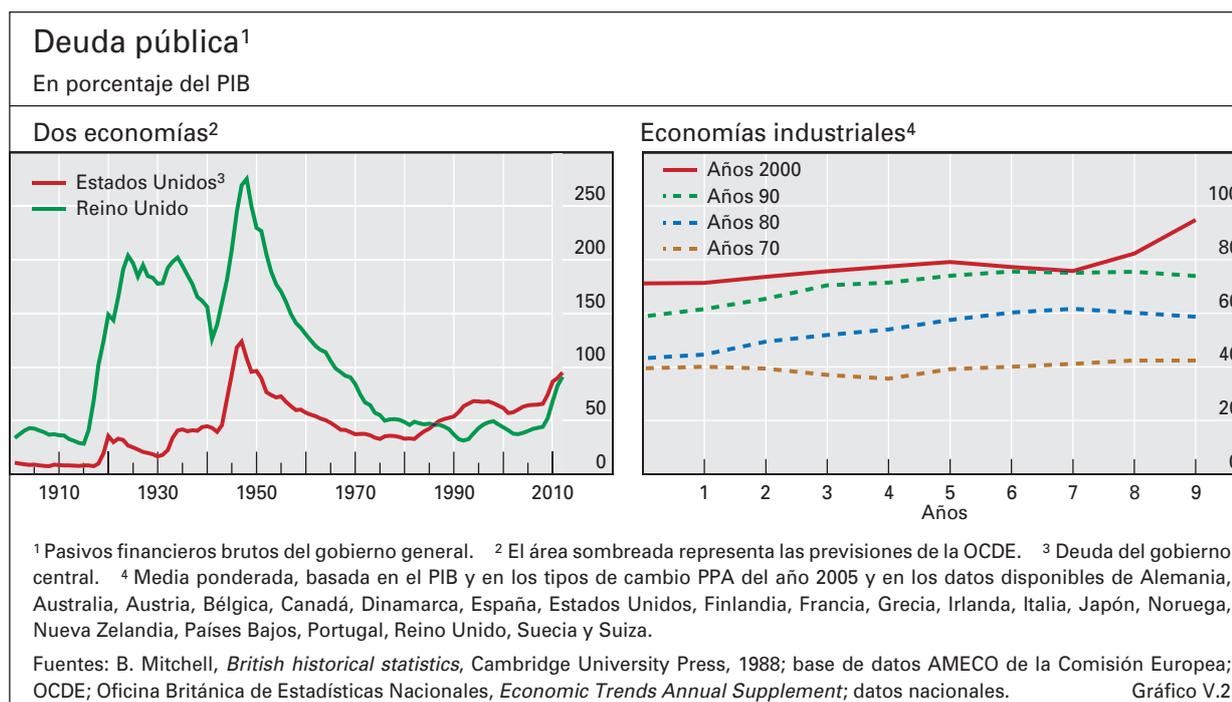
El aumento de la deuda difiere entre países

Para fines de 2011, se prevé que el cociente deuda pública/PIB de las economías industriales sea, en promedio, unos 30 puntos porcentuales superior al de 2007, lo que supone un incremento cercano a 2%, que será aún mayor en los países más afectados por la crisis. Así, durante el periodo comprendido entre fines de 2007 y fines de 2011, se prevé que la deuda en proporción del PIB crezca más de la mitad en Estados Unidos y en 4% en España, que casi se duplique en el Reino Unido y se triplique en Irlanda (véase el Cuadro V.1).

La deuda pública seguirá creciendo...

No es probable que el reciente repunte de la deuda pública vaya a cesar en el futuro cercano, por diversos motivos. El primero es que los déficits cíclicos provocados por la desaceleración económica (fuertes caídas de los ingresos tributarios acompañadas de un aumento de algunos gastos, principalmente de apoyo a las rentas bajas) probablemente no desaparezcan con rapidez, ya que se prevé que la recuperación económica sea lenta.

... ante la probabilidad de que persistan los abultados déficits públicos



Situación fiscal y perspectivas de algunas economías avanzadas <sup>1</sup>									
	Saldo fiscal			Saldo estructural <sup>2</sup>			Deuda pública		
	En porcentaje del PIB								
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Alemania	0,2	-5,4	-4,5	-0,4	-3,7	-3,1	65	81	84
Austria	-0,5	-4,7	-4,6	-1,1	-3,1	-3,2	62	74	77
España	1,9	-9,4	-7,0	1,6	-6,6	-4,6	42	73	78
Estados Unidos	-2,8	-10,7	-8,9	-3,1	-9,3	-8,0	62	90	95
Francia	-2,7	-7,8	-6,9	-3,0	-5,7	-5,2	70	94	99
Grecia	-5,4	-8,1	-7,1	-5,8	-4,6	-2,4	104	129	139
Irlanda	0,1	-11,7	-10,8	-1,3	-8,0	-8,3	28	83	92
Italia	-1,5	-5,2	-5,0	-2,2	-2,4	-2,8	112	132	135
Japón	-2,4	-7,6	-8,3	-3,0	-6,6	-7,6	167	199	205
Países Bajos	0,2	-6,4	-5,4	-0,3	-4,4	-3,7	52	75	79
Portugal	-2,7	-7,4	-5,6	-2,6	-5,8	-4,3	71	95	99
Reino Unido	-2,7	-11,5	-10,3	-3,4	-8,6	-7,8	47	82	91
<i>Pro memoria<sup>3</sup>:</i>									
<i>Asia, emergentes<sup>4</sup></i>	0,1	-3,1	-2,6	...	...	...	33	36	...
<i>Europa Central<sup>5</sup></i>	-2,2	-6,0	-5,0	...	...	...	45	55	59
<i>América Latina<sup>6</sup></i>	-0,5	-2,3	-1,9	...	...	...	39	40	...

<sup>1</sup> Gobierno general; para China, los datos abarcan los gobiernos central y locales; para la India y Malasia, el gobierno central; para México, el gobierno central y las empresas públicas (incluidos los organismos de la seguridad social); previsiones para 2010–11.  
<sup>2</sup> Saldo fiscal ajustado por el ciclo. <sup>3</sup> Medias de las economías enumeradas, a partir del PIB y los tipos de cambio PPA de 2005. <sup>4</sup> China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, la India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taipei Chino. <sup>5</sup> Hungría, Polonia y la República Checa. <sup>6</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuentes: base de datos AMECO de la Comisión Europea; OCDE; CEIC; © Consensus Economics; Moody's, *Country Credit Statistical Handbook*; datos nacionales. Cuadro V.1

El segundo motivo es que gran parte del déficit fiscal previsto para 2010 y 2011 probablemente persista pese a la recuperación del producto. Se estima que la crisis financiera ha reducido de forma permanente el PIB potencial futuro en numerosos países —y, por tanto, la base impositiva del sector público<sup>1</sup>—. Además, en algunos países (en particular, España, Estados Unidos, Irlanda y el Reino Unido), parte del fuerte aumento de la recaudación tributaria antes de la crisis estuvo relacionado con un auge insostenible de los sectores de la construcción y financiero. Como es poco probable que estos sectores recuperen pronto sus niveles de actividad previos a la crisis, tampoco lo hará la recaudación tributaria generada por ellos. Asimismo, es previsible que los países deban aumentar durante años su gasto en concepto de prestaciones por desempleo ante el aumento del número de desempleados de larga duración.

La caída del producto potencial implica una pérdida de ingresos tributarios

El tercer motivo es la incertidumbre acerca de cuándo y hasta qué punto se revertirán las medidas discrecionales extraordinarias adoptadas en varios países para reactivar la demanda agregada. La reciente crisis ha obligado a algunos países del sur de Europa a anunciar medidas para reducir sus déficits

La reversión de las medidas discrecionales extraordinarias es incierta

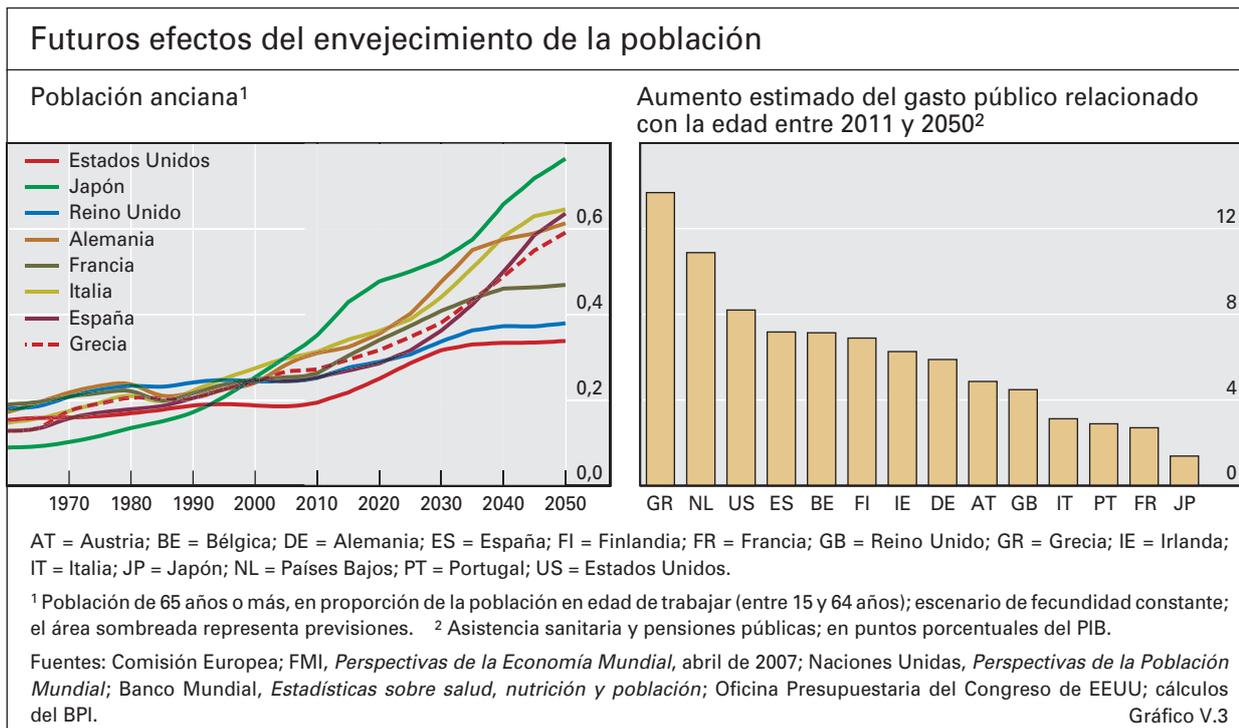
<sup>1</sup> Como resultado de la pérdida permanente de producto potencial, se estima que los ingresos tributarios, en porcentaje del PIB, para el conjunto de la OCDE en el período 2009–11 serán más de 1 punto porcentual inferiores a la media del período 2000–07; véase OCDE, *Economic policy reforms: going for growth 2010*, marzo de 2010.

fiscales estructurales más rápido de lo previsto, pero se desconoce si los principales países industriales también retirarán los estímulos fiscales antes de que el crecimiento y el empleo hayan retornado a niveles más aceptables. La experiencia de los países industriales indica que los déficits primarios estructurales (aquellos que excluyen los pagos por intereses y se ajustan por los aumentos y caídas cíclicas del gasto y los ingresos, respectivamente) sólo tienden a corregirse lentamente<sup>2</sup>.

Aún se desconoce el coste final de poner en orden el sistema financiero

Por último, aún se desconoce el coste final de poner en orden el sistema financiero. En diversos países, los bancos todavía son frágiles y están expuestos a mercados financieros volátiles y al deterioro del mercado inmobiliario no residencial (véase el Capítulo II)<sup>3</sup>.

El tamaño y duración del incremento de los coeficientes entre deuda y PIB dependerán no sólo de futuras decisiones sobre impuestos y gastos primarios (gastos que excluyen los pagos de intereses de la deuda pendiente), sino también del crecimiento real del PIB y de la trayectoria futura de las tasas de interés reales. En este sentido, las perspectivas de crecimiento de numerosos países industriales son, en el mejor de los casos, débiles y es probable que aumenten las tasas de interés reales.



<sup>2</sup> Véase S. Cecchetti, M. S. Mohanty y F. Zampolli, «The future of public debt: prospects and implications», *BIS Working Papers*, n° 300, marzo de 2010.

<sup>3</sup> El FMI estima que por ahora el volumen de recursos comprometido en apoyo del sector financiero en las economías avanzadas (inyecciones de capital, así como compras de activos y préstamos por parte del Tesoro) asciende al 6,2% del PIB de 2009. De esta cantidad, hasta ahora se ha utilizado sólo el 3,5% —un volumen bastante modesto comparado con el coste medio directo de los programas de rescate financiero en crisis anteriores—. Con todo, estas cifras podrían ocultar una situación más grave en algunos de los países más afectados por la crisis financiera. Por ejemplo, el Reino Unido y Estados Unidos han comprometido, respectivamente, el 11,9 y 7,4% de su PIB de 2009, habiéndose utilizado hasta ahora el 6,6 y 4,9%. Véase FMI, *Fiscal Monitor: Navigating the fiscal challenges ahead*, mayo de 2010.

Lamentablemente, los abultados déficits fiscales previstos a corto plazo no son el único motivo de preocupación. Los gobiernos de aquellas economías avanzadas con una creciente proporción de población anciana con respecto a la población en edad de trabajar (véase el Gráfico V.3, panel izquierdo) se enfrentan a otro reto fiscal: cómo contener y financiar los crecientes costes de salud y pensiones a medio y largo plazo. Algunos de estos países también se enfrentan un menor crecimiento del PIB potencial, lo que dificultará aún más dicha financiación. Los sistemas de salud y de pensiones difieren entre países, y algunos de ellos ya se han reformado para contener hasta cierto punto el aumento de los gastos. Por lo tanto, países donde se prevé que la proporción de población anciana sobre población en edad de trabajar crezca a un ritmo

Los actuales déficits subestiman los problemas fiscales...

### Perspectivas fiscales en las economías de mercado emergentes

Es probable que las economías de mercado emergentes (EME) deban afrontar retos fiscales en los próximos años. A primera vista, su posición fiscal agregada parece manejable. De hecho, y a diferencia de los países industriales, se prevé que en el conjunto de las EME la razón deuda pública sobre PIB varíe muy poco respecto del nivel cercano al 35% previo a la crisis. Asimismo, el rápido crecimiento del que han gozado varias EME genera expectativas de que sus cocientes de deuda pública no aumenten tan rápido como en las economías industriales. Además, el elevado rendimiento de la inversión pública en las EME puede ayudar a sostener un nivel de deuda mayor, siempre que éste no se destine a financiar un consumo derrochador.

Sin embargo, tras la posición fiscal agregada de las EME subyacen importantes diferencias entre países. Por ejemplo, la razón de deuda pública sobre PIB en algunas de ellas, como Hungría y la India, cercana al 80% o más a finales de 2009, se mantiene elevada. En términos más generales, podrían seguir actuando algunos de los factores que han hecho a las EME menos capaces de soportar niveles de deuda pública similares a los de las economías más avanzadas.

En primer lugar, el hecho de que las EME gocen de menor credibilidad respecto de la inflación hace que sus gobiernos dependan en mayor medida del endeudamiento en moneda extranjera para financiar sus déficits fiscales. Esto las expone a fluctuaciones del valor externo de su moneda y a reversiones repentinas de los flujos de capital. Por ejemplo, en 2009 la deuda en moneda extranjera representaba el 63%, 58% y 40% de la deuda pública total en Indonesia, Hungría y Polonia, respectivamente. Sin embargo, Brasil y la India, que se encuentran entre las EME con mayor nivel de deuda, financian sus déficits básicamente con fuentes internas.

En segundo lugar, la base tributaria —y, por tanto, los ingresos tributarios en relación al PIB— suele ser menor en las EME, y ampliarla no es sencillo, considerando su menor grado de urbanización y desarrollo. Por ejemplo, la razón ingresos tributarios/PIB es inferior al 25% en varias EME asiáticas, frente a la media de la OCDE en 2008, en torno al 38%. En tercer lugar, las EME suelen ser más vulnerables a acontecimientos adversos en el comercio y los mercados financieros internacionales. Actualmente, una gran preocupación es que el posible agravamiento de los problemas fiscales en las economías avanzadas pueda terminar afectando a las EME a través de una menor demanda de exportaciones, así como de un aumento de la aversión al riesgo de los inversionistas y de un deterioro de las condiciones crediticias. En cuarto lugar, la política fiscal sigue siendo muy expansiva en algunas EME, contribuyendo a escaladas de los precios de los activos que podrían resultar insostenibles. Por ejemplo, los voluminosos programas de estímulo fiscal en China se han asociado al reciente y rápido proceso de expansión del crédito bancario en ese país, lo que ha creado riesgos importantes para la economía y el sistema financiero.

Además de estos retos tradicionales, varias EME también se enfrentan al rápido crecimiento de su población anciana, así como a una demanda creciente de cobertura del bienestar social. La ampliación de la red de seguridad social no sólo es deseable en sí misma, sino también por la necesidad de reducir el elevado ahorro nacional en algunos países, y con ello los desequilibrios globales por cuenta corriente. No obstante, esa ampliación no debe poner en peligro la viabilidad a largo plazo del sistema fiscal.

... ante el previsible aumento del gasto relacionado con la edad

similar no afrontan necesariamente aumentos comparables en sus proyecciones de gasto público por envejecimiento de la población. Por ejemplo, si se siguen las políticas actuales, durante el periodo 2011–50 dicho gasto como porcentaje del PIB aumentaría en varios puntos porcentuales en Alemania, España, Estados Unidos, Grecia y el Reino Unido, y algo menos en Francia, Italia y Japón (Gráfico V.3, panel derecho).

## Proyecciones a largo plazo para la deuda pública

Las proyecciones de la deuda pública crecen hasta 2040

La gravedad de los problemas fiscales que afrontan los países industriales queda ilustrada en las proyecciones a largo plazo para la razón deuda pública/PIB en el periodo 2010–40 para una muestra de países (véase el Gráfico V.4). Las proyecciones de los dos primeros años —2010 y 2011— corresponden a los datos mostrados en el Cuadro V.1, y desde 2012 se omiten las variaciones a corto plazo del producto y de las tasas de interés, por lo que deben considerarse como tendencias en torno a las cuales fluctuarían las razones efectivas de deuda. Además, se asume una serie de supuestos simples. En primer lugar, se supone que la tasa de interés efectiva real que se paga por la deuda es igual a su promedio de los 10 años previos a la crisis (1998–2007). En segundo lugar, se supone que el PIB real crece a su tasa potencial, conforme a la estimación de la OCDE para el periodo 2012–25. Por último, no se incluyen las posibles interacciones entre el producto, las tasas de interés y la política fiscal.

Tres escenarios ilustrativos

En el primer escenario (denominado «Base» en el Gráfico V.4), tanto los ingresos como el gasto no relacionado con la edad de la población, en porcentaje del PIB, permanecen constantes durante el periodo 2012–40 en los valores proyectados por la OCDE para 2011. Además, la tasa de aumento del gasto relacionado con la edad se fija para que el incremento acumulado hasta el año 2040 coincida con las estimaciones efectuadas por las fuentes citadas en el Gráfico V.3<sup>4</sup>. En este escenario, se prevé que parte del déficit cíclico persista durante algunos años. A medida que avanza el periodo de proyección, el escenario base es cada vez menos realista. Tarde o temprano sucederá algo que impida la explosión de la deuda: los gobiernos aplicarán voluntariamente medidas correctoras o se verán forzados a aplicarlas cuando las primas por riesgo soberano alcancen niveles insostenibles.

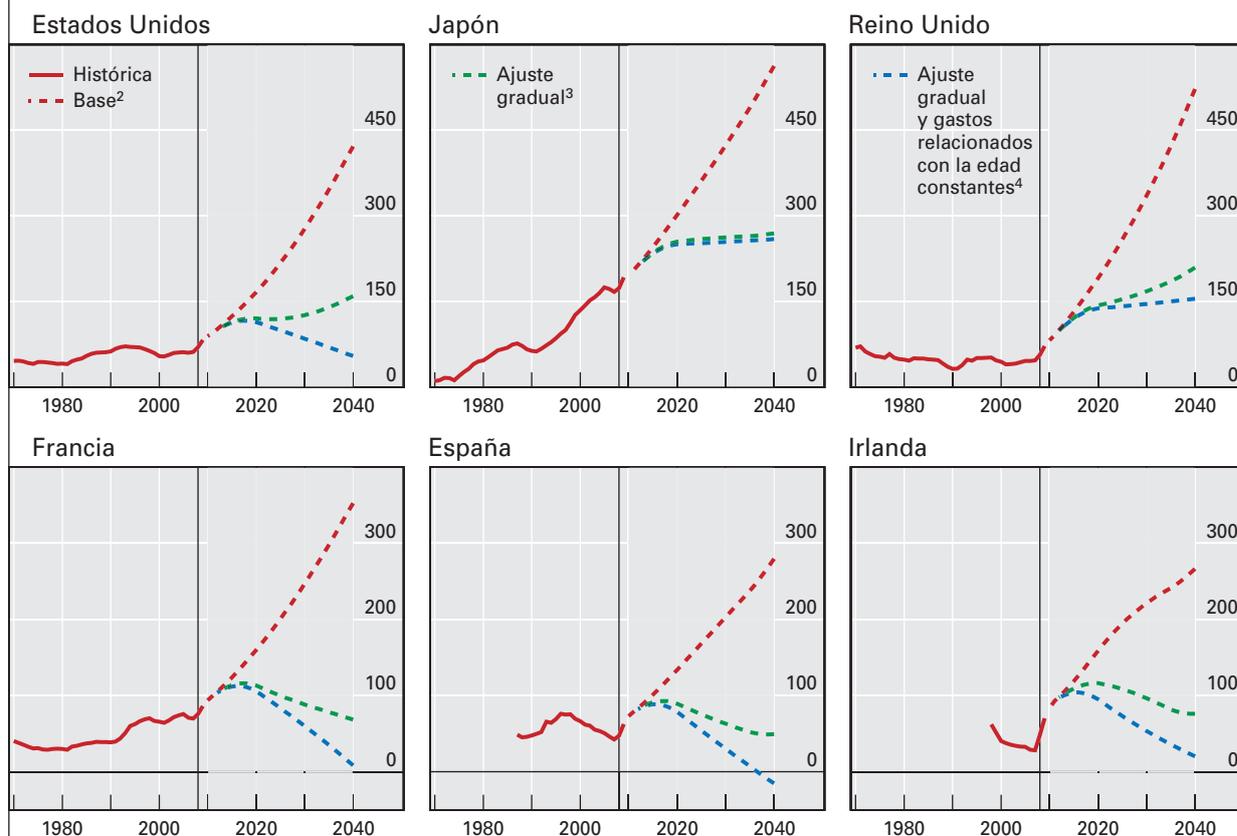
La deuda pública continuará por una senda insostenible...

El segundo y tercer escenario son simulaciones de dos posibles medidas correctoras. El segundo escenario, denominado «Ajuste gradual», presupone que el saldo fiscal primario (ingresos menos gasto público exceptuando el pago de intereses de la deuda pendiente), excluido el gasto relacionado con la edad, mejora en 1 punto porcentual del PIB durante 10 años (lo que totaliza 10 puntos porcentuales, un nivel elevado desde una perspectiva histórica).

<sup>4</sup> La Comisión Europea realiza proyecciones del gasto relacionado con la edad de la población para el periodo 2008–60; véanse «2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008–2060)», versión provisional, *European Economy*, n° 2, 2009; y «European Economic Forecast: Autumn 2009», *European Economy*, n° 10, 2009. Utilizando estas proyecciones, hemos interpolado una serie anual para el gasto relacionado con la edad de la población comprendida entre 2012 y 2040.

## Proyecciones para la deuda pública bruta<sup>1</sup>

En porcentaje del PIB



<sup>1</sup> Se refiere a la deuda pública total; el área sombreada abarca las proyecciones de la OCDE (2010–11) y el BPI (2012–40). La recta vertical corresponde a 2008, el primer año completo de la crisis. <sup>2</sup> Basado en los siguientes supuestos a lo largo de la proyección del BPI: crecimiento constante del PIB real potencial a la tasa estimada por la OCDE para 2012–25, tasa de interés efectiva real constante a su media de los 10 años previos a la crisis, ingresos y gastos no relacionados con la edad de la población constantes en sus niveles de 2011 (ambos en porcentaje del PIB) y gastos relacionados con la edad en porcentaje del PIB basados en las estimaciones de las fuentes citadas en el Gráfico V.3 y conforme al procedimiento descrito en la nota 4 a pie de página de este capítulo. <sup>3</sup> El saldo fiscal primario del escenario base excluidos los gastos relacionados con la edad (en porcentaje del PIB) mejora desde su nivel de 2011 en 1 punto porcentual del PIB por año durante los 10 primeros años de la proyección y permanece a ese nivel durante el periodo restante (y se cumplen los demás supuestos del escenario base). <sup>4</sup> Escenario de ajuste gradual con el supuesto adicional de que los gastos relacionados con la edad de la población en porcentaje del PIB permanecen constantes en los niveles de 2011.

Fuentes: OCDE; cálculos del BPI.

Gráfico V.4

Luego, durante el resto del periodo de proyección, permanece constante como proporción del PIB en su nuevo nivel. En el tercer escenario (denominado «Ajuste gradual y gastos relacionados con la edad constantes»), además de la mejora de 10 puntos porcentuales, también se asume que los gastos relacionados con la edad de la población se mantienen constantes en proporción del PIB en los niveles previstos por la OCDE para 2011 durante todo el periodo de proyección.

En el segundo escenario, la mejora gradual del saldo fiscal primario consigue, después de aproximadamente una década, llevar el cociente deuda/PIB a una trayectoria paulatinamente decreciente en España, Francia e Irlanda, pero no en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. En Estados Unidos, la mejora del saldo fiscal primario estabiliza la razón deuda/PIB sólo hasta 2025, pero después la presión que ejerce el aumento de los gastos

... a menos que se reduzcan los elevados déficits...

relacionados con la edad comienza a elevar de nuevo la razón. En Japón y el Reino Unido este cociente no se estabiliza, pero aminora su aumento. Así pues, el segundo escenario sugiere que, en realidad, el ajuste del saldo primario podría ser mayor de lo previsto o podría adelantarse en algunos de los países con peor dinámica de la deuda.

... y se contenga el gasto relacionado con la edad de la población

Además de mejorar el saldo primario, la congelación del gasto relacionado con la edad de la población en porcentaje del PIB redundaría en un descenso más rápido o en un aumento más lento de la razón deuda/PIB. Resulta poco plausible que pueda evitarse que el gasto relacionado con la edad crezca más rápido que el PIB durante todo el horizonte de proyección. Sin embargo, los resultados sugieren que un esfuerzo temprano para reducir este gasto en el futuro o para financiarlo mediante impuestos adicionales u otras medidas (discutidas más adelante), podría mejorar a medio plazo la sostenibilidad fiscal en numerosos países. Más aún, el hecho de que en algunos países la razón deuda/PIB caiga hasta niveles muy bajos hacia el final del periodo de proyección sugiere que el ajuste fiscal en estos países podría ser menor de lo que se asume en este escenario.

## Consecuencias del elevado nivel de deuda

Tanto la experiencia histórica como diversos argumentos económicos de peso desaconsejan la acumulación rápida y cuantiosa de deuda pública. Tal derroche de recursos amenaza la solvencia del sector público, reduce el crecimiento potencial y disminuye el nivel de vida, además de menoscabar la capacidad de la autoridad monetaria para controlar la inflación.

### *Riesgos de impago de la deuda soberana*

Entre los países industriales se han producido impagos...

A excepción de Alemania y Japón tras la Segunda Guerra Mundial, ningún país industrial ha incumplido desde entonces el servicio de su deuda. Sin embargo, una perspectiva histórica más amplia revela que, tras fuertes crecimientos de la deuda pública —consecuencia a menudo de crisis bancarias—, suelen producirse episodios de elevada inflación y aumentos del número de impagos de deuda soberana, incluso entre las economías avanzadas. En general, los países deciden asumir las consecuencias de no pagar o de reestructurar su deuda al percatarse de que las repercusiones financieras y de otro tipo de la inflación son aún peores<sup>5</sup>.

... cuya probabilidad ha aumentado actualmente

Recientemente, el fantasma del impago de deuda soberana ha vuelto a planear sobre los países del sur de Europa. Grecia, con los rendimientos de sus bonos en una espiral alcista, ha tenido que pedir ayuda financiera externa para seguir refinanciando su deuda. La confianza de los inversionistas en la solvencia del gobierno se fue debilitando por diversos factores: perspectivas de crecimiento muy débil para el país, altas tasas de desempleo, erosión constante de su competitividad internacional y falta de transparencia fiscal.

<sup>5</sup> Véanse C. Reinhart y K. Rogoff, «From financial crash to debt crisis», *NBER Working Papers*, n° 15795, marzo de 2010; y C. Reinhart y K. Rogoff, «The forgotten history of domestic debt», *NBER Working Papers*, n° 13946, abril de 2008.

Esta erosión de la confianza se aceleró cuando quedó claro que otros países europeos no conseguían ponerse de acuerdo sobre el alcance y las condiciones de la ayuda financiera. Las primas por riesgo de la deuda griega se dispararon, exponiendo a empresas financieras de varios países a pérdidas de capital potencialmente elevadas y a su sector privado a un endurecimiento de las condiciones crediticias.

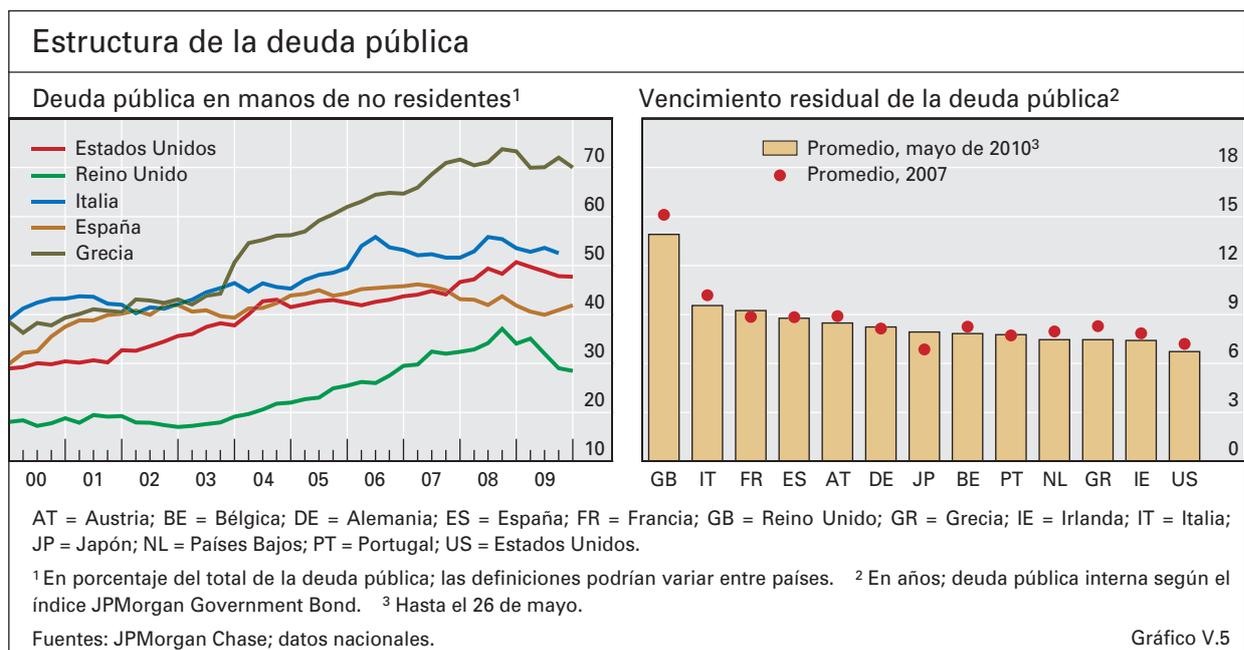
Conforme se ultimaba el paquete de rescate de Grecia, la crisis fue a peor al repuntar las tasas de interés de la deuda soberana de otros países, especialmente de España y Portugal. La posición fiscal de ambos países es mejor que la de Grecia, pero al igual que ésta, se enfrentan a perspectivas de crecimiento muy débiles y a abultados déficits comerciales, y no tienen la posibilidad de reaccionar depreciando su moneda o mediante la expansión monetaria. El anuncio en mayo de nuevas medidas de apoyo por parte de los gobiernos europeos, el FMI y el BCE consiguió calmar los temores de los mercados, al menos temporalmente, concediendo a los gobiernos un respiro para adoptar las medidas necesarias para consolidar las finanzas públicas y mejorar las perspectivas de crecimiento económico.

La reciente crisis europea también demostró que el riesgo de que la deuda siga una dinámica adversa es mayor en países con una baja tasa de ahorro en relación con la inversión, lo cual les obliga a depender en parte de las entradas de capital extranjero para financiar sus déficits presupuestarios. En la actualidad, la deuda pública de numerosos países industriales está en gran medida en manos de no residentes, como es el caso de Estados Unidos, Grecia e Italia (véase el Gráfico V.5, panel izquierdo).

Los países son más vulnerables cuando dependen de los flujos de capital...

Además, la vulnerabilidad de un país frente a un colapso en la demanda de su deuda es claramente mayor cuando tiene que refinanciar cada año una elevada proporción de ésta. Al debilitarse la demanda de bonos a largo plazo, los gobiernos pueden tener que aumentar su deuda a corto plazo, lo que

... y de la financiación a corto plazo



reduciría paulatinamente el vencimiento promedio de la deuda total. En Italia, por ejemplo, el vencimiento medio de la deuda pública se redujo desde aproximadamente siete años en 1973 hasta alrededor de uno en 1982, haciendo al país más vulnerable a un colapso en la demanda de su deuda en esos años. En la actualidad, el vencimiento medio de la deuda pública es relativamente largo en la mayoría de los países industriales, pero podría volver a reducirse si los inversionistas consideraran arriesgada la inversión a largo plazo (Gráfico V.5, panel derecho).

### *Consecuencias macroeconómicas*

El crecimiento puede frenarse...

Aun cuando pueda evitarse una dinámica adversa de la deuda, el incremento de los niveles de deuda tiene tres consecuencias que, con el tiempo, podrían reducir el crecimiento económico potencial y el nivel de vida. Dichas consecuencias son pagos de intereses más elevados, mayor competencia por la inversión de cartera y dificultades para la política fiscal.

En primer lugar, la mayor proporción de recursos fiscales que se necesita para hacer frente a un mayor volumen de deuda pública podría obligar a reducir los gastos productivos (como los de infraestructura, educación y salud) y también a subir los impuestos, creando con ello más distorsiones para la toma de decisiones económicas. En segundo lugar, la mayor deuda pública competirá con otras inversiones de cartera privadas, incluyendo los bonos de gobiernos de otros países. La competencia, junto a las mayores primas por riesgo de impago y de inflación, podría elevar las tasas de interés reales e inducir una caída compensatoria del volumen de capital privado. Aunque los flujos internacionales de capitales podrían limitar estos efectos, los intereses pagados a los residentes extranjeros reducirían los ingresos nacionales. En tercer lugar, un mayor volumen de deuda podría limitar el alcance y la efectividad de la política fiscal, incluido el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, y la mayor volatilidad macroeconómica resultante probablemente desincentivaría la acumulación de capital.

... pero la evidencia es limitada

Aunque aún no hay suficientes datos sobre los efectos para el crecimiento derivados de mantener elevados niveles de deuda pública, dichos efectos podrían ser significativos. En los países con una razón deuda/PIB superior al 90%, la tasa de crecimiento mediana del PIB real es 1 punto porcentual menor (y la media es 4 puntos porcentuales menor) que en los países donde esta razón es más baja. Los datos recientes sugieren asimismo que el aumento esperado de la razón deuda/PIB en las economías avanzadas para el periodo 2007–15 podría reducir el crecimiento del producto potencial futuro de forma permanente en más de medio punto porcentual al año<sup>6</sup>.

### *Retos para los bancos centrales*

El temor a la inflación futura está relacionado con...

El continuo deterioro de los saldos fiscales también podría complicar la tarea de los bancos centrales de mantener la inflación baja y estable, al menos por dos razones. Una es que la rápida acumulación de deuda pública aumenta la

<sup>6</sup> Véanse C. Reinhart y K. Rogoff, «Growth in a time of debt», *NBER Working Papers*, n° 15639, enero de 2010; y FMI, *Fiscal Monitor: Navigating the fiscal challenges ahead*, mayo de 2010.

tentación de tolerar un brote inesperado de la inflación para reducir el valor real de la deuda. Así ocurre especialmente cuando gran parte de la deuda en moneda local es a largo plazo y una gran proporción está en manos de no residentes. Esa tentación también será mayor si el presupuesto público se basa principalmente en flujos nominales, ya que en ese caso el repunte inesperado de inflación aumenta el valor real de los ingresos tributarios y reduce el del gasto público. Por todo ello, podría aumentar la presión política ejercida sobre el banco central para permitir una mayor inflación. Con todo, cualquier beneficio derivado de una inflación inesperada resultaría transitorio, mientras que su coste sería sin duda más alto y duradero, por ejemplo tasas de interés reales permanentemente más altas en el futuro, una mala asignación de recursos y la pérdida de producto que probablemente se necesitaría para devolver la inflación a su nivel de partida.

... la tentación de reducir el valor real de la deuda con mayor inflación...

Una segunda razón por la que un nivel de deuda elevado y creciente podría conllevar mayor inflación es que el público, ante el fracaso reiterado del gobierno para cerrar la brecha fiscal, podría negarse eventualmente a invertir en deuda pública. Para evitar un impago soberano en toda regla cuando la deuda en circulación no pueda seguir refinanciándose, el banco central se podría ver forzado a comprar bonos de gobierno y, de ese modo, dejaría que se ampliara la oferta monetaria. A diferencia del caso anterior, esto es más probable que ocurra cuando el vencimiento medio de la deuda es a corto plazo. Además, cuando una elevada proporción de la deuda tiene plazos de vencimiento cortos, los esfuerzos por reducir la inflación elevando las tasas de interés podrían ser en balde: el aumento de las tasas se traduciría rápidamente en mayores pagos por intereses y, por tanto, en un mayor volumen de deuda, adelantando así el momento probable de la monetización.

... o la negativa del público a mantener deuda pública

Aun cuando estos escenarios de inflación elevada sigan siendo poco probables en el futuro inmediato, cualquier aumento de la probabilidad que se les asigne podría tener rápidamente efectos adversos. Uno de ellos sería que los agentes del mercado revisaran al alza sus expectativas de inflación y demandaran una mayor compensación por asumir dicho riesgo, con lo que aumentarían las tasas de interés a medio y largo plazo<sup>7</sup>. Otro posible efecto sería que los inversionistas se refugiaran en activos exteriores, causando una marcada depreciación de la moneda y el consiguiente aumento de la inflación. Cualquiera de estos efectos podría reducir el margen de maniobra de los bancos centrales para estabilizar la inflación tanto a corto como a largo plazo.

Los escenarios de elevada inflación suponen riesgos poco probables...

... que podrían elevar las tasas de interés y desestabilizar los tipos de cambio

¿Es realista pensar que el deterioro fiscal vaya a inducir mayores niveles de inflación? Por ahora, no parece que las expectativas de inflación se hayan desanclado (véase el Gráfico V.6). Ahora bien, si los gobiernos no logran avanzar en el restablecimiento de la sostenibilidad fiscal, podría aumentar el riesgo de que las expectativas de inflación cambien de forma abrupta e inesperada.

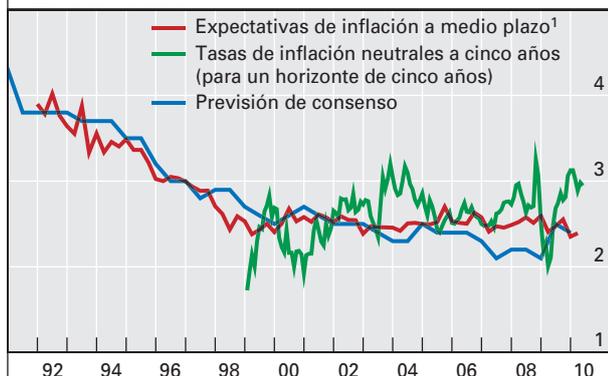
Las expectativas de inflación permanecen ancladas

<sup>7</sup> Por ejemplo, aun cuando el banco central no ceda a las presiones políticas para acomodar una mayor inflación, es posible que los mercados financieros interpreten que la aparición de un ambiente favorable a la inflación incrementa el riesgo de que el banco central pierda su independencia al verse presionado por unas finanzas públicas insostenibles, lo que podría conllevar un incremento de la inflación esperada.

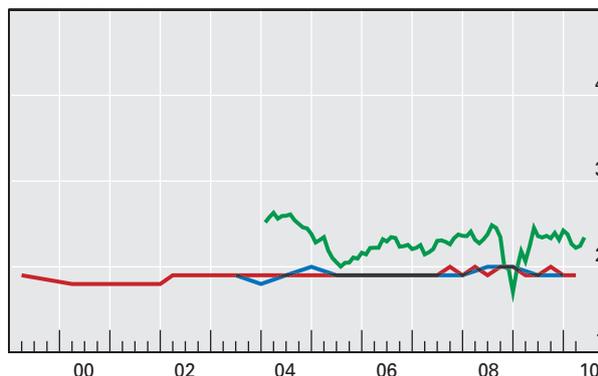
## Expectativas de inflación

En porcentaje

Estados Unidos



Zona del euro



<sup>1</sup> Según la Encuesta a Expertos en Previsión Económica (SPF). Para Estados Unidos, horizonte de 10 años; para la zona del euro, horizonte de cinco años.

Fuentes: BCE, SPF; Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, SPF; © Consensus Economics; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico V.6

## Afrontar los desequilibrios fiscales

En el pasado se han producido importantes consolidaciones fiscales...

Ante la trayectoria insostenible de la deuda pública en numerosos países industriales, resulta inevitable adoptar medidas de restricción fiscal durante un periodo prolongado hasta que el saldo fiscal primario vuelva a registrar un superávit considerable. A este respecto, las experiencias de varios países industriales con sus procesos de ajuste en los últimos 30 años ofrecen motivos para el optimismo (véase el Cuadro V.2). Muchos de estos esfuerzos de consolidación produjeron cambios en el saldo estructural primario (SEP) de casi el 10% del PIB, que se prolongaron durante años. Cada programa de consolidación consiguió estabilizar la razón deuda/PIB o bien la redujo significativamente, en algunos casos incluso años después de finalizar el periodo de consolidación.

Por ejemplo, tras un gran aumento de la deuda pública a principios de la década de los 80, Dinamarca consiguió elevar su SEP desde un déficit del 6,4% del PIB en 1982 hasta un superávit del 7,0% en 1986 (es decir, más de 13 puntos porcentuales en cuatro años). Suecia, en plena recesión tras una crisis bancaria a comienzos de la década de los 90, lanzó un plan de consolidación que elevó su SEP desde un déficit del 7,1% del PIB en 1993 hasta un superávit del 4,7% en el año 2000 (casi 12 puntos porcentuales de diferencia). Irlanda, a pesar de un primer intento fallido y un cambio de gobierno, consiguió pasar de un déficit del 7% del PIB en 1980 a un superávit cercano al 5% en 1989 (casi 12 puntos porcentuales). Canadá, tras un examen integral de su patrón de gasto, ajustó su SEP gradualmente desde un déficit del 5,4% en 1985 hasta un superávit del 5,7% en 1999. Sus superávits se mantuvieron hasta 2008 y su razón deuda/PIB se redujo desde un máximo del 102% en 1996 hasta el 65% en 2007.

Analizando la pertinencia de estos casos de profundo ajuste fiscal para las necesidades actuales, se observa que, por un lado, dichos países superaron

Ejemplos de éxito en grandes ajustes fiscales																
País y periodo de consolidación <sup>1</sup>	Saldo estructural primario <sup>2</sup>			Deuda pública total <sup>3</sup>			Crecimiento del PIB real	Tasa de inflación	Tasa de interés <sup>4</sup>	Variación TCER <sup>5</sup>	Tasa de desempleo					
	Oscilación	Inicio <sup>6</sup>	Fin	Inicio <sup>6</sup>	Máximo	Fin						Promedio durante el episodio				
	En porcentaje del PIB											En porcentaje				
Dinamarca (1983–86)	13,4	-6,4	7,0	65	77	72	3,9	5,4	11,8	1,7	6,8					
Suecia (1994–2000)	11,8	-7,1	4,7	78	84	64	3,7	1,0	6,1	-0,9	10,1					
Irlanda (1980–89)	11,8	-7,0	4,8	68	114	100	3,1	9,3	10,5	1,0	14,5					
Canadá (1986–99)	11,1	-5,4	5,7	67	102	91	2,8	2,8	11,1	-1,4	9,2					
Bélgica (1984–98)	10,3	-3,6	6,7	107	141	123	2,3	2,6	8,3	0,3	8,9					
Italia (1986–97)	10,2	-3,4	6,7	89	130	130	2,1	5,0	10,6	-0,1	10,2					
Suecia (1981–87)	8,6	-5,7	2,9	47	71	62	2,2	7,6	9,0	-1,7	3,7					
Reino Unido (1994–2000)	7,7	-4,4	3,3	49	53	45	3,5	1,8	7,0	2,7	7,3					
Japón (1979–90)	7,0	-4,9	2,1	41	77	64	4,6	2,7	6,6	0,5	2,4					
Alemania Occidental (1980–89)	5,2	-3,7	1,5	29	41	40	1,9	2,9	7,8	-1,5	5,2					
Estados Unidos (1993–2000)	4,9	-1,7	3,2	70	72	54	3,9	2,6	6,7	2,4	5,2					
Países Bajos (1991–2000)	4,6	-2,2	2,5	88	96	64	3,2	2,4	6,4	-0,6	4,8					
España (1995–2006)	3,7	-0,6	3,1	64	76	46	3,6	3,1	5,4	0,9	12,6					

<sup>1</sup> La elección del primer y último año del periodo de consolidación se basa en los máximos y mínimos observados en el saldo estructural primario, con ciertos ajustes arbitrarios en aquellos casos en los que los datos no parecen indicar un patrón claro. <sup>2</sup> Saldo fiscal primario del gobierno general ajustado por el ciclo. <sup>3</sup> La información sobre Irlanda procede de la base de datos macroeconómicos anuales (AMECO) de la Comisión Europea. <sup>4</sup> Tasa de interés efectiva nominal de la deuda pública calculada a partir de los pagos de intereses brutos del gobierno en el periodo  $t$  divididos por sus pasivos financieros brutos en el periodo  $t-1$ . <sup>5</sup> Tipo de cambio efectivo real basado en el índice de precios de consumo; un aumento indica una apreciación. <sup>6</sup> El valor inicial se refiere al periodo anterior a los episodios de ajuste; para Irlanda, no existen datos del saldo estructural primario anteriores a 1980.

Fuentes: base de datos AMECO de la Comisión Europea; OCDE; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.2

situaciones bastante difíciles en términos de empleo (véase el Cuadro V.2). En particular, Canadá, Irlanda e Italia registraron tasas de desempleo crecientes al inicio o durante algún momento del periodo de consolidación. Por otro lado, los países que realizaron estos ajustes disfrutaron, durante este periodo, de un crecimiento del PIB real comparable al de varios países industriales en los años previos a la reciente crisis. En algunos casos, las favorables condiciones de demanda externa podrían incluso haber facilitado el ajuste.

... en condiciones macroeconómicas diferentes

Otro aspecto destacable de esos grandes esfuerzos de consolidación es que tuvieron lugar en contextos muy diversos de tipos de cambio y tasas de interés en términos reales. En concreto, la depreciación de la moneda y la política monetaria acomodaticia podrían haber facilitado el ajuste fiscal en algunos países, pero no en todos. Por desgracia, la investigación empírica que trata de descifrar la influencia de diversos factores por ahora no ha alcanzado un consenso sobre la importancia de las condiciones externas y monetarias para el éxito de las consolidaciones fiscales.

La composición del ajuste fiscal es clave para su éxito...

Sin embargo, estos mismos estudios revelan de forma inequívoca la importancia de la «calidad» del ajuste fiscal<sup>8</sup>. La mayoría de las consolidaciones que lograron su objetivo dieron prioridad al recorte de gastos —concretamente, reducciones del consumo público, incluyendo los salarios—, mientras que las menos eficaces prefirieron los recortes de la inversión pública productiva. En los países que partían con una carga impositiva baja, el aumento de los ingresos tributarios también resultó útil, con una mayor efectividad de los impuestos al consumo y de las medidas para ampliar la base impositiva. Asimismo, la consolidación a menudo vino acompañada de reformas estructurales para mejorar el funcionamiento del mercado laboral y reducir los impuestos sobre el trabajo y el capital.

... al igual que las reformas estructurales

Ningún país puede posponer el ajuste fiscal...

Una conclusión importante que se extrae del estudio de estos episodios anteriores es que es posible realizar los esfuerzos de consolidación que se necesitan actualmente, por mucho que la situación en términos de crecimiento y empleo pueda ser más difícil ahora que antes. Países con niveles de deuda pública altos y crecientes, cuya solvencia ha sido cuestionada, no tienen más remedio que aplicar un ajuste fiscal inmediatamente, ya que cualquier retraso es, en sí mismo, una amenaza para el sistema financiero y la recuperación económica. De hecho, si aplican ahora dicho ajuste, el consiguiente aumento de la confianza y descenso de las primas por riesgo podrían compensar con creces su coste a corto plazo en términos de producto. En el momento de escribirse este informe, los gobiernos de España, Grecia y Portugal habían anunciado medidas de austeridad fiscal que incluyen recortes de los salarios de los funcionarios y subidas de impuestos. Si estas medidas se implementan en su totalidad, deberían lograr una reducción considerable de los déficits fiscales a corto y medio plazo. Aun así, estos países seguirían enfrentándose a importantes retos a la hora de realizar los ajustes necesarios para reestablecer la confianza de los inversionistas en la sostenibilidad de sus cuentas públicas.

... aunque algunos podrían tener cierta flexibilidad para elegir el momento y el ritmo del ajuste

Otros países que siguen gozando de la confianza de los inversionistas cuentan con mayor credibilidad fiscal y por tanto pueden tener cierta flexibilidad a la hora de elegir el momento y el ritmo de su consolidación fiscal. Ahora bien, para preservar esa flexibilidad —evitando cualquier aumento de las primas por riesgo de impago y de inflación—, deberían anunciar planes claros y factibles que reduzcan sus déficits públicos actuales y aborden los desequilibrios fiscales a largo plazo.

Dos opciones para el largo plazo: impulsar la productividad y el crecimiento...

Los países disponen en general de al menos dos opciones para garantizar la viabilidad a largo plazo de sus finanzas públicas. La primera consiste en promover el aumento de la productividad general y del crecimiento del producto potencial, a través de medidas como compromisos para reducir gastos improductivos, cambios en la estructura del sistema tributario y reformas de los

<sup>8</sup> Véanse, por ejemplo, A. Alesina y R. Perotti, «Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects», *IMF Staff Papers*, vol. 44, n° 2, junio de 1997; S. Guichard, M. Kennedy, E. Wurzel y C. André, «What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences», *OECD Economics Department Working Papers*, n° 553, mayo de 2007; J. McDermott y R. Wescott, «An empirical analysis of fiscal adjustments», *IMF Staff Papers*, vol. 43, n° 4, diciembre de 1996; y M. Kumar, D. Leigh y A. Plekhanov, «Fiscal adjustments: determinants and macroeconomic consequences», *IMF Working Papers*, n° WP/07/178, julio de 2007.

mercados laborales y de bienes y servicios. La rápida adopción de estas medidas contribuiría a reforzar la confianza de los mercados y a mantener bajas las tasas de interés, facilitando así la reducción de los actuales déficits fiscales.

La segunda opción consiste en ampliar el tamaño de la población activa con relación al de la población anciana. Para ello, una posibilidad sería favorecer la inmigración hacia países con un rápido crecimiento del segmento de la tercera edad. Otra consistiría en elevar la tasa de participación en el mercado laboral, especialmente la femenina (que se situaba en el 64% en los países de la OCDE en 2008, muy por debajo de la tasa masculina del 84%) y la de los trabajadores de más edad. A este respecto, una solución eficaz y duradera consiste en favorecer la prolongación de la vida laboral combinando un aumento de la edad legal de jubilación con mayores incentivos para postergar ese momento. El aumento de la edad de jubilación esperada podría atenuar en parte la necesidad de reducir las prestaciones sociales, ya que el anuncio de estos recortes podría generar mayores tasas de ahorro en detrimento de la demanda agregada. Del mismo modo, postergar la edad de jubilación podría reducir la necesidad de subir los impuestos hasta niveles elevados, algo que distorsionaría sustancialmente las decisiones en el mercado laboral y perjudicaría principalmente a los jóvenes y a las generaciones futuras<sup>9</sup>.

... y aumentar el tamaño de la población activa

## Resumen

El deterioro de las finanzas públicas en los países industriales plantea riesgos macroeconómicos importantes para la economía mundial. La presencia de niveles de deuda pública elevados y crecientes no sólo puede amenazar las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo, sino también menoscabar la credibilidad de la política monetaria en su objetivo de mantener una inflación baja. Además, los enormes desequilibrios fiscales a largo plazo de los países industriales se esconden bajo cifras oficiales de deuda pública muy inferiores a las reales, un problema que indudablemente sugiere la necesidad de una mayor transparencia en la divulgación de datos. Igualmente importante es la necesidad de basar las proyecciones presupuestarias en supuestos prudentes. En este sentido, podría ser beneficiosa la creación de agencias independientes para inspeccionar las cuentas públicas y sus proyecciones.

El ajuste que actualmente requieren las economías avanzadas es sin duda considerable, pero no inédito. Un compromiso creíble de los gobiernos para reducir o eliminar sus déficits actuales y futuros se verá recompensado a largo plazo. Cualquier posible coste inicial de la restricción fiscal en términos de menor crecimiento del producto a corto plazo se verá compensado con creces por los beneficios duraderos que aportan menores tasas de interés reales, mayor estabilidad del sistema financiero y mejores perspectivas de crecimiento económico.

<sup>9</sup> Véanse, por ejemplo, R. Barrell, I. Hurst y S. Kirby, «How to pay for the crisis or: macroeconomic implications of pension reform», *Discussion paper*, n° 333, National Institute of Economic and Social Research, Londres, 2009; y D. Krueger y A. Ludwig, «On the consequences of demographic change for rates of return to capital, and the distribution of wealth and welfare», en *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, enero de 2007, pp. 49–87.