

PARA SU PUBLICACIÓN:
10.00 h. (EDT), 24 de enero de 2012

ESTRICTAMENTE CONFIDENCIAL
HASTA SU PUBLICACIÓN

Al aumentar los riesgos a la baja, se estrecha el margen de maniobra de la política fiscal

Los déficits de muchas economías avanzadas se redujeron considerablemente en 2011, y la mayoría tienen previsto llevar a cabo ajustes sustanciales durante este año. Es necesario avanzar en el ajuste para garantizar la sostenibilidad de la deuda a mediano plazo, pero idealmente esto debería ocurrir a un ritmo que respalde el crecimiento adecuado del producto y del empleo. Dados los fuertes ajustes puestos en marcha este año, los gobiernos deberían evitar la aplicación de políticas aún más restrictivas en respuesta a una desaceleración imprevista del crecimiento, y en cambio deberían dejar que los estabilizadores automáticos operen, siempre que haya financiamiento disponible y el objetivo de garantizar la sostenibilidad lo permita. Los países que dispongan de espacio fiscal suficiente, incluidos algunos países de la zona del euro, deberían reconsiderar el ritmo del ajuste a corto plazo. Al mismo tiempo, algunos países —especialmente, Estados Unidos y Japón— deben definir claramente sus estrategias a mediano plazo de reducción de la deuda. El ajuste debería contar con un adecuado apoyo financiero no de mercado cuando, como en la zona del euro, la confianza del mercado responda lentamente a las reformas.

Los déficits fiscales se redujeron considerablemente en 2011 en muchas economías avanzadas...

En las economías avanzadas, los déficits fiscales se redujeron en 2011 en alrededor del 1% del PIB en general, y en apenas un poco menos si se tiene en cuenta la reducción de la brecha del producto. El déficit total se redujo en 2% del PIB en la zona del euro, y en un aún considerable 1¼% del PIB en términos ajustados en función del ciclo (cuadro 1). Sin embargo, gran parte de la mejora dentro de la zona del euro se atribuye a Alemania, donde el déficit ajustado en función del ciclo se redujo en 2¼% del PIB, gracias a una respuesta extraordinariamente vigorosa de los ingresos fiscales y el empleo frente a la evolución del producto. El saldo ajustado en función del ciclo también mejoró considerablemente en España, mientras que en Francia e Italia los avances fueron más modestos, dado que las medidas anunciadas o aprobadas en estos países no entrarán plenamente en vigor hasta el próximo año (véase más adelante). Los déficits ajustados en función del ciclo también se redujeron sustancialmente en Estados Unidos y el Reino Unido, pero aumentaron marginalmente en Japón debido a los costos de reconstrucción relacionados con la catástrofe natural que golpeó a este país.

Entre los países europeos que aplican un programa respaldado por el FMI, los déficits totales fueron mayores de lo esperado en *Grecia* debido en parte a una evolución económica más débil de lo previsto.



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

	2008	2009	Proyecciones				Monitor Fiscal de septiembre de 2011 ¹		
			Est. 2010	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Saldo fiscal general									
Mundo	-2,0	-6,7	-5,5	-4,5	-4,1	-3,4	0,0	-0,4	-0,5
Economías avanzadas	-3,8	-9,0	-7,6	-6,6	-5,7	-4,6	0,0	-0,4	-0,5
Estados Unidos	-6,7	-13,0	-10,5	-9,5	-8,0	-6,4	0,1	-0,1	-0,2
Zona del euro	-2,2	-6,5	-6,3	-4,3	-3,4	-2,9	-0,1	-0,3	-0,4
Francia	-3,3	-7,6	-7,1	-5,7	-4,8	-4,4	0,1	-0,2	-0,5
Alemania	-0,1	-3,2	-4,3	-1,1	-0,7	-0,1	0,6	0,4	0,7
Italia	-2,7	-5,3	-4,5	-3,9	-2,8	-2,3	0,2	-0,4	-1,1
España	-4,2	-11,2	-9,3	-8,0	-6,8	-6,3	-1,8	-1,7	-1,9
Japón	-4,7	-10,8	-9,3	-10,1	-10,2	-8,8	0,2	-1,0	-1,0
Reino Unido	-4,9	-10,4	-9,9	-8,6	-7,8	-6,5	-0,1	-0,8	-1,4
Canadá	0,1	-4,9	-5,6	-4,9	-4,4	-3,6	-0,6	-1,2	-1,7
Economías emergentes	-0,4	-4,8	-3,6	-2,6	-2,7	-2,5	0,1	-0,4	-0,5
China	-0,4	-3,1	-2,3	-2,0	-2,0	-1,4	-0,4	-1,2	-1,3
India	-7,2	-9,7	-8,9	-8,5	-7,9	-7,6	-0,4	-0,4	-0,2
Rusia	4,9	-6,3	-3,5	0,5	-1,4	-1,7	1,6	0,7	0,6
Brasil	-1,4	-3,1	-2,8	-2,6	-2,4	-2,3	-0,2	0,4	0,3
México	-1,1	-4,7	-4,3	-3,0	-2,7	-2,1	0,3	0,0	0,3
Sudáfrica	-0,5	-5,3	-5,1	-4,9	-4,8	-4,2	-0,6	-0,9	-0,9
Economías de bajo ingreso	-1,3	-4,0	-3,1	-2,8	-2,8	-2,3	0,3	0,1	0,2
Economías del G-20	-2,7	-7,6	-6,2	-5,1	-4,7	-3,9	0,1	-0,4	-0,5
Economías avanzadas del G-20	-4,4	-9,6	-8,2	-7,2	-6,3	-5,1	0,1	-0,3	-0,5
Economías emergentes del G-20	-0,2	-4,8	-3,5	-2,5	-2,7	-2,5	0,0	-0,5	-0,6
Saldo del gobierno general ajustado en función del ciclo (porcentaje del PIB potencial)									
Mundo	-2,6	-4,6	-4,3	-3,6	-3,0	-2,4	0,0	-0,1	-0,2
Economías avanzadas	-3,7	-5,9	-5,9	-5,1	-4,2	-3,2	-0,3	-0,4	-0,4
Estados Unidos ²	-5,0	-7,5	-7,8	-7,0	-5,6	-4,3	-0,6	-0,7	-0,6
Zona del euro	-3,2	-4,8	-4,8	-3,5	-2,1	-1,6	-0,4	0,1	0,2
Francia	-3,0	-5,3	-5,2	-4,4	-3,3	-3,1	-0,1	0,0	-0,1
Alemania	-1,3	-1,3	-3,5	-1,2	-0,4	0,1	0,3	0,5	0,8
Italia	-3,6	-3,5	-3,4	-2,9	-0,8	0,0	-0,4	0,3	0,0
España	-5,4	-9,8	-7,8	-6,6	-4,7	-4,1	-2,0	-0,5	-0,2
Japón	-4,1	-7,7	-7,8	-8,0	-8,6	-7,8	0,1	-1,0	-0,9
Reino Unido	-6,5	-9,0	-7,8	-6,3	-5,1	-3,7	0,0	-0,4	-0,8
Canadá	-0,5	-2,5	-4,0	-3,8	-3,2	-2,5	-0,8	-1,3	-1,5
Economías emergentes	-1,9	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4	-2,1	0,5	0,2	0,1
China	0,0	-2,4	-1,5	-0,7	-0,6	-0,2	1,1	0,3	-0,1
India	-9,3	-10,7	-9,5	-8,9	-8,3	-8,0	-0,6	-0,3	-0,1
Rusia	3,8	-3,3	-1,9	1,0	-1,3	-1,7	1,3	0,5	0,5
Brasil	-2,2	-2,2	-3,3	-2,8	-2,2	-2,2	-0,2	0,6	0,4
México	-1,3	-3,8	-3,8	-2,8	-2,7	-2,1	0,7	0,4	0,8
Sudáfrica	-2,0	-4,9	-4,6	-4,4	-4,0	-3,6	-0,7	-0,6	-0,5
Economías del G-20	-3,0	-5,2	-5,0	-4,2	-3,6	-2,9	0,1	-0,2	-0,2
Economías avanzadas del G-20	-3,8	-6,0	-6,3	-5,4	-4,5	-3,5	-0,3	-0,5	-0,5
Economías emergentes del G-20	-1,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,5	-2,2	0,5	0,2	0,0
Deuda bruta del gobierno general									
Mundo	59,5	65,9	70,0	70,1	70,9	70,9	0,6	1,5	2,2
Economías avanzadas	82,0	93,7	99,7	103,5	107,6	110,2	1,0	2,1	3,0
Estados Unidos	76,1	89,9	98,5	102,0	107,6	112,0	2,0	2,6	3,1
Zona del euro	69,8	79,4	85,3	88,4	91,1	92,5	0,0	1,2	2,4
Francia	68,3	79,0	82,4	87,0	90,7	93,1	0,1	1,2	2,3
Alemania	66,7	74,4	83,2	81,5	81,6	79,8	-1,1	-0,3	-1,2
Italia	105,8	115,5	118,4	121,4	125,3	126,6	0,4	3,9	6,5
España	39,9	53,6	60,8	70,1	78,1	84,0	2,6	7,9	11,2
Japón	196,2	216,3	219,0	233,4	241,0	246,8	0,3	2,5	3,8
Reino Unido	52,5	68,4	75,1	80,8	86,6	90,3	0,1	1,8	4,4
Canadá	71,1	83,6	85,1	85,5	86,7	84,7	1,4	2,6	2,4
Economías emergentes	34,7	36,7	40,8	37,8	36,4	35,0	0,0	0,7	1,2
China	17,0	17,7	33,5	26,6	23,3	20,9	-0,3	1,1	2,5
India	74,7	74,3	67,4	65,8	65,3	64,4	0,9	1,1	1,2
Rusia	7,9	11,0	11,7	10,5	11,2	12,1	-1,1	-0,9	-0,5
Brasil	63,5	66,9	65,2	66,0	64,2	62,0	1,0	0,2	-0,5
México	43,1	44,7	42,9	42,7	43,2	43,5	-0,2	-0,4	0,0
Sudáfrica	27,4	31,5	35,3	37,9	40,0	41,5	1,1	1,5	2,0
Economías de bajo ingreso	39,2	42,4	40,8	40,0	40,3	40,2	-2,1	-1,3	-1,5
Economías del G-20	66,4	73,3	78,2	77,8	78,5	78,4	0,7	1,7	2,4
Economías avanzadas del G-20	87,6	100,1	106,4	110,2	114,6	117,4	1,1	2,2	2,9
Economías emergentes del G-20	34,8	35,9	40,8	37,1	35,3	33,8	0,1	0,8	1,5
Partida informativa:									
<i>Crecimiento mundial (porcentaje)</i>	2,8	-0,6	5,2	3,8	3,3	3,9	-0,1	-0,7	-0,5

Fuentes: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los promedios para cada país están ponderados en función del PIB calculado según la PPA utilizando ponderaciones móviles. Las proyecciones se basan en evaluaciones realizadas por el personal técnico del FMI tomando como base las políticas vigentes.

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

² Excluido el apoyo al sector financiero.

Las desviaciones en la implementación de las medidas de ingreso y gasto y el menor cumplimiento tributario sugieren que el déficit ajustado en función del ciclo también superó las expectativas, a pesar de una mejora de 3 puntos porcentuales del PIB con respecto a 2010. En *Portugal*, la meta fiscal se cumplió mediante una transferencia excepcional parcial de los activos de los fondos de pensiones colocados en los bancos, lo que implica que el ajuste subyacente en 2011 fue allí menor de lo esperado, si bien aún fue muy considerable (4 puntos porcentuales del PIB en términos ajustados en función del ciclo). En *Irlanda*, los resultados fiscales globales se mantienen dentro del rumbo trazado, y el saldo ajustado en función del ciclo mejoró 2% del PIB.

... y está prevista una nueva consolidación sustancial

- En *Estados Unidos*, se proyecta para este año una fuerte reducción del déficit ajustado en función del ciclo, de alrededor del 1½% del PIB. Estas proyecciones se basan en el supuesto de que el Congreso prolongará la reducción de los impuestos sobre la nómina y las prestaciones de desempleo para las personas desempleadas por períodos prolongados más allá de su fecha de finalización a finales de febrero. Sin esta prolongación, el déficit ajustado en función del ciclo se reduciría más de 2 puntos porcentuales del PIB —la mayor caída anual en al menos cuatro décadas— lo que tendría repercusiones negativas para las perspectivas económicas aún inciertas. El riesgo de que el ajuste a corto plazo sea demasiado rápido contrasta marcadamente con la falta de avances para definir una estrategia de consolidación a mediano plazo, incluido el hecho de que el Comité Selecto Conjunto sobre la reducción del déficit no haya alcanzado un acuerdo sobre el programa a mediano plazo para reforzar las finanzas públicas.
- Se proyecta que *Japón* será la única gran economía avanzada que implementará una expansión fiscal en 2012, debido en parte a los costos de reconstrucción relacionados con la catástrofe natural que golpeó a este país. El total presupuestado para estos costos asciende ahora a alrededor del 4% del PIB para el período 2011–13, y se financiará inicialmente a través de ventas de bonos. Estos bonos se rembolsarán en su momento a través de la venta de acciones de propiedad del Estado y de un aumento temporal de la tasa impositiva sobre las sociedades durante tres años y de la tasa impositiva sobre la renta de las personas físicas, distribuido a lo largo de 25 años para reducir su impacto. En el marco de esta estrategia fiscal a mediano plazo, el gobierno presentará un proyecto de ley de reforma tributaria, incluida su propuesta de duplicar la tasa del impuesto sobre el consumo al 10% para 2015, pero esto no será suficiente para mantener la relación deuda/PIB en una trayectoria descendente.
- En el *Reino Unido* se han revisado a la baja las estimaciones sobre el crecimiento del PIB efectivo y potencial, y empeoran las proyecciones sobre el saldo total y el saldo ajustado en función del ciclo. Para evitar una nueva desaceleración de la economía, el gobierno ha indicado que permitirá el debilitamiento del saldo ajustado en función de ciclo y dejará que los estabilizadores automáticos operen libremente a lo largo de los próximos tres años, y que reestructurará la composición del ajuste de manera tal que sea más propicia para el crecimiento. Aun así, se prevé que el déficit ajustado en función del ciclo se reducirá considerablemente este año. Para mantener el compromiso del gobierno de equilibrar en los próximos cinco años el actual presupuesto ajustado en función del ciclo, se han anunciado nuevos recortes de gastos en 2015–17.
- En *Alemania* se prevé que las metas fiscales para 2012 serán ligeramente más sólidas de lo que se había previsto anteriormente, aprovechando los resultados más favorables registrados el año pasado.
- Muchas economías avanzadas han adoptado nuevas medidas para apoyar sus metas de déficit. En *España* el nuevo gobierno ha anunciado un primer programa de medidas equivalente al 1,1% del PIB, que incluye recortes de gastos y aumentos temporales de los impuestos sobre la renta, el capital

y las viviendas de alto valor. El programa también incluye un aumento limitado del gasto social y el gasto tributario (deducciones hipotecarias). A finales de marzo se presentará al Parlamento un proyecto de presupuesto para 2012. En *Italia*, el plan de ajuste aprobado en diciembre aumentará por el equivalente del 1¼% del PIB la consolidación fiscal prevista para 2012–14, después de la aplicación de los programas de julio y septiembre (que resultarán en un esfuerzo fiscal del 3¼% y 1¼% del PIB este año y el siguiente, respectivamente), nivel suficiente para equilibrar el próximo año el presupuesto en términos ajustados en función del ciclo. Los principales elementos del programa son la reinstauración del impuesto sobre residencias primarias y las reformas del régimen de pensiones (que hacen más restrictivos los requisitos para la obtención de la jubilación anticipada, reducen la indexación de las pensiones y aceleran el aumento de la edad de jubilación). Gracias a estas reformas y a las anteriores, se proyecta una reducción del gasto anual en pensiones de 1¾ puntos porcentuales del PIB en los próximos veinte años. Este es el mejor resultado de todas las economías avanzadas (donde se proyecta que el promedio del gasto aumentará 1¼ punto porcentual del PIB), aunque el nivel inicial del gasto en pensiones se encuentra entre los más elevados¹. Después de adoptar un primer conjunto de medidas en septiembre, el gobierno de *Francia* anunció un paquete de medidas fiscales adicionales para 2012–16, equivalentes al 1% del PIB, de las cuales se aprobarán el equivalente al 0,3% del PIB este año. Las medidas vinculadas a la recaudación de ingresos, incluida la eliminación de los incentivos para invertir en los mercados inmobiliarios, se concentran en el período inicial y representan más de la mitad del ajuste. La reforma del sistema de pensiones se ha acelerado moderadamente, con la entrada en vigor de la edad de la jubilación a los 62 años un año antes de lo previsto, en 2017, y la norma sobre el aumento del gasto en atención de la salud se ha hecho más restrictiva. En *Grecia*, las autoridades adoptarán nuevas medidas de ingreso y gasto para corregir las desviaciones en la aplicación de las políticas. En *Portugal* se incorporaron nuevas medidas de ajuste en el presupuesto de 2012, como recortes de gastos, una ampliación de la base imponible del IVA a la tasa estándar, y una reducción del gasto tributario. En *Irlanda*, la meta del saldo global para 2012 no ha variado en general, a pesar de la importante revisión a la baja del crecimiento. Se prevé que el saldo ajustado en función del ciclo mejorará 0,7% del PIB.

No obstante, las tasas de interés de mercado en algunas economías avanzadas de la zona del euro se mantienen en niveles muy elevados, aunque se han moderado ligeramente en las últimas semanas (gráfico 1). En cambio, algunas grandes economías avanzadas hasta ahora se han mantenido inmunes a las presiones de los mercados, y se benefician de tasas de interés muy por debajo de los niveles históricos (gráfico 2). Véanse más detalles en la actualización del *Informe sobre la estabilidad financiera* de enero de 2012.

Una consolidación demasiado rápida en 2012 podría exacerbar los riesgos a la baja

Si bien los déficits y la deuda de muchas economías avanzadas se mantienen en niveles elevados, el ritmo de consolidación proyectado en 2012 es considerable dado el débil entorno económico (véase la actualización de *Perspectivas de la economía mundial* de enero de 2012). Además, la política fiscal en muchos países ya es más restrictiva, con respecto al ciclo, de lo proyectado en la edición de septiembre de 2011 del *Monitor Fiscal* (gráfico 3), debido en parte a que la falta de financiamiento adicional accesible obliga a algunas economías de la zona del euro a adoptar nuevas medidas para alcanzar las metas de déficit total establecidas, en lugar de dejar que operen los estabilizadores automáticos.

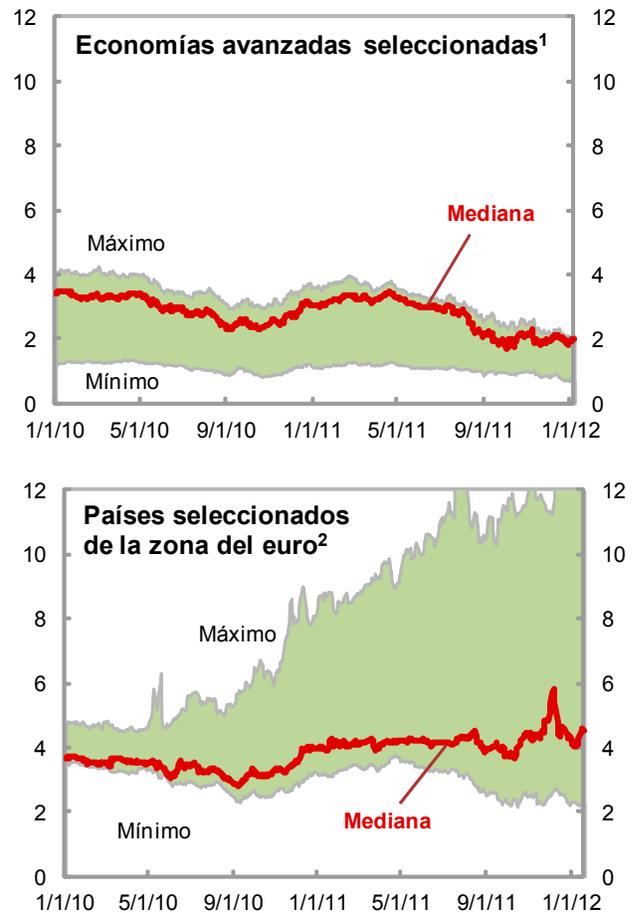
¹ Véase “The Challenge of Public Pension Reform in Advanced and Emerging Economies”, de próxima publicación.

Una reducción adicional de los déficits ajustados en función del ciclo podría ser desfavorable no solo desde el punto de vista del crecimiento, sino también posiblemente desde el punto de vista del mercado. Si bien la reducción del déficit y de los coeficientes de endeudamiento da lugar a una disminución de los costos de endeudamiento, en igualdad de circunstancias, las economías avanzadas con un crecimiento del producto más rápido también se benefician actualmente de diferenciales más bajos (gráfico 4). Probablemente esto refleja en parte la preocupación por la viabilidad de la consolidación fiscal y la solvencia en un entorno de crecimiento muy débil². Por lo tanto, la aplicación de una política aún más restrictiva durante una desaceleración podría exacerbar las tensiones en los mercados a través de su impacto negativo en el crecimiento, en lugar de aliviarlas.

Los países deberían vigilar la velocidad del ajuste a corto plazo, pero la consolidación a mediano plazo sigue siendo una prioridad

A corto plazo, en la mayoría de las economías avanzadas el ajuste fiscal puesto en marcha es suficiente, y estas deberían dejar que los estabilizadores automáticos operen libremente, siempre que la preocupación por la solvencia lo permita y pueda concretarse el financiamiento necesario para hacer frente a los mayores déficits. Entre estos países, aquellos con tasas de interés muy bajas u otros factores que crean un espacio fiscal adecuado, incluidos algunos países de la zona del euro, deberían reconsiderar el ritmo de la consolidación fiscal a corto plazo. Sin embargo, la implementación de planes creíbles de reducción de la deuda a mediano plazo sigue siendo una prioridad, dado que los altos niveles de deuda de estos países los hacen vulnerables si las tasas de interés aumentan. En *Estados Unidos*, este plan debería incluir medidas que limiten el gasto en prestaciones sociales y aumenten los ingresos fiscales. En *Japón*, el

Gráfico 1. Distribución de los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de economías avanzadas seleccionadas
(Porcentaje)



Fuentes: Datastream y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Incluye Alemania, Canadá, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Suiza.

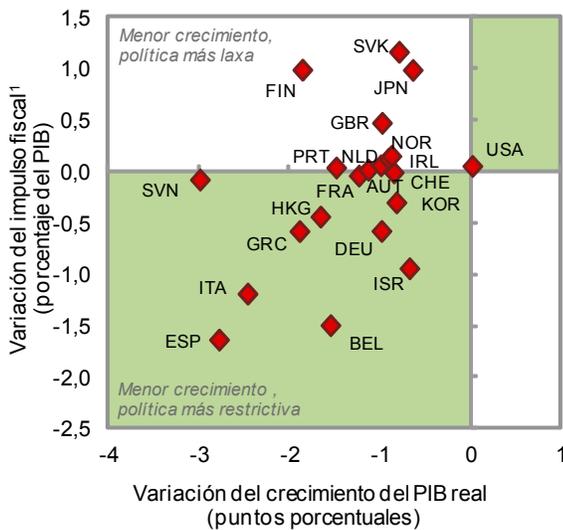
² Incluye Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal.

²En principio, la desaceleración temporal del crecimiento que normalmente acompaña a la aplicación de políticas fiscales más restrictivas no debería afectar a los riesgos de solvencia a largo plazo (para los cuales es importante el crecimiento potencial). Sin embargo, después de cuatro años de fuerte volatilidad los mercados parecen centrarse en estos momentos en la evolución a corto plazo y, por lo tanto, parecen reaccionar negativamente incluso ante una desaceleración temporal del crecimiento.

ajuste debería mantener una trayectoria que permita que los coeficientes de endeudamiento comiencen a reducirse a mediados de esta década.

Sin embargo, en algunos países, las tasas de interés de mercado siguen siendo muy elevadas a pesar de la importante consolidación fiscal que ya está en marcha o se ha previsto. En aquellos países que implementan el ajuste a un ritmo adecuado desde una perspectiva de mediano plazo, la disponibilidad de financiamiento adecuado —a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEDE)— y el establecimiento de mecanismos creíbles para garantizar que estos países se comprometan a mantener la disciplina fiscal a mediano y a más largo plazo podrían reforzar considerablemente la confianza mientras las percepciones del mercado se ajustan gradualmente al fortalecimiento de las variables económicas.

Gráfico 3. Economías avanzadas: Variación del impulso fiscal y del crecimiento del PIB real, 2012 (Porcentaje)

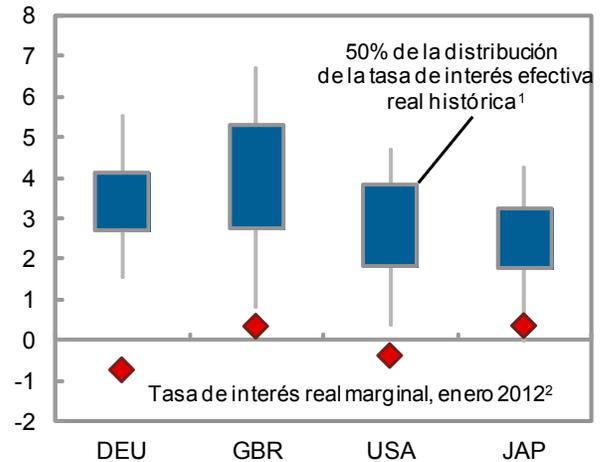


Fuentes: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las variaciones del crecimiento y del impulso fiscal se refieren a los datos de la *Actualización del Monitor Fiscal* de enero de 2012 con respecto a los datos del *Monitor Fiscal* de septiembre de 2011. Las zonas sombreadas indican que las políticas fiscales son más procíclicas de lo previsto anteriormente.

¹ El impulso fiscal se define como la diferencia entre los saldos primarios de 2011 y 2012 ajustados en función del ciclo. El signo - indica una posición fiscal más restrictiva.

Gráfico 2. Tasas de interés efectivas reales: Distribución histórica y nivel actual (Porcentaje)



Fuentes: Bloomberg L.P.; FMI, *International Financial Statistics*; y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

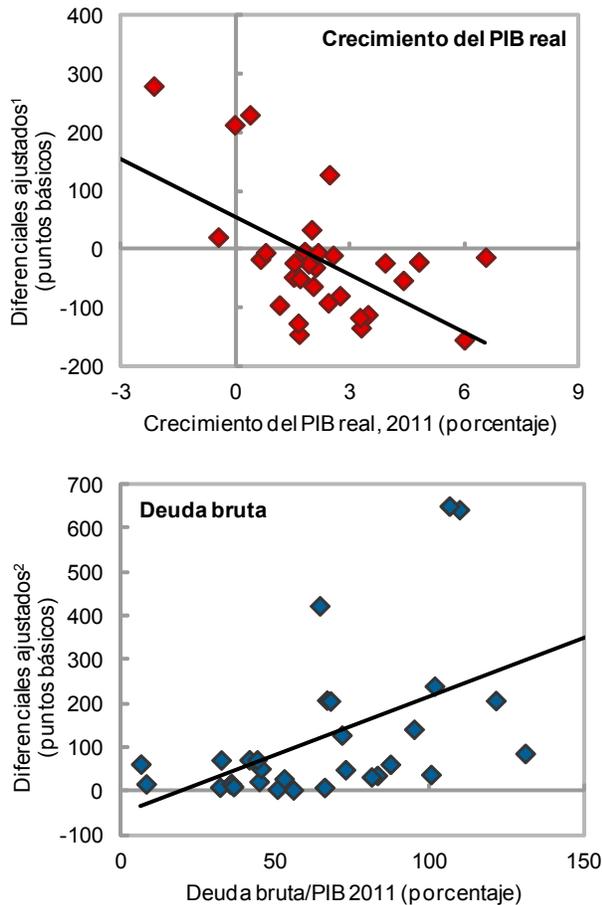
¹ Las tasas de interés efectivas se calculan utilizando los pagos de intereses divididos por el saldo de la deuda del año anterior, y deflactados utilizando la inflación contemporánea. Distribución histórica durante el período 1989–2010.

² El interés real marginal se calcula utilizando la curva de rendimientos de cada país al 9 de enero de 2012, suponiendo que el vencimiento en el momento de la emisión coincide con el perfil de vencimientos de cada país al final de 2011, y deflactado utilizando las proyecciones de inflación del personal técnico del FMI.

En este contexto, el nuevo pacto fiscal europeo acordado por la mayoría de países de la UE a principios de diciembre constituye un avance importante hacia una mayor integración fiscal, aunque se requieren medidas adicionales. El pacto incluye una nueva regla fiscal (que limita el déficit estructural al ½% del PIB) con un mecanismo de corrección automática en caso de desviaciones, que deberá incorporarse en el sistema jurídico nacional de cada país; un papel más destacado de la Comisión Europea en el seguimiento y evaluación de los planes presupuestarios; y la presentación previa de los planes nacionales de emisión de deuda a la Comisión Europea.

Los países deben ratificar rápidamente las nuevas medidas para garantizar la eficacia de estos acuerdos. Además, con el tiempo, la mayor integración fiscal y el fortalecimiento de la estructura de gobierno deberán complementarse con algún tipo de mecanismo de distribución de los riesgos fiscales en toda la zona del euro.

Gráfico 4. Crecimiento del PIB real, deuda y diferenciales ajustados



Fuentes: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los diferenciales ajustados corresponden a los diferenciales efectivos de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor (*credit default swaps* o *CDS*) menos los valores ajustados derivados de un análisis de regresión de los factores determinantes de los diferenciales de los *CDS* a cinco años de 31 economías avanzadas utilizando la deuda bruta, las tenencias de deuda pública en manos de bancos centrales nacionales y extranjeros, los saldos primarios de los países de la zona del euro (todos como porcentaje del PIB), la inflación y el crecimiento del PIB real como variables explicativas. Como se indica en las notas de pie, en cada caso se omitió un regresor determinado del cálculo de los valores ajustados. Véase más información en:

<http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/111811.htm>

¹ El crecimiento del PIB real se omitió de los valores ajustados utilizados para calcular los diferenciales ajustados.

² La deuda/PIB se omitió de los valores ajustados utilizados para calcular los diferenciales ajustados.

La política fiscal en los mercados emergentes debería reflejar las diferentes situaciones y riesgos que enfrentan estos países

Los déficits de las economías emergentes se redujeron alrededor del 1% del PIB en términos totales y del ¾% en términos ajustados en función del ciclo en 2011. El aumento de los ingresos fiscales derivados del petróleo contribuyó a una mejora espectacular del saldo ajustado en función del ciclo en Rusia, y en menor medida en México, pero también se registraron disminuciones de los déficits ajustados en función del ciclo en todas las demás grandes economías emergentes.

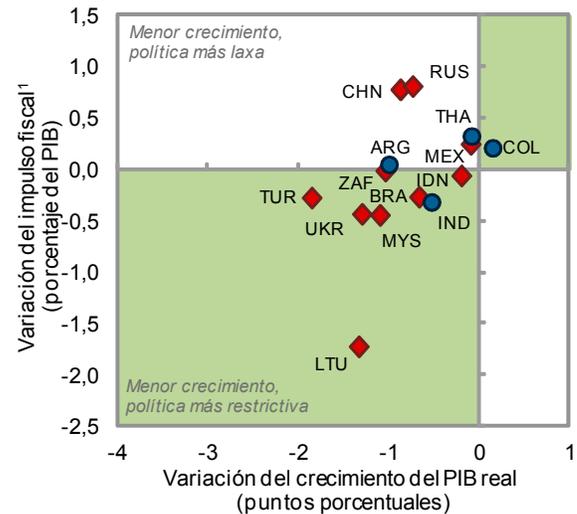
Algunas economías emergentes mantienen una orientación fiscal más laxa de lo esperado en respuesta al debilitamiento del entorno económico este año, pero otras, en cambio, han adoptado una política más restrictiva (gráfico 5). Algunas economías emergentes en las que se están ampliando rápidamente las brechas del producto y se está reduciendo la inflación tienen margen para aplicar una política que respalde más la actividad económica, dado que los niveles de deuda son relativamente bajos. Sin embargo, en otras, los altos niveles de deuda y los grandes déficits persistentes dejan poco margen para el funcionamiento de los estabilizadores automáticos si el crecimiento se desacelera aún más. Las economías emergentes muy dependientes de los ingresos derivados de las materias primas y de las entradas de capital también deben evaluar cuidadosamente los riesgos que plantearía la disminución pronunciada y persistente de estas fuentes de financiamiento³.

³La política fiscal es solo un elemento de la respuesta de política económica ante la desaceleración. En la actualización de *Perspectivas de la economía mundial* se examina el marco general de política económica para las economías emergentes.

En *China*, donde se prevé que la política se mantendrá neutral en términos generales este año, el apoyo fiscal podría continuar, retrasándose los planes de consolidación, a través de la reducción de las contribuciones sociales y los impuestos al consumo. También existe margen para acelerar la inversión en viviendas sociales. A diferencia de 2008, el apoyo fiscal debería basarse en medidas presupuestarias que fomenten la transparencia y la rendición de cuentas.

- Al desacelerarse la actividad económica, *Brasil* ha adoptado una combinación de políticas orientadas a mantener la disciplina fiscal para respaldar la aplicación de una política monetaria más laxa como principal instrumento contracíclico. Por lo tanto, se ha fijado una meta de superávit primario del 3,1% del PIB para 2012, lo que implica un ajuste de $\frac{1}{2}$ punto porcentual del saldo ajustado en función del ciclo. Se han anunciado algunas medidas fiscales focalizadas para respaldar la demanda, equivalentes a alrededor del 0,2% del PIB en 2011–12, y será importante estar preparado para tomar medidas fiscales compensatorias, según sea necesario, para alcanzar las metas fiscales y los objetivos de política económica de las autoridades a nivel global.
- En *India*, se proyecta una reducción del déficit ajustado en función del ciclo de alrededor del $\frac{1}{2}$ % del PIB este año. No obstante, el espacio para adoptar una política fiscal más laxa en respuesta a la desaceleración del crecimiento es limitada debido a los niveles aún elevados del déficit y la deuda. Si se produce una caída sustancial del producto, cualquier posible expansión deberá ser modesta, y deberá centrarse en elementos con un alto efecto multiplicador, como los impuestos indirectos y los proyectos de capital atrasados, y no en subsidios adicionales.

Gráfico 5. Economías emergentes: Variación del impulso fiscal y crecimiento del PIB real, 2012 (Porcentaje)



Fuentes: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las variaciones del crecimiento y del impulso fiscal se refieren a los datos de la *Actualización del Monitor Fiscal* de enero de 2012 con respecto a los datos del *Monitor Fiscal* de septiembre de 2011. Las zonas sombreadas indican que las políticas fiscales son más procíclicas de lo previsto anteriormente. Los círculos indican los países con brechas del producto positivas.

¹ El impulso fiscal se define como la diferencia entre los saldos primarios de 2011 y 2012 ajustados en función del ciclo. El signo - indica una posición fiscal más restrictiva.