

IV. Sostenibilidad fiscal: ¿dónde estamos?

Seis años después del comienzo de la crisis financiera mundial, la deuda pública de la mayoría de las economías avanzadas ha alcanzado niveles sin precedentes en tiempos de paz. Y aún más preocupante, sigue al alza. Sin embargo, la crisis no ha hecho más que empeorar una situación ya de por sí mala. En 2007, la deuda pública de numerosas economías avanzadas ya se situaba en máximos históricos, tras haber tendido al alza más o menos de forma continua desde mediados de los años 70. Peor aún, las estadísticas oficiales de deuda subestiman la verdadera magnitud de los problemas de numerosas economías cuyos gobiernos han realizado promesas que implican fuertes aumentos del gasto en pensiones y asistencia sanitaria durante las próximas décadas.

Desde 2010, los avances en la consolidación de las finanzas públicas han sido dispares. En economías sometidas a fuertes presiones de los mercados, los esfuerzos de consolidación fiscal han sido sustanciales y han contribuido a estabilizar la situación financiera. En otras, especialmente en las que han continuado disfrutando de tasas de interés muy bajas, se ha avanzado más lento en la eliminación de los déficits corrientes y en la reducción de los pasivos implícitos. En estas economías, el necesario ajuste fiscal continúa siendo elevado y podría crecer aún más si las tasas de interés a largo plazo aumentaran desde sus actuales niveles extremadamente bajos.

La situación de la mayoría de las economías de mercado emergentes (EME) es mejor que la de las economías avanzadas. Una recuperación más intensa les ha permitido reducir sus déficits. Con todo, sus posiciones fiscales pueden parecer mejores de lo que en realidad son. En varios casos, las posiciones presupuestarias pueden haberse beneficiado del intenso crecimiento del crédito, así como de las subidas de los precios de los activos y las materias primas. Además, se prevé que el gasto público en pensiones y asistencia sanitaria crezca sustancialmente en algunas economías. Así pues, los gobiernos de las EME deben mantener la prudencia fiscal y garantizar la financiación de los futuros pasivos asociados al envejecimiento.

En el presente capítulo, hacemos balance de los progresos realizados por las economías avanzadas y de mercado emergentes en la consolidación de sus finanzas públicas. Tras analizar las variaciones en los déficits y en la deuda desde 2009, abordamos el grado de consolidación aún necesario para garantizar la sostenibilidad fiscal. Seguidamente, evaluamos los posibles efectos que una subida de las tasas de interés podría tener sobre las trayectorias de la deuda pública en diversas economías que actualmente presentan bajas tasas de interés a largo plazo. A continuación, discutimos si están justificados los llamamientos para ralentizar o posponer los ajustes fiscales. Por último, subrayamos la enorme importancia de la calidad, o estructura, del ajuste fiscal para fomentar el crecimiento a largo plazo.

Avances hasta la fecha

En 2010, las economías avanzadas comenzaron a reducir sus déficits, que habían aumentado fuertemente poco después del inicio de la crisis financiera. En la mayoría de los países, los déficits totales alcanzaron en 2009 máximos de entre el 5% y el 16% del PIB. Desde entonces se han reducido, de forma que a finales de 2013 está previsto que se sitúen aproximadamente entre 2 y 12 puntos porcentuales por debajo de sus cotas máximas.

El saldo primario estructural (el saldo ajustado en función del ciclo, neto de pagos por intereses y gastos excepcionales) podría dar una imagen de los avances fiscales más precisa que los déficits totales¹. A corto plazo, una contracción fiscal reduce el crecimiento del producto. Al mismo tiempo, el nivel de los pagos por intereses podría no reflejar inmediatamente las mejoras inducidas por la consolidación fiscal. Utilizando el saldo primario estructural como indicador y 2009 como año de referencia, se prevé que a finales de 2013 las economías avanzadas hayan mejorado sus saldos en un promedio de casi 4 puntos porcentuales (1 punto por año).

Sin embargo, los avances no han sido uniformes en las distintas economías avanzadas. Los mayores ajustes han tenido lugar en economías sometidas a presiones de los mercados financieros. Entre los países acogidos a los programas de asistencia financiera de la UE y el FMI, se prevé que Grecia haya mejorado su saldo primario estructural en casi 17 puntos porcentuales del PIB potencial a finales de 2013, con mejoras previstas en Irlanda y Portugal de unos 7,3 y 6,8 puntos, respectivamente. Entre los países cuyos gobiernos aún disfrutaban de acceso a los mercados financieros, el saldo primario estructural de España habrá mejorado en 8,3 puntos porcentuales y el de Italia en 5,1 puntos (Cuadro IV.1). En cambio, el ritmo de ajuste ha sido más lento en aquellos países donde las presiones de los mercados han sido menos intensas. Dentro de la zona del euro, Francia habrá mejorado su saldo primario estructural en 4,9 puntos porcentuales, mientras que los Países Bajos, Austria y Bélgica lo habrán hecho en 3,5, 2,4 y 2,3 puntos, respectivamente.

Los avances han sido más lentos en países donde las tasas de interés son actualmente inferiores a sus promedios históricos, debido en gran parte a las compras de deuda por los bancos centrales y a los flujos de entrada de capital en busca de refugio. A finales de 2013, Estados Unidos y el Reino Unido habrán mejorado sus saldos primarios estructurales respectivamente en 4,8 y 3,3 puntos porcentuales del PIB potencial desde 2009. Solo Japón ha registrado un deterioro de su saldo primario estructural, en parte debido a los esfuerzos de reconstrucción tras el terremoto. Ante un déficit total previsto superior al 10% del PIB en 2013, el saneamiento fiscal de Japón sigue constituyendo un gran reto (Cuadro IV.1).

En la mayoría de las economías avanzadas, el ritmo de consolidación actual se asemeja al de anteriores periodos de fuerte ajuste fiscal, cuando la mejora mediana del saldo primario estructural rondó 1 punto porcentual al año². Aun así, los actuales esfuerzos son insuficientes en muchos países a juzgar por el tamaño de los déficits corrientes y la magnitud del ajuste necesario.

En numerosas economías avanzadas, se prevé que la deuda bruta del gobierno general continúe aumentando. En 2013, se prevé que esté cercana al 230% del PIB en Japón; superior al 180% en Grecia; superior al 140% en Italia y Portugal; cercana al 130% en Irlanda; en torno al 110% en Estados Unidos, el Reino Unido y Francia; y cercana al 100% en Bélgica y España. En cambio, se prevé que esté por debajo del 90% y próxima a estabilizarse en Canadá y Alemania (Cuadro IV.1).

¹ El saldo primario estructural sigue siendo una medida imperfecta al basarse en una estimación de la brecha del producto, que inevitablemente es poco fiable. Aunque los efectos negativos a corto plazo de la consolidación fiscal sobre el crecimiento desaparecerán con el tiempo, una parte de lo que se considera cíclico podría acabar siendo más persistente o estructural. Si se cree que el tamaño de las brechas del producto negativas está sobrestimado, también estarían sobrestimados los avances reales en materia fiscal.

² Véase por ejemplo H. Blöchliger, D. Song y D. Sutherland, «Fiscal consolidation: part 4. Case studies of large fiscal consolidation episodes», OCDE, *Economics Department Working Papers*, n° 935, febrero de 2012. Véase también BPI, *80° Informe Anual*, junio de 2010, Cuadro V.2.

Posiciones fiscales¹

Cuadro IV.1

	Saldo general ²			Saldo primario estructural del gobierno general ³			Deuda pública bruta ²		
	2009	2013	Variación	2009	2013	Variación	2009	2013	Variación
Economías avanzadas									
Alemania	-3,1	-0,2	2,9	0,7	1,4	0,7	77	88	10,4
Austria	-4,1	-2,3	1,8	-1,4	1,1	2,4	74	87	12,6
Bélgica	-5,6	-2,6	3,1	-0,9	1,4	2,3	100	105	4,9
Canadá	-4,8	-2,9	1,9	-3,0	-2,0	0,9	82	85	3,6
España	-11,2	-6,9	4,3	-8,1	0,3	8,3	63	98	34,9
Estados Unidos	-11,9	-5,4	6,6	-7,9	-3,1	4,8	89	109	20,3
Francia	-7,6	-4,0	3,6	-4,6	0,3	4,9	91	114	22,2
Grecia	-15,6	-4,1	11,5	-11,4	5,5	16,9	138	184	45,4
Irlanda	-13,9	-7,5	6,4	-7,7	-0,5	7,3	71	129	58,7
Italia	-5,4	-3,0	2,5	0,3	5,4	5,1	130	144	13,5
Japón	-8,8	-10,3	-1,4	-7,0	-8,5	-1,6	189	228	39,7
Países Bajos	-5,6	-3,7	1,9	-3,5	-0,1	3,5	68	84	16,6
Portugal	-10,2	-6,4	3,8	-4,9	1,8	6,8	94	143	48,9
Reino Unido	-10,8	-7,1	3,8	-7,6	-4,3	3,3	72	109	37,1
Suecia	-1,0	-1,6	-0,6	1,9	-0,2	-2,1	52	53	0,5
Economías de mercado emergentes									
Brasil	-3,1	-1,2	1,9	2,8	3,3	0,4	67	67	0,2
China	-3,1	-2,1	0,9	-2,2	-0,3	1,9	18	21	3,6
Corea	-1,1	1,4	2,5	-1,0	0,8	1,8	34	35	1,5
India	-10,1	-8,3	1,8	-5,8	-4,3	1,5	75	66	-8,6
Indonesia	-1,8	-2,8	-1,1	-0,0	-1,4	-1,4	29	24	-5,0
Malasia	-6,2	-4,0	2,1	-4,0	-2,1	1,9	53	56	3,2
México	-4,7	-3,1	1,6	-1,2	-0,5	0,7	45	44	-1,0
Sudáfrica	-5,5	-4,8	0,8	-2,8	-1,5	1,3	31	43	11,4
Tailandia	-3,2	-2,7	0,5	-1,4	-2,5	-1,1	45	46	0,7

¹ Del gobierno general. ² En porcentaje del PIB. Estimaciones de la OCDE para las economías avanzadas y Corea; para el resto, FMI. ³ En porcentaje del PIB potencial, excluidos los pagos de intereses netos. Estimaciones de la OCDE para las economías avanzadas y Corea; para el resto, FMI. Las estimaciones de la OCDE se ajustan por el ciclo y por las medidas excepcionales; las estimaciones del FMI se ajustan por el ciclo.

Fuentes: FMI; OCDE.

Si se tienen en cuenta los activos de los gobiernos al calcular la deuda, el resultado varía en algunos casos. La deuda pública neta en Japón es mucho menor que la deuda pública bruta, aunque asciende al 145% del PIB, siendo casi 50 puntos porcentuales inferior en Canadá. Sin embargo, la diferencia es significativamente menor en la mayor parte de las demás economías. Además, ante la dificultad para determinar el valor de ciertos activos financieros en manos del sector público (por ejemplo, acciones en empresas bajo control público), la deuda neta es una medida menos fiable que la deuda bruta.

Los actuales saldos presupuestarios y niveles de deuda pública de las EME sugieren que su situación fiscal es mejor que la de las economías avanzadas.

Numerosas EME afrontaron la recesión mundial más reciente con menores niveles de déficit y deuda que en episodios anteriores. Gracias al fuerte repunte del crecimiento del producto y a las favorables condiciones de financiación, sus déficits totales disminuyeron rápidamente durante los dos primeros años de la recuperación. Los niveles de deuda ya han descendido en varias economías, incluidas la India, Indonesia y México (Cuadro IV.1).

Sin embargo, los ajustes de los déficits fiscales de algunas EME, como la India, Sudáfrica y Tailandia, se han frenado como resultado del debilitamiento de la demanda mundial. Actualmente se prevé que la deuda crezca en Sudáfrica y Tailandia durante los próximos años y que permanezca por encima del 66% del PIB en la India, una cifra ya de por sí elevada que deja poco margen de maniobra en caso de acontecer circunstancias adversas.

La reciente evolución favorable de las finanzas públicas en la mayoría de las EME no debe alimentar la complacencia. Si bien los saldos presupuestarios totales han mejorado, en varias EME siguen por debajo de los niveles previos a la crisis. Además, los ingresos fiscales de algunas EME pueden haberse beneficiado hasta ahora de un auge insostenible del crédito y de los precios de los activos. Y ciertos países podrían quedar expuestos a cuantiosos pasivos ocultos —potenciales deudas extraordinarias que se materializarían si las instituciones financieras, las administraciones locales u otras entidades públicas tuvieran que ser rescatadas—. Por último, algunas economías afrontan fuertes aumentos del gasto en pensiones y asistencia sanitaria en las próximas décadas.

¿Qué queda por hacer para garantizar la sostenibilidad fiscal?

Pese a las recientes medidas de consolidación fiscal, los saldos primarios estructurales aún deben mejorar sustancialmente para garantizar la sostenibilidad fiscal en la mayoría de las economías avanzadas, así como en diversas EME.

Para evaluar estas necesidades, es importante determinar qué nivel de deuda es realmente sostenible. La mera estabilización de la deuda probablemente no baste para garantizar la solvencia a largo plazo. Con un nivel de deuda que ya ha alcanzado récords en tiempos de paz en varias economías avanzadas, cualquier acontecimiento imprevisto de calado (como otra crisis financiera) podría volver a ocasionar un brusco aumento de aquella, volviendo rápidamente insostenibles posiciones fiscales aparentemente sostenibles.

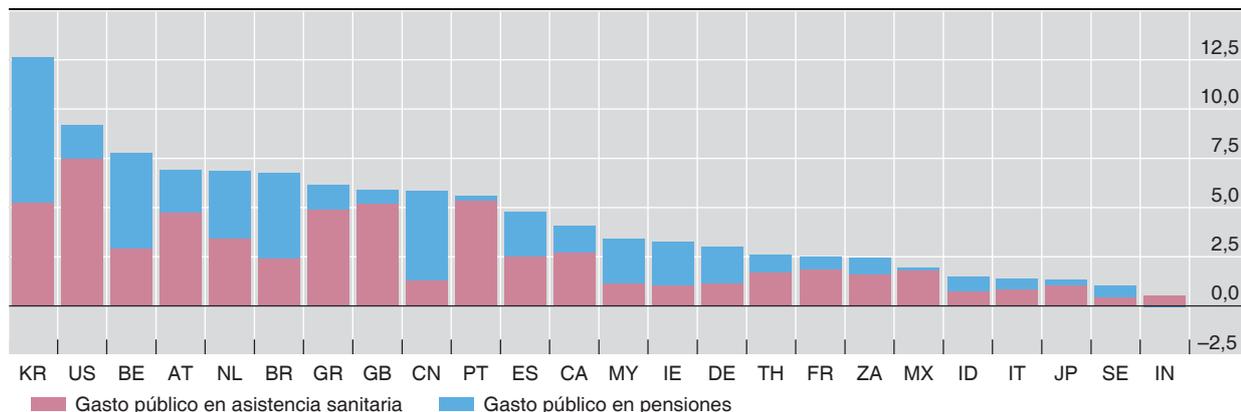
Aunque esto no ocurriera, unos niveles de deuda persistentemente elevados podrían salir caros por distintos motivos. Primero, la mayor probabilidad de impago o de financiación inflacionista que podría derivarse de otra fuerte perturbación financiera probablemente elevaría las primas de riesgo que los prestamistas exigen tanto a soberanos como al sector privado. Segundo, unos elevados niveles de deuda reducen el margen de maniobra para aplicar políticas anticíclicas, contribuyendo a que la economía sea más volátil. Además, generan más incertidumbre sobre los impuestos y el gasto público en el futuro, pudiendo hacer que empresas y hogares sean más reacios a gastar. Por último, una deuda persistentemente más alta implica mayores pagos por intereses que podrían tener que financiarse elevando impuestos con efectos distorsionadores. Todos estos factores pueden ser una rémora para el crecimiento.

Una serie de estudios empíricos respalda esta conclusión, mostrando que el crecimiento medio tiende a ser inferior cuando la deuda pública bruta sobrepasa en torno al 80% del PIB (véase el recuadro). Traspasar ese umbral no reduce automáticamente el crecimiento, pero si persiste en esos niveles aumenta el riesgo de que el crecimiento tendencial sea más lento. Ante la necesidad de mantener

Variación prevista en el gasto asociado al envejecimiento, 2013–40¹

En puntos porcentuales del PIB potencial

Gráfico IV.1



AT = Austria; BE = Bélgica; BR = Brasil; CA = Canadá; CN = China; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; GR = Grecia; ID = Indonesia; IE = Irlanda; IN = India; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; NL = Países Bajos; PT = Portugal; SE = Suecia; TH = Tailandia; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

¹ Los niveles de gasto asociado al envejecimiento correspondientes a 2013 representan una interpolación lineal entre (a) los niveles efectivos de 2010 del gasto en pensiones y atención sanitaria, y (b) los niveles del gasto en atención sanitaria y pensiones previstos para 2015 y 2020, respectivamente.

Fuentes: B. Clements, D. Coady, F. Eich, S. Gupta, A. Kangur, B. Shang y M. Soto, «The challenge of public pension reform in advanced and emerging market economies», IMF, *Occasional Papers*, n° 275, enero de 2013; M. Soto, B. Shang y D. Coady, «New projections of public health spending, 2010–50», en B. Clements, D. Coady y S. Gupta (eds), *The economics of public health care reform in advanced and emerging economies*, abril de 2012; cálculos del BPI.

cierto respaldo para acomodar perturbaciones importantes, los objetivos de deuda deberían situarse muy por debajo de ese umbral. Aunque no existe una regla exacta para seleccionar los objetivos de deuda, los cálculos que siguen suponen un objetivo de deuda seguro del 60% del PIB en las economías avanzadas y del 40% en las EME³.

Los compromisos actuales de gasto futuro en pensiones y asistencia sanitaria que no están reflejados en los actuales cálculos de deuda pública acentúan las necesidades de ajuste fiscal. El Gráfico IV.1 ilustra las previsiones de un considerable aumento de los pasivos asociados al envejecimiento en proporción del PIB entre 2013 y 2040 en una serie de países⁴. Entre las economías avanzadas, el mayor incremento está previsto en Estados Unidos (más de 9 puntos porcentuales), debido en gran medida al creciente gasto en asistencia sanitaria. También se prevé que Austria, Bélgica, España, Grecia, los Países Bajos, Portugal y el Reino Unido registren fuertes aumentos (de 5 a 8 puntos porcentuales aproximadamente). Asimismo, se prevén incrementos sustanciales en algunas EME —concretamente en Corea (más de 12 puntos porcentuales), Brasil (unos 7 puntos) y China (unos 6 puntos)—, en su mayoría relacionados con el gasto en pensiones⁵.

³ El objetivo de deuda bruta de Japón es del 200% del PIB.

⁴ Estas previsiones no tienen en cuenta las reformas aprobadas después de diciembre de 2011 y, por tanto, es probable que sobrestimen los aumentos previstos del gasto asociado al envejecimiento en los países que han legislado reformas desde entonces.

⁵ La sostenibilidad fiscal también depende de los pasivos que pueden materializarse si un gobierno necesita rescatar a instituciones financieras privadas o a entidades del sector público. Lamentablemente, la evaluación de esos pasivos está sujeta a un alto grado de incertidumbre debido a la escasez de información. Aunque nuestros cálculos no los incluyen explícitamente, utilizar unos objetivos de deuda conservadores es una forma de tenerlos en cuenta.

Necesidades de ajuste fiscal¹

En puntos porcentuales del PIB potencial

Cuadro IV.2

	Tasa de interés ajustada por el crecimiento ² = nivel de 2013		Tasa de interés ajustada por el crecimiento ² = nivel de 2013 convergiendo al 1% en 5 años		<i>Pro memoria: tasa de interés ajustada por el crecimiento en 2013 (%)²</i>
	Excluye GAE ³	Incluye GAE ⁴	Excluye GAE ³	Incluye GAE ⁴	
Economías avanzadas					
Alemania	0,6	3,4	0,6	3,3	1,1
Austria	1,0	7,7	0,9	7,6	1,1
Bélgica	1,8	9,0	1,6	8,8	1,3
Canadá	4,3	8,1	4,2	8,1	1,1
España	7,8	10,4	3,7	7,3	4,7
Estados Unidos	4,8	14,1	6,9	16,1	-1,0
Francia	3,6	5,4	3,3	5,2	1,3
Italia	4,2	4,0	2,0	1,9	4,1
Japón	13,3	14,9	17,9	19,6	0,2
Países Bajos	2,4	8,9	2,2	8,8	1,2
Reino Unido	7,4	13,2	8,5	14,0	0,2
Suecia	0,2	1,3	0,6	1,7	0,3
Economías de mercado emergentes					
Brasil	.	5,0	.	4,8	1,4
China	.	2,5	.	5,9	-7,3
Corea	.	11,9	.	12,0	0,7
India	3,3	3,7	6,4	6,6	-5,0
Indonesia	.	0,2	1,2	2,7	-5,3
Malasia	2,2	5,6	3,5	6,8	-1,7
México	0,1	2,3	1,1	3,2	-1,2
Sudáfrica	0,9	3,3	2,1	4,6	-1,9
Tailandia	1,3	3,9	3,3	5,8	-3,5

¹ Ajuste en el saldo primario estructural (SPE) —definido como la diferencia entre el valor máximo del SPE en el periodo 2014–40 y su nivel previsto para 2013— necesario para situar para 2040 el coeficiente entre la deuda bruta y el PIB en el 60% en las economías avanzadas (200% en Japón) y en el 40% en las economías de mercado emergentes. Los puntos indican que el objetivo de coeficiente entre la deuda y el PIB puede alcanzarse sin mejoras en el SPE con respecto a su nivel de 2013. ² Se define como $(1 + r) / (1 + g) - 1$, donde r = tasa de interés nominal efectiva y g = crecimiento del PIB nominal. La tasa de interés nominal efectiva de cada año se define como los gastos por intereses del gobierno en el año en cuestión, divididos entre el volumen de deuda pública al final del año anterior. ³ No tiene en cuenta la variación prevista en el gasto asociado al envejecimiento (GAE) como porcentaje del PIB. ⁴ Tiene en cuenta las variaciones previstas en el GAE como porcentaje del PIB.

Fuentes: FMI; OCDE; cálculos del BPI.

El Cuadro IV.2 presenta estimaciones de la variación del saldo primario estructural que sería necesaria para reducir los niveles de deuda hasta los objetivos anteriormente citados en 2040. El cálculo se basa en los siguientes supuestos. Primero, las proyecciones de deuda y déficits parten de los valores previstos para finales de 2013. Segundo, el saldo primario estructural mejora en 1 punto porcentual al año hasta que la deuda se sitúa en una senda sostenida de descenso. Así pues, el ajuste necesario es la diferencia entre el saldo primario en 2013 y el máximo superávit primario estructural necesario durante 2014–40. Tercero, los

cálculos asumen que la brecha del producto se cierra en los próximos cinco años de forma que el saldo primario converge gradualmente hacia el saldo primario estructural durante el mismo periodo. Por último, se supone que el propio nivel de deuda no tiene efectos sobre las tasas de interés o el crecimiento económico.

La primera columna del Cuadro IV.2 muestra el ajuste que sería necesario en el saldo primario estructural si el gasto asociado al envejecimiento permaneciera constante en proporción del PIB. La segunda ilustra cuánto tendría que mejorar el saldo primario estructural, neto de gasto asociado al envejecimiento, en el supuesto de que no se adoptasen medidas para contener el aumento del gasto asociado al envejecimiento. Las columnas tercera y cuarta presentan la misma información, asumiendo que la tasa de interés ajustada por el crecimiento converge gradualmente desde sus niveles actuales hasta el 1% en un periodo de cinco años. Las estimaciones de estas dos columnas ofrecen una evaluación más conservadora de las necesidades de ajuste fiscal en países con tasas de interés actualmente bajas y posiblemente una evaluación más realista en aquellos que vienen registrando tasas de interés muy altas y escaso crecimiento del producto. Si los países de este último grupo avanzan en su consolidación, cabe esperar que sus costes de endeudamiento disminuyan en cierta medida y que su crecimiento pueda repuntar con el tiempo.

Las economías avanzadas necesitan realizar considerables ajustes fiscales, sobre todo cuando se tienen en cuenta los aumentos previstos del gasto asociado al envejecimiento. En concreto, las mayores necesidades de ajuste corresponden a algunos de los países que hasta ahora han disfrutado de tasas de interés a largo plazo muy reducidas. En Japón, incluso en el escenario más benigno con las actuales bajas tasas de interés ajustadas por el crecimiento, y pese al elevado objetivo de deuda, el ajuste necesario del saldo primario estructural supera los 13 puntos porcentuales del PIB potencial.

El Reino Unido necesita mejorar su saldo primario estructural en 7,4 puntos y Estados Unidos en casi 5 puntos (columna 1). Si no adoptaran medidas para contener el gasto asociado al envejecimiento (columna 2), Estados Unidos y el Reino Unido tendrían que realizar ajustes monumentales en la parte de sus presupuestos primarios estructurales no asociada al envejecimiento (13 y 14 puntos porcentuales del PIB, respectivamente). Ante lo ingente de estos ajustes, no es probable que se lleven a cabo, sino más bien que los gobiernos se centren en rediseñar las prestaciones sociales.

Estas necesidades de ajuste se basan en las actuales tasas de interés ajustadas por el crecimiento. Suponiendo que estas converjan gradualmente al 1%, entonces el resultado sería más conservador. El ajuste necesario aumenta en torno a 2,1 puntos porcentuales en Estados Unidos, hasta 6,9 y más de 1 punto en el Reino Unido, hasta 8,5 (columna 3). Si no se adoptaran medidas para contener el gasto asociado al envejecimiento, el ajuste necesario aumentaría hasta 14 y 16,1 puntos porcentuales, respectivamente (columna 4).

También son necesarios ajustes significativos en España (7,8 puntos porcentuales), Canadá (4,3 puntos), Italia (4,2 puntos) y Francia (3,6 puntos) (columna 1). En ausencia de reformas de las prestaciones sociales, las necesidades de ajuste serían algunos puntos porcentuales más en todos esos países, excepto Italia (columna 2)⁶. El ajuste necesario en España e Italia sería menor (columna 3) si descendieran sus elevadas tasas de interés ajustadas por el crecimiento que ahora superan el 4% (columna 5).

⁶ Las necesidades de consolidación en Italia son ligeramente menores cuando se incluyen las variaciones previstas del gasto asociado al envejecimiento, pues se prevé que dicho gasto (en proporción del PIB) disminuya al comienzo del periodo de simulación para repuntar después.

¿Es la elevada deuda pública una rémora para el crecimiento?

Cabría esperar que la deuda pública fuera una rémora para el crecimiento medio del PIB a largo plazo, al menos por tres motivos.

Primero, conforme aumenta la deuda, aumentan también los pagos por intereses, y una mayor carga del servicio de la deuda implica mayores impuestos y menor gasto público productivo. Cuando una considerable proporción de la deuda está en manos de extranjeros, hay menos recursos disponibles para la inversión y el consumo internos. Y lo que es peor, los mayores tipos impositivos necesarios para hacer frente al servicio de una deuda más elevada son distorsionadores, reduciendo aún más la actividad económica y posiblemente el crecimiento^①.

Segundo, conforme aumenta la deuda, también lo hacen las primas de riesgo soberano. Tanto la economía como la política establecen límites máximos para los tipos impositivos. Cuando dichos niveles son insuficientes para asegurar la sostenibilidad de la deuda, el país se ve obligado a suspender pagos, ya sea de forma explícita o a través de la inflación. La probabilidad de alcanzar esos límites aumenta según lo hace el nivel de deuda^②. Cuanto mayor es la prima de riesgo soberano, mayor es el coste de la deuda y menor la inversión privada y el crecimiento a largo plazo.

Tercero, conforme aumenta la deuda, las autoridades pierden margen para emplear políticas anticíclicas. Esto genera mayor volatilidad, mayor incertidumbre y, de nuevo, menor crecimiento.

La evidencia empírica confirma esta relación negativa entre la deuda pública y el crecimiento tendencial, a partir de la contribución inicial de Reinhart y Rogoff (2010)^③. Existen dos grupos de estudios: uno que investiga la correlación bivalente simple entre deuda y crecimiento^④, y otro que considera una relación más compleja que tiene en cuenta diferencias en el crecimiento de la población, el envejecimiento, la educación, la apertura comercial, la profundidad financiera y otros factores.

Para reducir el impacto de las fluctuaciones cíclicas y centrarse en los determinantes de las tendencias a largo plazo, la mayoría de estos estudios toman como punto de partida promedios plurianuales de tasas de crecimiento per cápita. Los resultados, resumidos en el Cuadro IV.A, son coherentes e inequívocos: un aumento del cociente de deuda sobre PIB de 10 puntos porcentuales está asociado a una caída de entre 13 y 17 puntos básicos de la tasa de crecimiento tendencial del PIB per cápita, para niveles de deuda superiores al 80%. El último estudio, realizado por Baum et al (2012), que solo engloba países de la zona del euro e incluye la reciente crisis financiera, obtiene estimaciones mucho más elevadas, aunque para un umbral algo mayor^⑤.

Estudios multivariantes sobre los efectos de la deuda en el crecimiento

Cuadro IV.A

Estudio	Muestra	Umbral	Efecto de un aumento de 10 pp. en el cociente de deuda sobre PIB
Kumar y Woo (2010) ¹	38 economías avanzadas y de mercado emergentes, 1970–2007	90%	–0,17 pp.
Canner, Grennes y Koehler-Geib (2010) ²	79 economías avanzadas y en desarrollo, 1980–2008	77%	–0,17 pp.
Cecchetti, Mohanty y Zampolli (2011) ³	18 economías de la OCDE, 1980–2006	84%	–0,13 pp.
Baum, Checherita-Westphal y Rother (2012) ⁴	12 economías de la zona del euro, 1990–2010	96%	–0,59 pp.

¹ M. Kumar y J. Woo, «Public debt and growth», *IMF Working Papers*, n° WP/10/174, julio de 2010. ² M. Canner, T. Grennes y F. Koehler-Geib, «Finding the tipping point – when sovereign debt turns bad», Banco Mundial, *Policy Research Working Papers*, n° 5391, julio 2010. ³ S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», en *Achieving maximum long-run growth*, ponencias presentadas en el simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, agosto de 2011, pp. 145–96. ⁴ A. Baum, C. Checherita-Westphal y P. Rother, «Debt and growth: new evidence for the euro area», *ECB Working Paper Series*, n° 1450, julio de 2012.

Además, como documentan Reinhart et al (2012)^⑤, los efectos del exceso de deuda pública suelen durar muchos años. A lo largo de un horizonte temporal dilatado, no puede considerarse que unos crecientes niveles de deuda sean el resultado de un efecto adverso imprevisto, como una recesión o una crisis financiera. Más bien, deben ser el resultado de decisiones de política deliberadas. Por consiguiente, la cuestión es si son sensatas las políticas que permiten aumentar los niveles de deuda. Aun cuando el mayor endeudamiento se deba a un

crecimiento lento, no es por ello menos peligroso. Si el crecimiento lento persiste y no se atajan sus causas últimas (que los críticos atribuirían a factores ajenos a la propia deuda), aumentar aún más la deuda no puede ser más que una solución temporal, pues en algún momento arrastrará la economía hacia sus límites fiscales.

En resumen, existen sólidas razones teóricas y empíricas para creer que una elevada deuda pública reduce el futuro crecimiento real tendencial y la evidencia muestra que el impacto es considerable y comienza a hacerse patente en niveles cercanos al 80% del PIB. Esto significa que para alentar un crecimiento fuerte y sostenible, las economías avanzadas deben aspirar a niveles muy por debajo de este umbral. En ciertos casos, esto no exige tan solo la estabilización de la deuda, sino más bien su reducción.

① Los efectos de los impuestos sobre el crecimiento probablemente son no lineales, siendo mayores cuando los impuestos son de por sí elevados. Véase, por ejemplo, N. Jaimovich y S. Rebelo, «Non-linear effect of taxation on growth», *NBER Working Paper*, n° 18473, octubre de 2012. ② Véase H. Bi y E. Leeper, «Analyzing fiscal sustainability», abril de 2013. Véase asimismo la nota 7 al pie de página del texto principal. ③ C. Reinhart y K. Rogoff, «Growth in a time of debt», *American Economic Review*, vol. 100, n° 2, mayo 2010, pp. 573–78. La versión original de este estudio contiene un error de cómputo y excluye datos que no estaban disponibles cuando se escribió el artículo. Sin embargo, estos problemas no invalidan la conclusión de que el crecimiento está negativamente relacionado con la deuda. Antes de conocerse los problemas, el artículo ya había sido sustituido por el siguiente: C. Reinhart, V. Reinhart y K. Rogoff, «Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1800», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, n° 3, junio de 2012. ④ Véanse, por ejemplo, B. Egert, «Public debt, economic growth and nonlinear effects: myth or reality?», OCDE, *Economics Department Working Papers*, n° 993, octubre de 2012; A. Minea y A. Parent, «Is high public debt always harmful to economic growth? Reinhart and Rogoff and some complex nonlinearities», *Association Française de Cliometrie, Working Papers* n° 8, febrero de 2012. ⑤ Véase también U. Panizza y A. Presbitero, «Public debt and economic growth in advanced economies: a survey», *Money and Finance Research Group Working Papers*, n° 78, enero de 2013, quienes reconocen la relación negativa, pero afirman que podría ser el resultado de una causalidad inversa que surge porque los altos niveles de deuda actuales son una consecuencia de expectativas de bajo crecimiento futuro.

Otras economías avanzadas (Austria, Bélgica y los Países Bajos) presentan en general pequeñas necesidades de ajuste si no se tiene en cuenta el gasto asociado al envejecimiento. Sin embargo, en ausencia de medidas para contener el aumento previsto de dicho gasto, serían necesarios ajustes mucho mayores (entre 8 y 9 puntos).

En numerosas EME, el reducido tamaño de sus actuales déficits fiscales implica que los ajustes necesarios son relativamente pequeños cuando no se tiene en cuenta el gasto asociado al envejecimiento (columna 1). La India constituye una notable excepción, con una necesidad de mejora de más de 3 puntos porcentuales del PIB. Además de gozar de reducidos déficits, la sostenibilidad fiscal de numerosas EME se debe a que sus tasas de interés efectivas son inferiores al crecimiento del PIB, en parte por el menor desarrollo de sus mercados financieros. Sin embargo, es poco probable que esta situación persista conforme se desarrollen sus mercados financieros y aumente su integración internacional. Otro factor que explica el bajo coste de la deuda de las EME son las tasas de interés tan reducidas en las economías avanzadas. Dicho esto, incluso en el supuesto más conservador de convergencia gradual hasta el 1% de las tasas de interés ajustadas por el crecimiento, las necesidades de consolidación fiscal continúan siendo relativamente pequeñas en la mayoría de países (columna 3).

Esta evaluación benigna de la situación fiscal de las EME cambia cuando se tienen en cuenta los aumentos previstos del gasto asociado al envejecimiento. En ese caso, Corea tendrá que mejorar su saldo primario estructural en 12 puntos porcentuales, mientras que el reto para Brasil, China, Malasia, Sudáfrica y Tailandia será mejorarlo entre 4 y 7 puntos (columna 4). Para garantizar la sostenibilidad fiscal, estos países deberán limitar su gasto futuro asociado al envejecimiento o bien sufragarlo recortando otros gastos o aumentando la recaudación impositiva.

Tasas de interés y sostenibilidad

Los gobiernos de algunas de las principales economías actualmente disfrutan de unos costes de financiación históricamente bajos. Al mismo tiempo, los crecientes niveles de deuda los han expuesto en mayor medida a subidas de las tasas de interés. Un aumento de las tasas de interés sin un incremento equivalente de la tasa de crecimiento del producto socavaría aún más la sostenibilidad fiscal⁷.

Aunque es difícil predecir cuándo y cómo se corregirán las tasas de interés a largo plazo, sí que pueden examinarse sus posibles efectos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Como se ha mostrado ya en la sección precedente, las necesidades de consolidación de los países con tasas de interés reducidas serían mayores si aumentasen sus tasas de interés ajustadas por el crecimiento. Para ilustrar mejor los riesgos que plantearía la normalización de las tasas de interés a largo plazo, el Gráfico IV.2 muestra los resultados de una serie de simulaciones de los cocientes de deuda sobre el PIB en Japón, el Reino Unido y Estados Unidos.

Las simulaciones toman como punto de partida las actuales previsiones sobre niveles de deuda y saldos presupuestarios para 2013, proyectando después la deuda sobre la base de los siguientes supuestos fundamentales. Primero, el saldo primario evoluciona en consonancia con las últimas proyecciones de las autoridades nacionales hasta el último año natural completo para el que se encuentran disponibles⁸. Para años posteriores, el saldo primario, neto del gasto asociado al envejecimiento, permanece constante en proporción del PIB, de modo que la evolución del saldo primario total depende de los cambios previstos en dicho gasto. Segundo, cualquier subida de las tasas de interés tiene lugar al principio del periodo que abarca la simulación e induce un aumento gradual de la tasa de interés efectiva pagada por la deuda. El motivo es que los gobiernos suelen refinanciar cada año solo una parte de su deuda pendiente (además de cualquier déficit corriente). En aras de la sencillez, simplificamos asumiendo que la subida de la tasa de interés efectiva tiene lugar durante el mismo número de años que el vencimiento medio de la deuda pendiente al inicio del periodo de simulación⁹.

Los escenarios considerados varían en función del tamaño de la subida de la tasa de interés efectiva y de si el gasto asociado al envejecimiento continúa aumentando o permanece constante (en proporción del PIB). El Gráfico IV.2 muestra que en Estados Unidos una subida de la tasa de interés efectiva podría tener un impacto significativo sobre las trayectorias de la deuda. Cabe mencionar dos aspectos. Primero, el gasto asociado al envejecimiento acabará situando la deuda en una senda creciente con independencia de la tasa de interés. Sin embargo, una tasa de interés más alta adelanta mucho el incremento de la deuda. Segundo, aun cuando el gasto asociado al envejecimiento permanezca constante

⁷ Existe cierta evidencia de que países con deudas públicas superiores al 80% del PIB y persistentes déficits por cuenta corriente son vulnerables a dinámicas adversas de las tasas de interés. Véase D. Greenlaw, J. D. Hamilton, P. Hooper y F. S. Mishkin, «Crunch time: fiscal crises and the role of monetary policy», US Monetary Policy Forum, Nueva York, febrero de 2013.

⁸ Proyecciones de la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) hasta 2022 para Estados Unidos, de la Oficina Presupuestaria del Gobierno hasta 2022 para Japón y de la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria hasta 2017 para el Reino Unido. La CBO publica el saldo primario del gobierno central, mientras que el saldo primario para las proyecciones es el del gobierno general. Se supone que este último cambia en la misma cuantía que el primero en cada uno de los años en que están disponibles.

⁹ Las simulaciones no tienen en cuenta ningún efecto de retroalimentación desde la deuda hacia el crecimiento y las tasas de interés, ni los posibles efectos dispares a corto y largo plazo que diferentes ritmos de consolidación podrían tener sobre el crecimiento y las tasas de interés.

Proyecciones de la deuda del gobierno general en escenarios alternativos

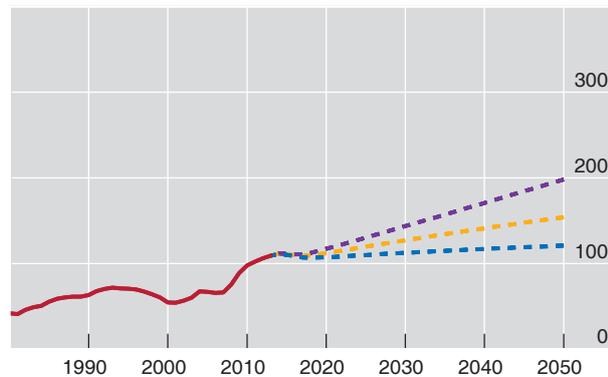
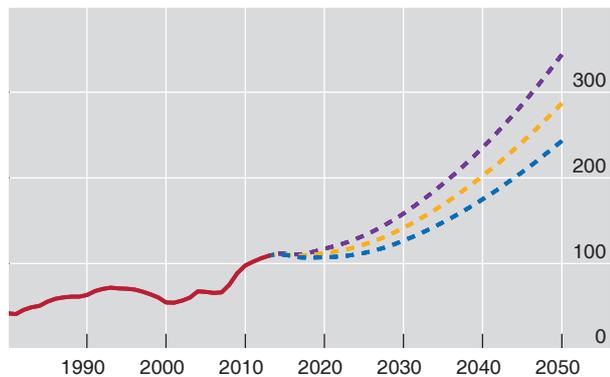
En porcentaje del PIB

Gráfico IV.2

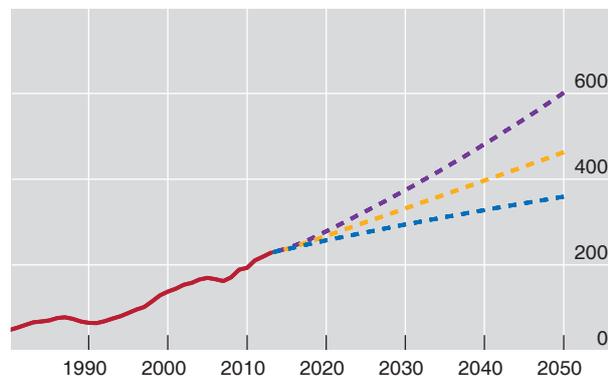
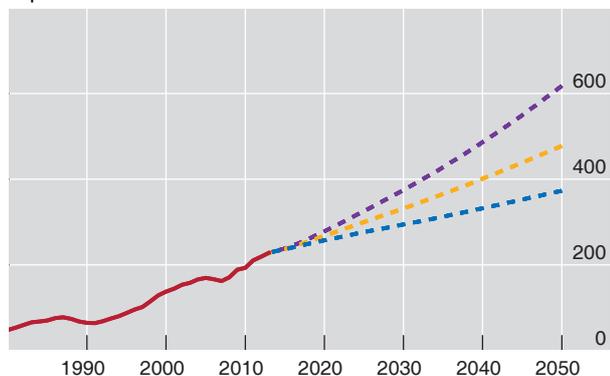
Si se incorporan los incrementos previstos del gasto asociado al envejecimiento

Si se mantiene constante el gasto asociado al envejecimiento en porcentaje del PIB

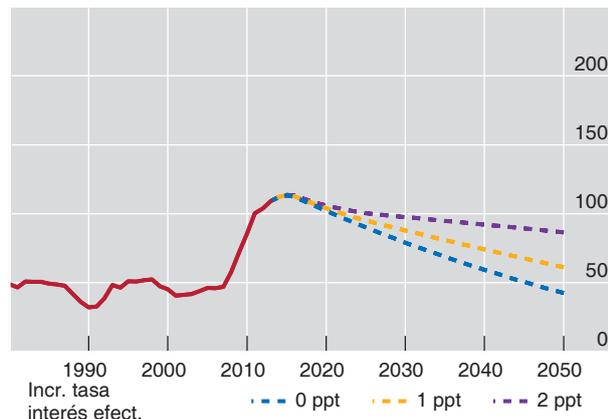
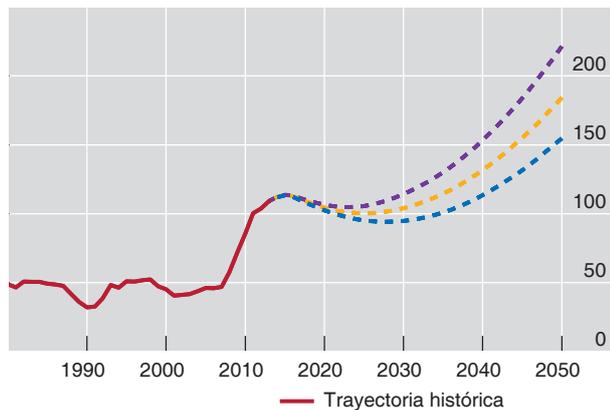
Estados Unidos



Japón



Reino Unido



Los saldos primarios se basan en previsiones de la OCDE (para 2013 y 2014) y de fuentes nacionales (2015–22, para EEUU y Japón; y 2015–17, para el Reino Unido). Para 2023–50 (en el caso de EEUU y Japón) y 2018–50 (en el caso del Reino Unido), los ingresos y el gasto no asociado al envejecimiento se mantienen constantes en porcentaje del PIB, si bien el gasto relativo al envejecimiento se basa en previsiones de las fuentes que se mencionan en el Gráfico IV.1 o se mantiene constante en niveles de 2022 (EEUU y Japón) o 2017 (Reino Unido). El crecimiento del PIB nominal se basa en previsiones de fuentes nacionales hasta 2022 (para EEUU y Japón) o hasta 2017 (para el Reino Unido), y se considera que se mantendrá en los valores de 2022 (EEUU y Japón) o de 2017 (Reino Unido) hasta 2050. Se supone que las tasas de interés nominales efectivas de la OCDE definidas en el Cuadro IV.2 permanecerán en los niveles previstos para 2013 entre 2014 y 2050, o que aumentarán gradualmente en 1 ó 2 puntos porcentuales (conforme a una tasa anual equivalente a la inversa del vencimiento residual medio de la deuda pública).

Fuentes: FMI; OCDE; Oficina Presupuestaria del Gobierno japonés; Oficina de Responsabilidad Presupuestaria del Reino Unido; Oficina Presupuestaria del Congreso de EEUU; cálculos del BPI.

en proporción del PIB, los actuales planes de ajuste no estabilizarán la deuda en los escenarios de mayores tasas de interés.

Las simulaciones muestran que, con los actuales planes, el cociente de deuda de Japón también continuará aumentando, y ello a pesar de que se prevé un moderado aumento del gasto asociado al envejecimiento en este país. Como es lógico, cuanto mayor sea la tasa de interés, más rápidamente aumentará la deuda.

Se prevé que los cocientes de deuda en el Reino Unido toquen techo a mediados de esta década. Como la deuda pendiente tiene un dilatado vencimiento medio de aproximadamente 14 años, los tres escenarios de tasas de interés generan trayectorias similares hasta el final de la década. En la práctica, este factor protege en cierto modo a la economía frente a subidas pronunciadas de las tasas de interés. Dicho esto, si el gasto asociado al envejecimiento no se contiene, introducirá más adelante presiones adicionales sobre los cocientes de deuda¹⁰.

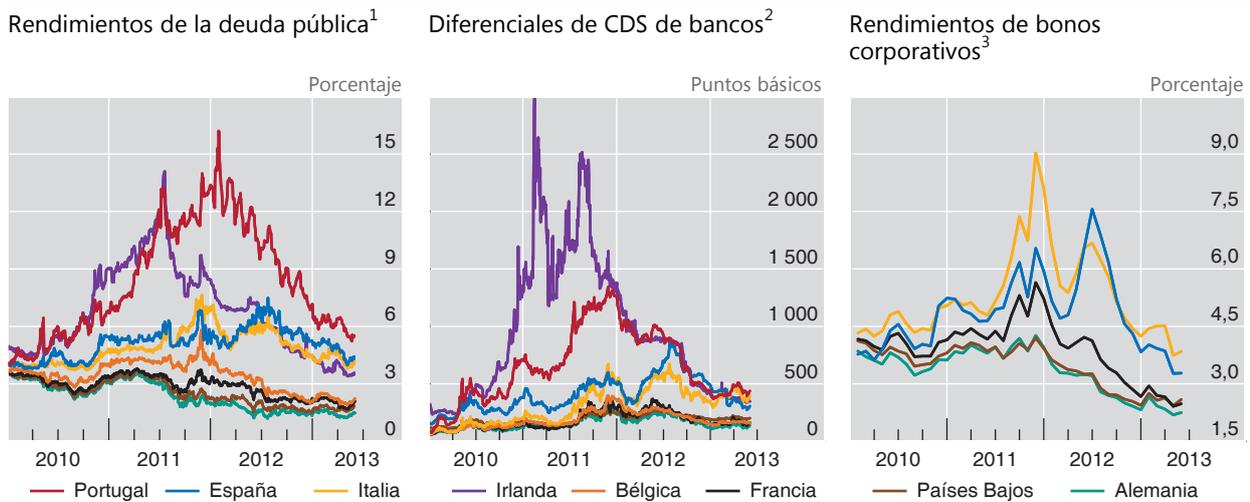
Costes y beneficios de la consolidación fiscal

La consolidación fiscal ha sido sin duda una rémora para el crecimiento en los últimos años. Además, el hecho de que el crecimiento haya sido más débil de lo previsto en numerosas economías avanzadas ha dado lugar a llamamientos para ralentizar o retrasar los ajustes fiscales necesarios. Estas voces críticas alegan que las autoridades han calculado mal los efectos adversos de la consolidación para el crecimiento, al subestimar el impacto de las restricciones crediticias sobre hogares y empresas, sobrestimar la eficacia de la política monetaria cuando las tasas de interés oficiales están próximas a cero y obviar el desarrollo sincrónico de la consolidación en diferentes países. También aducen que una menor consolidación fiscal ahora daría más tiempo a las economías para reponerse y ajustarse, y que la consolidación será menos costosa una vez que el crecimiento sea sólido y autosostenido.

Todos estos argumentos pueden rebatirse por diversos motivos. Primero, aun cuando los efectos adversos a corto plazo de la política fiscal sobre el producto (o multiplicadores fiscales) sean algo mayores que en el periodo anterior a la crisis, su magnitud es bastante incierta y no hay pruebas convincentes de que sean lo suficientemente elevados como para dificultar la consolidación fiscal (o para que resultase de hecho contraproducente). Por el contrario, el tamaño de los multiplicadores depende de la credibilidad y la calidad del ajuste fiscal (véase la siguiente sección), así como de las políticas estructurales de acompañamiento, incluidas las medidas para reparar el sistema financiero.

Segundo, otros factores han contribuido casi con toda seguridad a un crecimiento inesperadamente débil. Especialmente en la zona del euro, la preocupación de los inversores por la sostenibilidad fiscal y la liquidez elevó los rendimientos de la deuda soberana, tensionando los balances bancarios y soberanos e induciendo condiciones crediticias más restrictivas. Algunos países perdieron su acceso al mercado y tuvieron que recurrir a préstamos de fuentes oficiales. En estos casos, si no se hubiera adelantado una contundente consolidación fiscal, la pérdida de producto habría sido aún mayor.

¹⁰ Las trayectorias hipotéticas representadas en el Gráfico IV.2 se basan en el vencimiento medio de la deuda en circulación (no consolidada) del gobierno general. En realidad, el vencimiento medio del balance consolidado del sector público (incluidos tanto los pasivos emitidos por la autoridad fiscal como los emitidos por el banco central) es menor, puesto que los pasivos del banco central tienen vencimientos muy cortos. Si se tuvieran en cuenta estos menores plazos de vencimiento, las trayectorias de la deuda empeorarían en cierta medida para una determinada subida de las tasas de interés.



¹ Rendimientos a 10 años. ² Media simple de diferenciales de CDS preferentes a cinco años para una muestra de instituciones financieras nacionales. ³ Media ponderada por el valor de mercado de los rendimientos de bonos corporativos.

Fuentes: Barclays; Markit; datos nacionales.

Tercero, unos mayores multiplicadores no necesariamente desmontan el argumento a favor de un ajuste temprano o relativamente rápido. El argumento de aplazar o frenar el ritmo de consolidación fiscal supone que los multiplicadores fiscales se reducirán en el futuro o que el crecimiento económico repuntará significativamente. Sin embargo, si estas expectativas no se cumplen, aplazar el grueso de la consolidación fiscal implicaría una mayor deuda y unos mayores costes de su servicio, redundando en un ajuste futuro aún más costoso y prolongado.

El aplazamiento del ajuste fiscal también se basa en la credibilidad de los planes fiscales. Los gobiernos actuales tendrán que comprometerse en nombre de los gobiernos futuros. Sin embargo, algunos de los actuales marcos institucionales y reglas fiscales podrían no tener la solidez suficiente para comprometer a las autoridades futuras. Además, una reforma más lenta de las finanzas públicas podría generar fatiga ante las reformas —la creencia de que no están ofreciendo los resultados esperados, por lo que deberían abandonarse—. Abordar los problemas con prontitud podría ser más costoso a corto plazo, pero contribuiría a garantizar que se llevan a cabo las reformas esenciales.

Por último, los efectos de una consolidación fiscal sobre el crecimiento trascienden el corto plazo. Con el restablecimiento de una situación financiera sólida, la eliminación de los riesgos asociados a una deuda elevada y la reducción de los recursos necesarios para hacer frente a su servicio, la consolidación conllevará un mayor crecimiento económico sostenible. Como resultado, sus beneficios a largo plazo compensarán con creces sus costes a corto plazo.

En los países que han aplicado los ajustes más rigurosos, la consolidación fiscal ya ha comenzado a dar frutos en forma de mejores condiciones financieras. En la zona del euro, España, Irlanda, Italia y Portugal han visto reducirse sustancialmente los rendimientos de su deuda pública (Gráfico IV.3, panel izquierdo) y los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) se han estrechado durante el pasado año. En Irlanda, los rendimientos cayeron desde un máximo cercano al 14% a mediados de 2011 hasta menos del 4% a finales de mayo de 2013, y el Gobierno ha podido regresar al mercado emitiendo deuda con

diversos vencimientos. Portugal también ha recuperado recientemente el acceso al mercado.

El sector privado también se ha visto beneficiado. Los diferenciales de los CDS de bancos y otros intermediarios financieros se han estrechado sustancialmente durante el pasado año, induciendo notables descensos de los costes de la deuda de los bancos (Gráfico IV.3, panel central). Del mismo modo, los rendimientos de la deuda corporativa no financiera en Italia y España se han reducido considerablemente desde sus máximos (panel derecho).

Por supuesto, la mejora de la situación financiera en general no solo refleja la reducción de los déficits fiscales, sino también las medidas adoptadas en el conjunto de la zona del euro, como las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años del BCE y el anuncio de la facilidad de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC). Con todo, la viabilidad a largo plazo de estos programas depende en última instancia de que los países lleven a cabo el necesario ajuste fiscal. Dichos programas no sustituyen a la consolidación fiscal, sino que la complementan.

La calidad del ajuste fiscal

La estructura del ajuste fiscal resulta crucial para reducir sus efectos adversos a corto plazo sobre el crecimiento, elevar el crecimiento potencial de las economías y garantizar el éxito de los grandes ajustes.

La evidencia disponible sugiere que las consolidaciones profundas que han tenido éxito generalmente se centran en recortes de gastos, especialmente en consumo público y transferencias, más que en subidas de impuestos. Los gastos suelen tener mayores multiplicadores fiscales que los impuestos, pero su reducción libera recursos que permiten rebajar los impuestos más adelante. Los gastos también suelen ser más difíciles de revertir, de manera que si se reducen pronto se refuerza la credibilidad de los planes fiscales en general. En cambio, las consolidaciones basadas en los ingresos suelen tener menos costes a corto plazo, pero generan mayores distorsiones en el futuro y, por tanto, reducen el producto potencial, salvo que las subidas de impuestos partan de un nivel bajo. Así pues, en países con una tributación elevada es menos probable que las estabilizaciones basadas en impuestos logren reducir de forma duradera los cocientes de deuda¹¹.

Los niveles de tributación y gasto varían significativamente entre economías. Durante el periodo 2008–12, Estados Unidos fue entre las principales economías avanzadas la que registró la menor presión fiscal (suma de impuestos directos e indirectos, más cotizaciones sociales): el 25% del PIB en promedio, similar a la de comienzos de los años 60. El dato más reciente de consumo público en este país también ha cambiado poco desde entonces, permaneciendo en torno al 17%. Sin embargo, las transferencias se han triplicado hasta alcanzar el 15%. Japón también tiene un nivel de impuestos relativamente bajo, en el 29% del PIB, pero el consumo público ha aumentado del 12% al 21%, mientras las transferencias han crecido del 2% al 15%.

En otras regiones, sobre todo en Europa, la presión fiscal ha aumentado, a la par que la deuda pública, el consumo público y las transferencias. Actualmente se sitúa en el 33% en España, 36% en Portugal y 37% en el Reino Unido, habiendo alcanzado entre el 40% y el 46% aproximadamente en Alemania, Francia e Italia.

¹¹ Véanse, por ejemplo, FMI, «From stimulus to consolidation: revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies», abril de 2010; y OCDE, «Fiscal consolidation: how much, how fast, and by what means?», *OECD Economic Policy Papers*, nº 1, abril de 2012.

Los países de este último grupo tienen menos margen para aplicar nuevas subidas de impuestos. Si bien el nivel y la estructura del gasto público dependen de las preferencias de la sociedad, la existencia de un menor margen para subir impuestos implica que algunas economías tendrían que centrarse en la reducción del gasto¹².

Para minimizar los costes a corto plazo de la consolidación fiscal e impulsar el producto potencial, podrían utilizarse diversas partidas de los gastos e ingresos agregados. Los impuestos sobre bienes inmuebles y los impuestos indirectos sobre las ventas suelen generar menos distorsiones que los tributos sobre el trabajo y el capital. Del mismo modo, los recortes en transferencias sociales pueden perjudicar menos al crecimiento a corto plazo que las reducciones del consumo público.

Los gobiernos también pueden mejorar las perspectivas de crecimiento mediante reformas tempranas y más incisivas de las prestaciones sociales. Estas medidas pretenden generar beneficios a lo largo de muchos años; pero al reforzar inmediatamente la sostenibilidad fiscal y la confianza de los mercados, pueden tener también un efecto positivo sobre las tasas de interés que se pagan por la deuda.

Resumen

La deuda pública ha alcanzado niveles récord en tiempos de paz en numerosas economías avanzadas y continúa en aumento. Un mayor endeudamiento hace sin duda más vulnerables a estos países, pues conlleva mayores pagos por intereses (y por tanto impuestos más altos) y reduce el margen de maniobra para aplicar políticas anticíclicas. También genera entre los inversores preocupación por una futura inflación o impago, por lo que demandan primas por riesgo más altas. El temor al impago conlleva mayores costes de financiación para las instituciones financieras que poseen valores públicos y menos crédito a empresas y hogares.

Aunque se ha avanzado en la reducción de los déficits fiscales, muchas economías aún necesitan mejorar sustancialmente sus saldos primarios para situar la deuda en trayectorias descendentes más seguras. El éxito de estos esfuerzos depende crucialmente de las medidas para contener futuros aumentos del gasto en pensiones y asistencia sanitaria.

A diferencia de las economías avanzadas, los niveles de deuda son estables o decrecientes en la mayoría de los mercados emergentes. La prudencia fiscal y las medidas para contener el creciente gasto asociado al envejecimiento garantizarán el mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas en las EME.

¹² Un estudio que intenta estimar los máximos tipos impositivos alcanzables sugiere que algunos de estos países tienen un escaso margen para nuevas subidas de impuestos. Véase M. Trabandt y H. Uhlig, «How do Laffer curves differ across countries?», *NBER Working Papers*, n° 17862, febrero de 2012.

