

2021

COMPARECENCIAS ANTE LA COMISIÓN
DE PRESUPUESTOS DEL CONGRESO DE
LOS DIPUTADOS, EL 25 DE OCTUBRE
DE 2021, Y ANTE LA COMISIÓN DE
PRESUPUESTOS DEL SENADO, EL 30 DE
NOVIEMBRE DE 2021, EN RELACIÓN CON
EL PROYECTO DE PRESUPUESTOS
GENERALES DEL ESTADO PARA 2022

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

Documentos Ocasionales
N.º 2130

Pablo Hernández de Cos

**COMPARECENCIAS ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS DEL CONGRESO DE LOS
DIPUTADOS, EL 25 DE OCTUBRE DE 2021, Y ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS
DEL SENADO, EL 30 DE NOVIEMBRE DE 2021, EN RELACIÓN CON EL PROYECTO DE
PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA 2022**

**COMPARECENCIAS ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS DEL
CONGRESO DE LOS DIPUTADOS, EL 25 DE OCTUBRE DE 2021,
Y ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS DEL SENADO, EL 30
DE NOVIEMBRE DE 2021, EN RELACIÓN CON EL PROYECTO DE
PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA 2022**

Pablo Hernández de Cos

BANCO DE ESPAÑA

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2021

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

Resumen

El gobernador interviene en la discusión del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2022, que da soporte a las consideraciones de la política fiscal ante la recuperación gradual de la economía española y mundial tras la profunda crisis económica provocada por la pandemia de COVID-19. Inicia sus comparecencias ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados con un análisis de la evolución de la economía española y de las perspectivas macroeconómicas, y pasa a detallar los desarrollos nacionales e internacionales más recientes y las fuentes de incertidumbre que van a condicionar el avance de la actividad en los próximos años. En ese marco sitúa su visión del papel de las políticas económicas. En relación con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado, ofrece su valoración sobre el cuadro macroeconómico que incorpora la evolución de los ingresos y gastos públicos, el tono resultante de la política fiscal y la dinámica de la deuda pública. Asimismo, plantea los principales retos para la política fiscal española a medio y a largo plazo, que se estructuran en torno a dos ejes estrechamente vinculados: reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas y mejorar la calidad de las cuentas públicas. Para finalizar, dedica unas breves reflexiones a la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En la comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Senado, el gobernador actualiza la información sobre la situación económica con los datos disponibles más recientes y realiza un análisis más detallado de la evolución de la inflación en el período reciente, sus causas y su potencial persistencia, así como de su impacto sobre la política monetaria del Banco Central Europeo.

Palabras clave: Proyecto de Presupuestos Generales del Estado, cuadro macroeconómico, perspectivas, fuentes de incertidumbre, papel de las políticas económicas, política fiscal, deuda pública, sostenibilidad de las finanzas públicas, calidad de las cuentas públicas, eficiencia, NGEU, Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Códigos JEL: H61, H12, H5, H3, E62, E66.

Abstract

The Governor's testimony is part of the discussion of the Draft State Budget for 2022. The Budget underpins the fiscal policy considerations ahead of a gradual recovery in the Spanish and global economy, following the deep-seated economic crisis prompted by the COVID-19 pandemic. His testimony before the Congress of Deputies Budget Committee begins with an analysis of developments in the Spanish economy and the macroeconomic outlook. He sets out the latest national and international developments, along with the sources of uncertainty set to influence how economic activity evolves in the coming years. Against this background, he frames his view of the role of economic policies. In connection with the Draft State Budget, he offers his assessment of the attendant macroeconomic forecast, government receipts and spending, the resulting fiscal policy stance and public debt dynamics. He further considers the main challenges for Spanish fiscal policy in the medium and long term, which are structured around two closely linked axes: shoring up the sustainability and improving the quality of public finances. He concludes with some brief thoughts on the reform of the Stability and Growth Pact.

In his testimony before the Senate Budget Committee, the Governor updates the information on the economic situation according to the latest information available and analyses in greater detail the latest inflation developments, their causes and how long they may last, and their impact on the European Central Bank's monetary policy.

Keywords: Draft State Budget, macroeconomic forecast, outlook, sources of uncertainty, role of economic policies, fiscal policy, public debt, public finances sustainability, quality of public finances, efficiency, NGEU, Stability and Growth Pact.

JEL classification: H61, H12, H5, H3, E62, E66.

Índice

Resumen 5

Abstract 6

**Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados,
el 25 de octubre de 2021** 9

1 La evolución reciente y las perspectivas de la economía española 10

- 1.1 El contexto global 10
- 1.2 Los desarrollos recientes de la economía española 11
- 1.3 Las perspectivas macroeconómicas 15
- 1.4 Las principales fuentes de incertidumbre 19
- 1.5 El papel de las políticas económicas en la situación actual 25

2 El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 29

- 2.1 El cuadro macroeconómico 29
- 2.2 La previsión de ingresos públicos 30
- 2.3 La evolución del gasto 33
- 2.4 El objetivo de déficit público y el tono de la política fiscal 36
- 2.5 La deuda pública 38

3 Los retos para la política fiscal 40

- 3.1 Reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas 40
- 3.2 Mejorar la calidad de las cuentas públicas 42
 - 3.2.1 La composición y eficiencia de los gastos e ingresos públicos 43
 - 3.2.2 El papel del programa NGEU 48
- 3.3 La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento 50

4 Conclusiones 53

**Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Senado, el 30 de noviembre
de 2021** 55

1 La evolución reciente y las perspectivas de la economía española 56

- 1.1 El contexto global 56
- 1.2 Los desarrollos recientes de la economía española 57
- 1.3 Las perspectivas macroeconómicas 61
- 1.4 Las principales fuentes de incertidumbre 65
- 1.5 El papel de las políticas económicas en la situación actual 71

2 El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 76

- 2.1 El cuadro macroeconómico 76
- 2.2 La previsión de ingresos públicos 78

2.3	La evolución del gasto	81
2.4	El objetivo de déficit público y el tono de la política fiscal	84
2.5	La deuda pública	86
3	Los retos para la política fiscal	88
3.1	Reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas	88
3.2	Mejorar la calidad de las cuentas públicas	90
3.2.1	La composición y eficiencia de los gastos e ingresos públicos	90
3.2.2	El papel del programa NGEU	96
3.3	La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	97
4	Conclusiones	99

COMPARECENCIA ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS, EL 25 DE OCTUBRE DE 2021

Señorías:

Comparezco una vez más en esta comisión con motivo de la presentación y discusión en sede parlamentaria de los Presupuestos Generales del Estado (en adelante, PGE) para el año 2022.

Permítanme que comience con una breve puntualización acerca del contenido de mi intervención, ya que, como miembro del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), a día de hoy estoy sujeto al llamado «período de reserva», previo a las reuniones en que se toman decisiones de política monetaria. Por tanto, mis reflexiones no han de interpretarse como indicaciones sobre la perspectiva de la política monetaria.

En esta ocasión, mi comparecencia se produce en circunstancias que, afortunadamente, difieren de modo notable de las que atravesábamos en el otoño de 2020. En nuestra memoria estaba entonces aún muy reciente el recuerdo de la fase más dura de la pandemia en nuestro país. Hace justamente un año, además, la segunda ola de la enfermedad estaba golpeándonos con intensidad y todavía no se había aprobado el uso de las primeras vacunas contra el COVID-19.

Un año después, la extensión del proceso de vacunación permite que podamos encarar el futuro con mayor optimismo y menor incertidumbre. Estos presupuestos han de ser, por tanto, un instrumento que facilite la transición desde el objetivo de mitigar las consecuencias de la pandemia sobre nuestros hogares y empresas al de acompañar la recuperación y favorecer una transformación estructural de la economía española que eleve el bienestar colectivo.

Comenzaré con una descripción de la evolución económica reciente y sus perspectivas, lo que me permitirá poner en contexto el papel que deben tener las políticas económicas en esta fase de la recuperación. En una segunda parte ofreceré la visión del Banco de España acerca de los rasgos principales del Proyecto de PGE. Finalizaré con algunas reflexiones sobre los retos de medio plazo de la política fiscal en nuestro país.

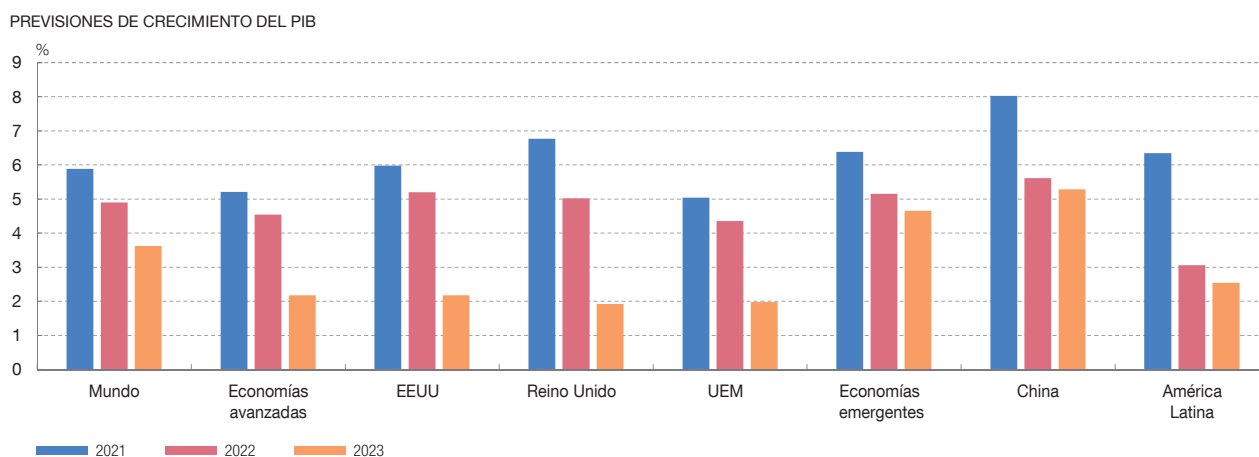
1 La evolución reciente y las perspectivas de la economía española

1.1 El contexto global

La actividad económica a escala mundial ha recobrado recientemente un mayor dinamismo, tras un período de crisis sanitaria largo y complicado. Las dos grandes palancas de esta recuperación económica son la vacunación contra el COVID-19 y el apoyo extraordinario de las políticas económicas en muchos países.

Gráfico 1

EL CONTEXTO GLOBAL: A LO LARGO DE 2021 SE HA IDO ASENTANDO LA RECUPERACIÓN GLOBAL, MÁS INTENSA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS QUE EN LAS EMERGENTES



FUENTE: *World Economic Outlook* (FMI, octubre de 2021).

La crisis sanitaria todavía no está resuelta, pero la distribución de las vacunas ha permitido que en los últimos meses se hayan relajado sustancialmente las restricciones a la actividad en numerosos países. Ello ha redundado en un impulso del consumo privado y, especialmente, del gasto en servicios, que se encontraba lastrado por las medidas de contención de la pandemia.

Las previsiones de los distintos organismos internacionales coinciden en señalar un crecimiento económico mundial robusto durante este año y el que viene. En particular, las previsiones publicadas recientemente por el Fondo Monetario Internacional (FMI) indican que el avance del PIB mundial será del 5,9% en 2021 y del 4,9% en 2022. En 2023, ese crecimiento se moderaría hasta el 3,6%.

En todo caso, la recuperación avanza a distintas velocidades entre regiones, lo que en buena medida es reflejo de las diferencias en el acceso a la vacuna y en la envergadura del impulso de las políticas económicas. En términos generales, la reactivación está mostrando más solidez en las economías avanzadas, que, según las previsiones del FMI, alcanzarían los niveles de PIB previstos antes de la pandemia el próximo año. En cambio, la recuperación

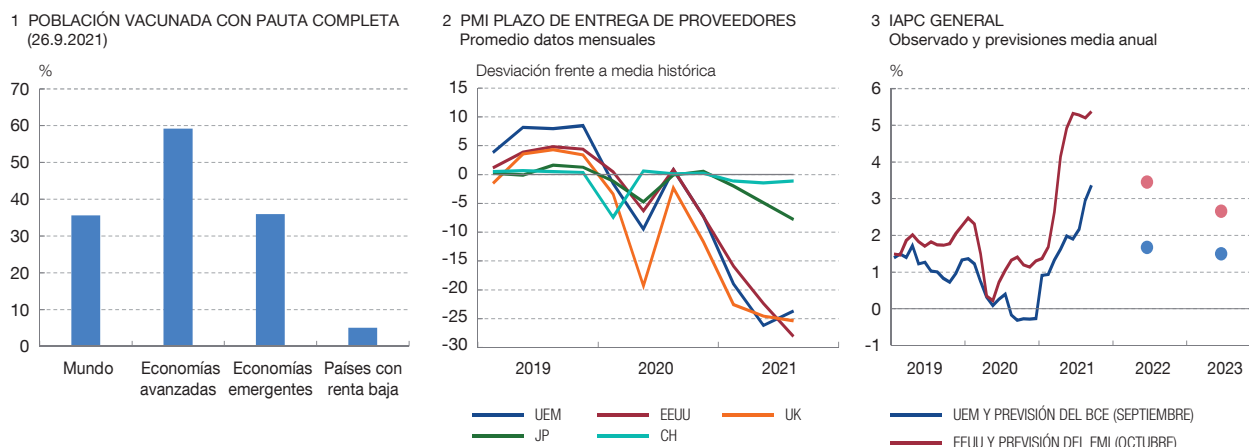
es más débil en las economías emergentes, donde el proceso de vacunación está siendo, en general, más lento.

En la zona del euro, el crecimiento anual del PIB real sería del 5% en 2021, que permitiría alcanzar el nivel previo a la pandemia en el último trimestre de este año, y del 4,3% en 2022, de acuerdo con estas mismas previsiones¹. Entre las principales economías del área, se esperan avances significativos del PIB en Francia e Italia —del 6,3% y el 5,8% en 2021, y del 3,9% y el 4,2% en 2022—. Estos países experimentaron, al igual que España, contracciones más intensas durante 2020. En Alemania, en cambio, el crecimiento será más reducido en 2021, del 3,1%, habiéndose revisado a la baja por el impacto que está teniendo en algunas ramas industriales la escasez global de suministros.

En todo caso, este escenario económico global está sujeto a una elevada incertidumbre y a ciertos riesgos relacionados principalmente con tres elementos: el desarrollo de la pandemia, la evolución de los desajustes entre la oferta y la demanda de bienes a nivel global, y el grado de persistencia de las presiones inflacionistas. La peor evolución de estos dos últimos factores, que afectan de manera transversal a todas las economías relevantes, ya comienza a percibirse en algunos de los indicadores de actividad más recientes. Analizaré con más detalle estos aspectos cuando repase la evolución de la economía española.

Gráfico 2

EL CONTEXTO GLOBAL: LA EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA, LOS DESAJUSTES ENTRE DEMANDA Y OFERTA DE MANUFACTURAS, Y EL REPUNTE DE LA INFLACIÓN, CONDICIONANTES DE LA RECUPERACIÓN



FUENTES: *Our World in Data*, Markit, Eurostat, Refinitiv, Banco Central Europeo y Fondo Monetario Internacional.

1.2 Los desarrollos recientes de la economía española

El impacto inicial de la pandemia sobre la actividad económica fue particularmente acusado en España en comparación con otros países de su entorno. Con posterioridad, tras el fuerte

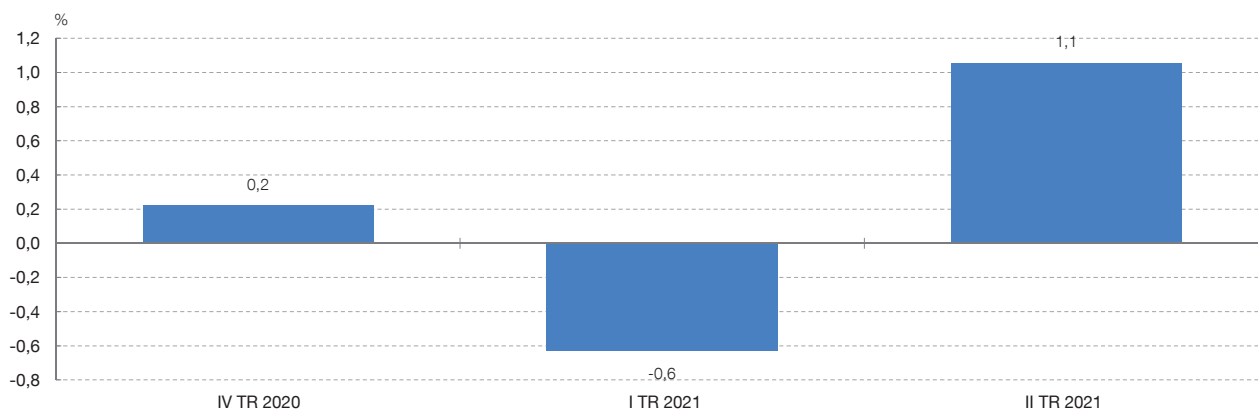
¹ Las previsiones del BCE de septiembre apuntan a un crecimiento de un 5% en 2021, un 4,6% en 2022 y un 2,1% en 2023.

repunte en el tercer trimestre de 2020, la evolución hasta el primer trimestre de este año se vio marcada por las sucesivas olas posteriores de la pandemia y por el mantenimiento de diversas medidas de contención.

Gráfico 3

ESPAÑA: EL PIB RETOMÓ LA SENDA DE RECUPERACIÓN EN LA PRIMAVERA, APOYADA EN EL PROCESO DE VACUNACIÓN

CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

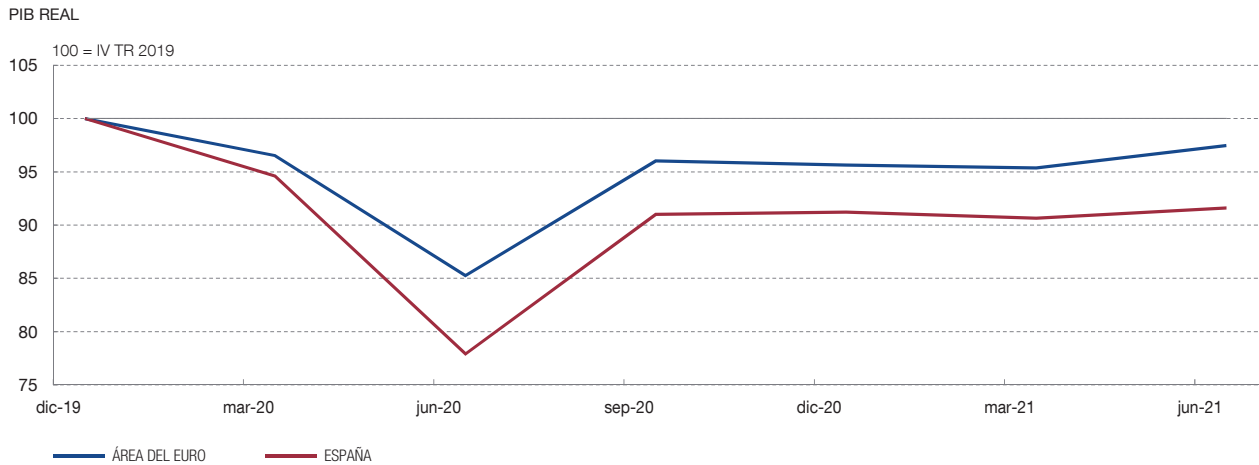
A partir de la primavera de este año se produjo el retorno a la senda de crecimiento que se había interrumpido en el tramo final del año pasado, en paralelo al avance del proceso de vacunación. El PIB creció un 1,1 % en tasa intertrimestral en el segundo trimestre, apoyado en la fortaleza del consumo privado. En particular, se produjo un repunte del gasto en los servicios cuya prestación se ha visto más beneficiada por la suavización de las medidas de contención.

En todo caso, la recuperación de la actividad es todavía claramente incompleta. El nivel del producto en el segundo trimestre todavía presentaba una brecha de 8,4 puntos porcentuales (pp) frente al observado al final de 2019. Esa brecha era de 2,5 pp en el área del euro.

En cuanto al mercado de trabajo, el impacto fue también muy severo en la etapa inicial de la pandemia. En abril de 2020, casi una de cada cuatro personas que se encontraban afiliadas a la Seguridad Social antes de la irrupción del COVID-19, o bien había perdido su empleo, o bien se encontraba en situación de expediente de regulación temporal de empleo (ERTE). La recuperación del empleo está siendo, sin embargo, más rápida que la del PIB. En septiembre de este año, el número de afiliados a la Seguridad Social se encontraba ligeramente por encima del nivel de febrero de 2020 (un 0,1 % en términos de la serie desestacionalizada). Por su parte, la brecha seguía siendo negativa, de un -1,2 %, en términos de la «afiliación efectiva», variable que se construye restando de la cifra de personas afiliadas a los trabajadores en ERTE. La información referida a la primera quincena del mes de octubre apunta a que esa tendencia positiva continúa al inicio del cuarto trimestre.

Gráfico 4

ESPAÑA: EL NIVEL DEL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE TODAVÍA SE SITUABA EN 8,4 PP, FRENTE AL OBSERVADO A FINALES DE 2019 (2,5 PP EN EL ÁREA DEL EURO)



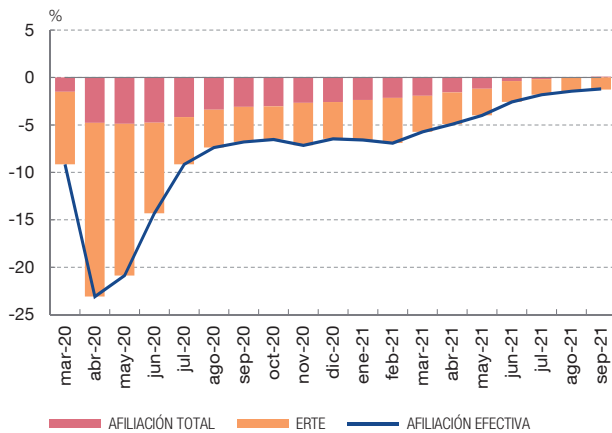
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

Gráfico 5

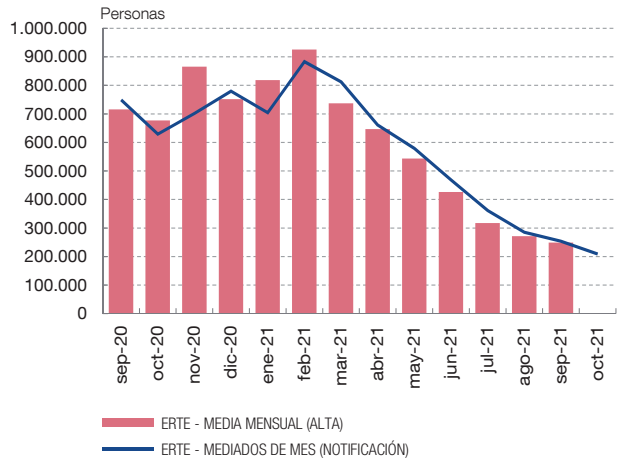
LA RECUPERACIÓN DEL EMPLEO ESTÁ SIENDO MÁS RÁPIDA QUE LA DEL PIB. EN SEPTIEMBRE, LA AFILIACIÓN ALCANZÓ EL NIVEL PREVIO A LA CRISIS (-1,2 % EN TÉRMINOS DE AFILIACIÓN EFECTIVA)

1 VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN TOTAL, ERTE Y AFILIACIÓN EFECTIVA RESPECTO A FEBRERO DE 2020

Serie de afiliación total desestacionalizadas



2 TRABAJADORES EN ERTE



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. Última observación: septiembre para la media mensual y 15 de octubre para el resto del mes.

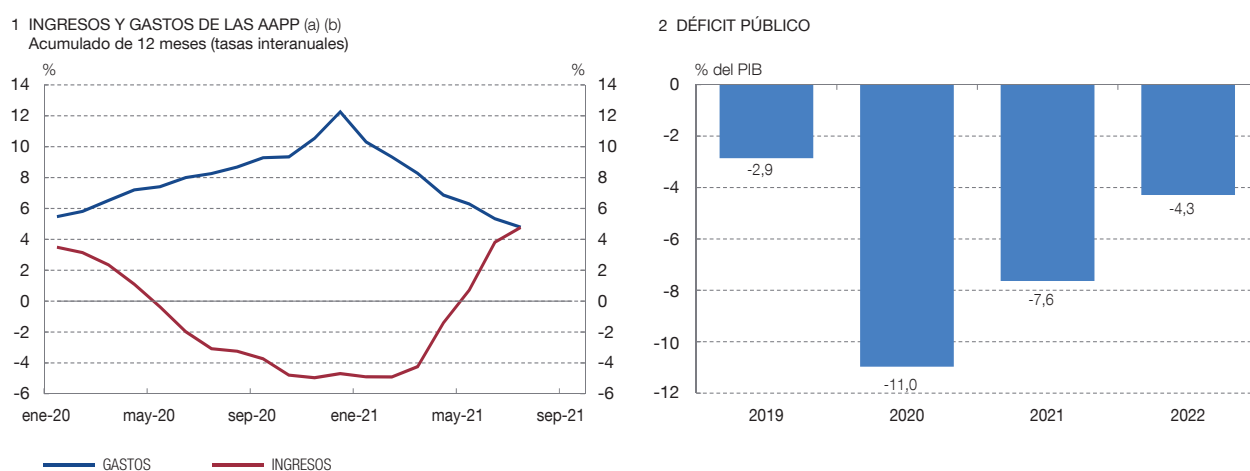
La tasa de paro, por su parte, se situó en el segundo trimestre de este año en el 15,3 %, 1 pp por debajo de su nivel del pasado año, pero todavía 1,5 pp por encima del valor precrisis.

En cuanto a las cuentas de las Administraciones Públicas (AAPP), su déficit alcanzó el 11 % del PIB en 2020, como consecuencia, sobre todo, del aumento del gasto público.

Aproximadamente dos terceras partes del incremento de casi 63 mm de euros del gasto público en 2020 (unos 3,7 pp de PIB) se correspondieron con los desembolsos hechos para financiar gasto sanitario y gasto relacionado con los ERTE, y con el cese de actividad de los trabajadores autónomos. Por su parte, la caída de los ingresos se vio moderada por la tributación a la que está sujeta una parte sustancial de los gastos de hogares y empresas. Así, la recaudación por IRPF y cotizaciones sociales experimentó incluso un leve aumento frente a los recortes significativos de los ingresos obtenidos a través de otras figuras tributarias, como el impuesto de sociedades, el IVA o los impuestos especiales. En conjunto, los ingresos públicos aumentaron en proporción del PIB en el conjunto de 2020.

Gráfico 6

EL DÉFICIT PÚBLICO AUMENTÓ HASTA EL 11 % DEL PIB EN 2020, FRUTO, SOBRE TODO, DEL INCREMENTO DEL GASTO. EN JUNIO DE 2021 TODAVÍA PERMANECÍA EN EL 8,4 % (ACUMULADO DE 12 MESES)



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) e Instituto Nacional de Estadística.

- a La IGAE solo proporciona información del conjunto de las AAPP con frecuencia trimestral. Los datos mensuales se estiman a partir de la información sobre el agregado, excluidas las Corporaciones Locales.
- b Datos ajustados distribuyendo en el conjunto del año los gastos e ingresos atípicos que se producen en cada mes.

En 2021, el alivio de la situación sanitaria y la mejora de la actividad económica están permitiendo una cierta corrección del déficit público. No obstante, en julio de este año este se situaba todavía en el 8,4 % del PIB en términos acumulados de 12 meses. En comparación con el mismo período de 2020, la mejora se debe al repunte de los ingresos. De hecho, estos han llegado a superar el nivel del mismo período de 2019. Mientras tanto, y a pesar de la disminución de los desembolsos ligados a la crisis, el gasto apenas se ha estabilizado en términos nominales.

Si bien el alivio paulatino de las restricciones ha ido permitiendo que los sectores y regiones más afectados hayan comenzado a recuperarse, el efecto de la pandemia sigue siendo muy desigual. Por sectores, la afiliación efectiva en el conjunto de la economía se encontraba al final del segundo trimestre solo un 2,6 % por debajo del nivel precrisis. Sin embargo, esa brecha oscilaba entre el 22,6 % y el 16,2 % en las ramas de hostelería y ocio.

En términos de valor añadido, mientras que algunas ramas, como las actividades financieras, la agricultura, la educación o la sanidad, ya han alcanzado o superado los niveles previos a la crisis, otras, como el comercio, el transporte, la hostelería y el ocio, se encuentran todavía al menos un 20 % por debajo.

EL EFECTO DE LA PANDEMIA SIGUE SIENDO MUY DESIGUAL POR SECTORES, REGIONES Y SEGMENTOS DE LA POBLACIÓN

- 1 Por sectores: las actividades financieras, la agricultura, la educación o la sanidad ya han alcanzado o superado los niveles previos a la crisis, pero otras ramas, como el comercio, el transporte, la hostelería y el ocio, se encuentran todavía al menos un 20 % por debajo.
- 2 Por CCAA: la tasa de ocupación en España era, en el segundo trimestre de 2021, 2,2 pp inferior a la del segundo trimestre de 2019 (en términos de empleo efectivo). En Canarias y Baleares, esa diferencia se situó, respectivamente, en -8,4 pp y -5,6 pp, mientras que en Murcia y Asturias fue positiva, con aumentos de 1,2 pp y 0,9 pp, respectivamente.
- 3 Por grupos de edad: las tasas de ocupación de las personas con edades comprendidas entre los 16 y los 29 años y entre los 30 y los 44 años eran, en el segundo trimestre, 2,8 pp y 1,3 pp, respectivamente, menores que al inicio de la crisis (y algo mayores que entonces en los individuos de mayor edad, en 0,3 pp).

Las diferencias por comunidades autónomas (CCAA) son también sustanciales. La tasa de ocupación para el conjunto de España era, en el segundo trimestre de este año, 0,9 pp inferior a la del segundo trimestre de 2019 (-2,2 pp en términos de empleo efectivo), pero en Canarias y Baleares se situaba 4,7 pp y 3 pp por debajo, respectivamente (y 8,4 pp y 5,6 pp en términos efectivos). Por el contrario, en Murcia y Asturias se registraron aumentos, que fueron de 1,2 pp y 0,9 pp, respectivamente.

Asimismo, la crisis sigue afectando todavía desproporcionadamente a determinados grupos de trabajadores; en particular, a los más jóvenes y a aquellos con menores rentas, dado su elevado peso en los sectores más afectados por la pandemia. Además, estos efectos solo se han corregido de forma limitada tras el inicio de la recuperación.

En concreto, la tasa de ocupación de las personas con edades comprendidas entre los 16 y los 29 años de edad era, en el segundo trimestre, 2,8 pp menor que al inicio de la crisis. Esa cifra se sitúa en -1,3 pp en el grupo de edades entre los 30 y los 44 años, y pasa a presentar signo positivo en los individuos de mayor edad (0,3)². El mayor impacto sobre los trabajadores con un mayor grado de vulnerabilidad y que disponen de recursos más limitados para sostener su gasto podría haber provocado, por tanto, un aumento de la desigualdad.

1.3 Las perspectivas macroeconómicas

El Banco de España publicó sus últimas proyecciones macroeconómicas el pasado septiembre. Anticipaban un mantenimiento de la recuperación, bajo el supuesto de la continuación del proceso de mejora de la situación epidemiológica tanto en España como en el resto del mundo, la prolongación del tono expansivo de las políticas de demanda, tanto

2 Las cifras correspondientes en términos efectivos son, respectivamente, de -3,7 pp, -3,3 pp y -0,7 pp.

monetarias como fiscales, y un uso intensivo de los fondos del programa *Next Generation EU* (NGEU). En concreto, se proyectó un crecimiento del PIB del 6,3 % en 2021, que se reduciría ligeramente, hasta el 5,9 %, en 2022.

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS: TRAS LA PUBLICACIÓN DE LAS PROYECCIONES DEL BANCO DE ESPAÑA EN SEPTIEMBRE, LA INFORMACIÓN MÁS RECIENTE HA SIDO, EN CONJUNTO, MENOS FAVORABLE

- 1 Las series más recientes de la CNTR publicadas por el INE suponen un nivel de PIB menor en el segundo trimestre.
- 2 Deterioro reciente de algunos aspectos del entorno exterior: cuellos de botella globales y alzas en materias primas y otros costes intermedios.
- 3 No obstante, la información más reciente sobre la evolución económica en los meses de verano ha seguido siendo favorable, en línea con el análisis efectuado por el Banco de España en septiembre, confirmando así la senda de recuperación retomada en el segundo trimestre.

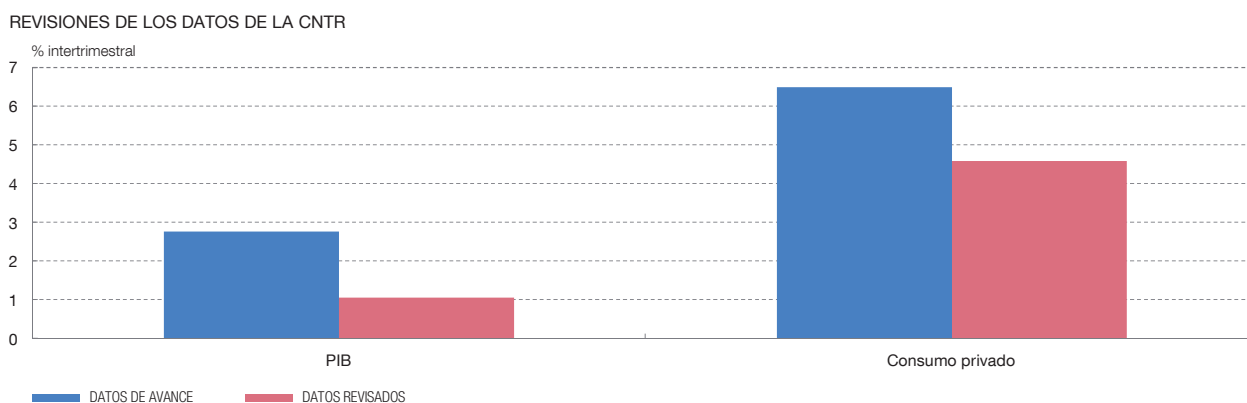
Sin embargo, con posterioridad a la elaboración de estas proyecciones, se han producido algunos desarrollos relevantes.

En primer lugar, el Instituto Nacional de Estadística (INE) revisó de manera significativa a la baja la estimación previa de crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo trimestre de 2021, que pasó de un 2,8 % al 1,1 % antes mencionado (junto con revisiones de menor entidad en los trimestres precedentes).

Una rebaja de una magnitud tan elevada comporta, de forma mecánica (esto es, si se mantuvieran inalteradas las tasas de crecimiento proyectadas para los siguientes trimestres), una reducción sustancial de la tasa media de crecimiento del PIB para 2021 y, en menor medida, también de la de 2022.

Gráfico 7

REVISIÓN SIGNIFICATIVA A LA BAJA DE LOS DATOS DEL PIB CORRESPONDIENTE AL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2021



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

En segundo lugar, se han producido algunos cambios en el entorno económico global, que se venían fraguando en meses pasados y que en las últimas semanas han cobrado una mayor relevancia. Me refiero a las alteraciones en las cadenas globales de suministros y al encarecimiento de los costes de algunos bienes intermedios utilizados

en los procesos productivos y, en particular, de la energía (que, además, constituye un componente muy importante de la cesta de consumo de los hogares). En conjunto, estas novedades tienden a apuntar a un empeoramiento del contexto económico global.

En efecto, la rápida recuperación de la demanda mundial, que se añade al fuerte consumo de manufacturas que provocó la pandemia como sustitución del gasto en servicios restringidos y como reflejo de la aceleración del proceso de digitalización, ha generado tensiones en las cadenas de suministros globales, con fuertes alteraciones en el transporte marítimo internacional, lo que ha provocado un aumento significativo de su coste y retrasos en el aprovisionamiento de productos. La escasez de suministros se ha traducido en cuellos de botella en la industria que han afectado de manera más intensa a las economías avanzadas. En este contexto, resulta ilustrativo que, de acuerdo con la estimación provisional, el PMI compuesto de producción de la Unión Económica y Monetaria (UEM) disminuyera en octubre casi 2 puntos, hasta el nivel 54,3, que representa su valor más bajo en seis meses. Si bien el mayor retroceso se concentró en las manufacturas (con una caída en octubre de 2,5 puntos, hasta 53,2, su valor mínimo en 16 meses), también el sector servicios perdió dinamismo (caída de 1,7 puntos, hasta 54,7, su valor mínimo en seis meses).

En España, el efecto de los desajustes en las cadenas de suministros globales se ha traducido ya en un aumento significativo de los plazos de entrega de los pedidos industriales, y, en algunos casos, en la necesidad de reducir el ritmo de producción, como consecuencia de la escasez de materias primas y consumos intermedios. Un caso destacado es el de la industria automovilística, una de las más afectadas por la escasez de semiconductores a escala global.

Además, la insuficiencia de la oferta de algunos bienes y servicios para abastecer la demanda ha generado un incremento de los precios. Dicho incremento ha sido particularmente acusado en el caso de diversos metales industriales y del transporte, y en el de las fuentes energéticas, sean estas primarias, como el petróleo, el gas o el carbón, o secundarias, como la electricidad, producida en parte mediante algunas de las fuentes primarias mencionadas. Este aumento se ha trasladado a los precios finales pagados por los hogares y las empresas, lo que comprime sus rentas reales y, por tanto, afecta negativamente al ritmo de la recuperación.

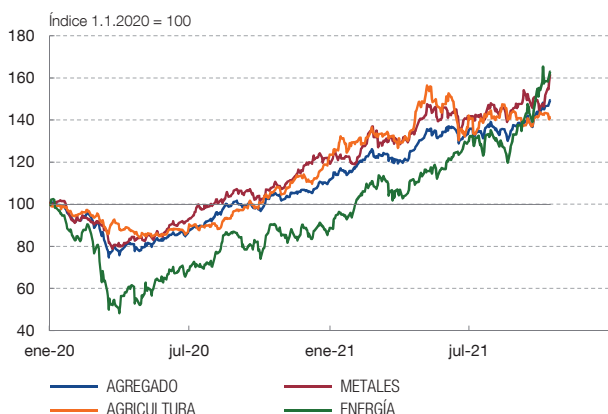
Finalmente, el resto de los indicadores de actividad cuya difusión ha sido posterior a la publicación de nuestras proyecciones tienden a confirmar la valoración hecha entonces, según la cual el producto de la economía habría presentado un notable dinamismo en los meses de verano. En particular, aunque el turismo extranjero sigue manteniendo niveles de actividad alejados de los observados antes de la pandemia, la información más reciente apunta a una mejoría de este componente de demanda.

El mercado de trabajo mantuvo también un comportamiento favorable a lo largo del trimestre anterior, de acuerdo con los datos de afiliación efectiva. Ahora bien, el período de recuperación se está caracterizando por que la evolución del empleo está

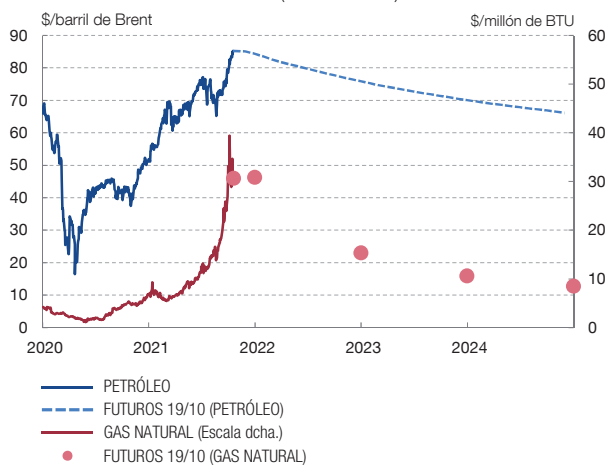
Gráfico 8

ENTORNO EXTERIOR MENOS FAVORABLE POR CUELLOS DE BOTELLA Y ALZAS DE PRECIOS EN MATERIAS PRIMAS Y BIENES ENERGÉTICOS

1 PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS



2 PRECIO DEL PETRÓLEO Y DEL GAS (TTF HOLANDÉS)

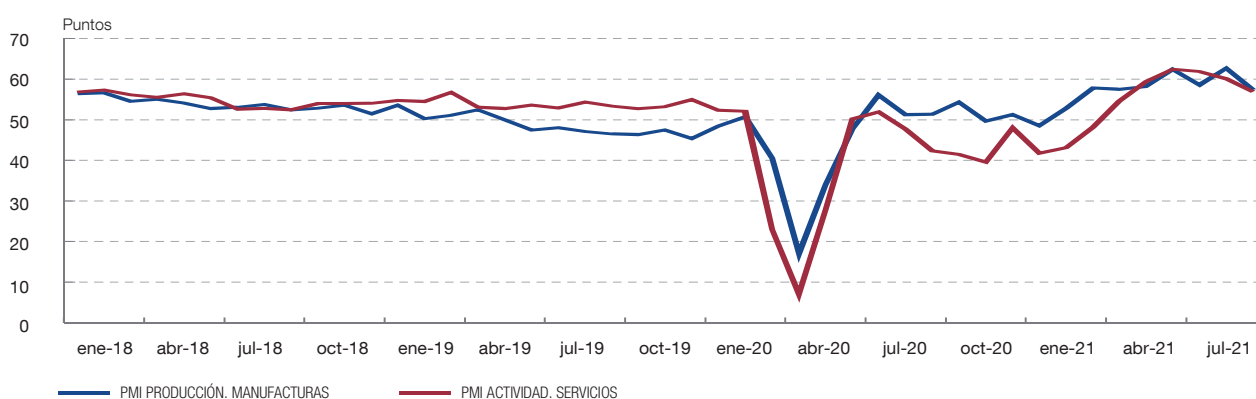


FUENTE: Refinitiv.

Gráfico 9

LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD SE HABRÍA PROLONGADO A LO LARGO DEL VERANO, CON ALGUNOS INDICIOS DE ESTABILIZACIÓN EN LOS ÚLTIMOS MESES

ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



FUENTE: IHS Markit. Última observación: septiembre.

siendo notablemente más favorable que la de la actividad, como se ha puesto de manifiesto singularmente tras la revisión de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)³.

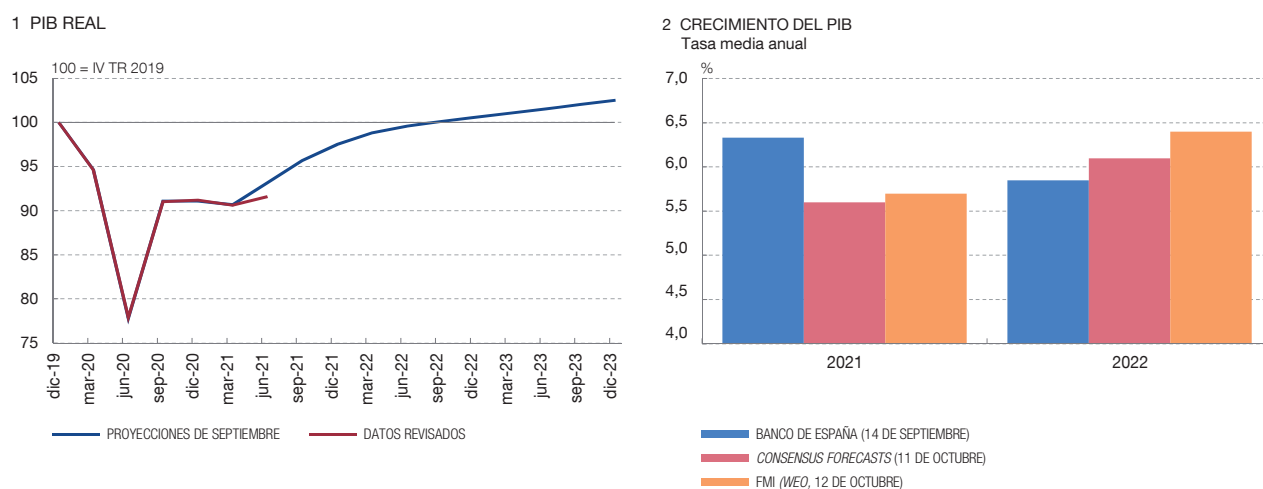
El Banco de España, en coordinación con el resto del Eurosistema, no publicará nuevas proyecciones macroeconómicas hasta el mes de diciembre. No obstante, los

³ Al igual que el crecimiento del PIB, también el del empleo, medido en horas, ha sido rebajado en la estimación revisada. Pero la magnitud de la revisión del empleo fue, en tasa intertrimestral, mucho menor que la del PIB, de 4 décimas, hasta el 4 %, lo que ilustra las dificultades, en la actual fase de recuperación, para evaluar apropiadamente la relación entre la actividad y el empleo, y, por tanto, para traducir la fortaleza de esta última variable en los meses de verano a la tasa de crecimiento del PIB en el tercer trimestre.

desarrollos que he descrito permiten anticipar una revisión significativa a la baja del crecimiento del año corriente en España. De hecho, algunos analistas han incorporado ya en sus proyecciones estos desarrollos más recientes. Así, si se considera el panel de previsiones de *Consensus Forecasts*, que tiene una frecuencia mensual, puede observarse que en la última edición, publicada a mediados de octubre, los panelistas han revisado a la baja en 5 décimas, en el último mes, su previsión de crecimiento del PIB de este año, hasta el 5,6%. Por el contrario, la media de las proyecciones para 2022 se ha mantenido más estable, situándose ligeramente por encima del 6% (6,1%)⁴.

Gráfico 10

EN CONJUNTO: REVISIÓN A LA BAJA DEL CRECIMIENTO DEL PIB DE CONSENSUS FORECASTS PARA 2021, HASTA EL ENTORNO DEL 5,6%. PARA 2022, MEJORA LIGERAMENTE, HASTA EL 6,1%



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Fondo Monetario Internacional, Comisión Europea y *Consensus Forecasts*.

1.4 Las principales fuentes de incertidumbre

Más allá de las estimaciones puntuales de crecimiento, el nivel de incertidumbre sigue siendo elevado y existe un conjunto de riesgos que condicionarán la evolución de la actividad en los próximos años. Permítanme que repase las principales fuentes de riesgo.

En primer lugar, las perspectivas de recuperación están sujetas al supuesto de que se prolongará la reducción de **la incidencia de la pandemia**. En particular, nuestras proyecciones macroeconómicas descansan sobre la hipótesis de que no aparecerán nuevas variantes del virus que desarrollen resistencia a las vacunas o que presenten una mayor capacidad infectiva.

No obstante, no se puede excluir una evolución epidemiológica más desfavorable. La amplia circulación del virus en algunas regiones del globo en las que el proceso de

⁴ La revisión del crecimiento de 2021 es incluso algo mayor (de -0,7 pp, hasta el 5,4%) si se consideran solamente los panelistas que han modificado su previsión en el último mes, ya sea al alza o a la baja. Es preciso tener en cuenta que, aunque la publicación de *Consensus Forecasts* se realice mensualmente, no todos los panelistas actualizan sus previsiones con una frecuencia tan elevada. En 2022, la revisión es de 1 décima al alza, independientemente de si se considera el conjunto de panelistas o solamente aquellos que han modificado su previsión.

SE MANTIENEN IMPORTANTES FOCOS DE INCERTIDUMBRE

Factores epidemiológicos

Ritmo de vacunación a nivel global, cuya intensificación es crucial para evitar nuevas variantes del virus que puedan conllevar reintroducción de medidas de contención

Factores relacionados con el comportamiento de los agentes

El ritmo y alcance del proceso de gasto del ahorro acumulado por los hogares en pandemia

Los movimientos internacionales de personas y la velocidad del retorno del turismo

El ritmo de ejecución del NGEU y su efecto multiplicador sobre la actividad

Las secuelas de la crisis

Los efectos persistentes sobre el crecimiento potencial (histéresis en el mercado de trabajo, destrucción de empresas) y la efectividad de las políticas económicas para mitigarlos

Evolución de algunas incertidumbres recientes con origen en el contexto exterior

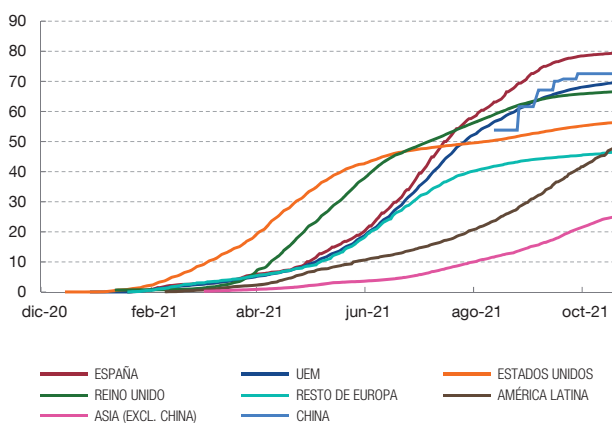
La persistencia e intensidad de las alteraciones de las cadenas de producción globales

El grado de persistencia de los repuntes de los costes y su traslación a precios y salarios

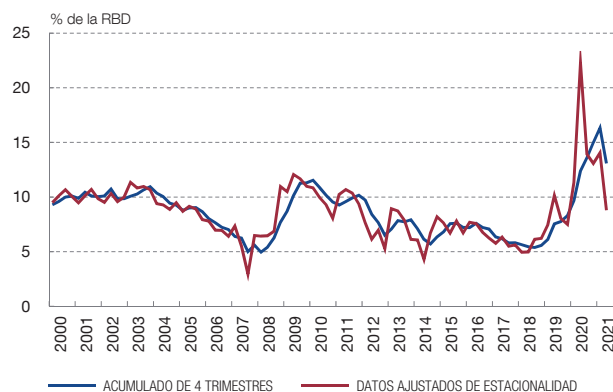
Gráfico 11

INCERTIDUMBRE SOBRE LOS DESARROLLOS EPIDEMIOLÓGICOS Y SOBRE EL USO DEL AHORRO ACUMULADO DURANTE LA CRISIS

1 % DE LA POBLACIÓN TOTALMENTE VACUNADA



2 TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES



FUENTES: Reuters (izquierda; última actualización: 19 de octubre) e Instituto Nacional de Estadística (derecha).

inmunización de la población está menos avanzado podría, por ejemplo, favorecer la aparición de variantes con mayor capacidad infecciosa o que hayan podido desarrollar un cierto grado de resistencia a las vacunas. Esto podría conllevar la reintroducción de medidas de contención que entorpecieran la recuperación.

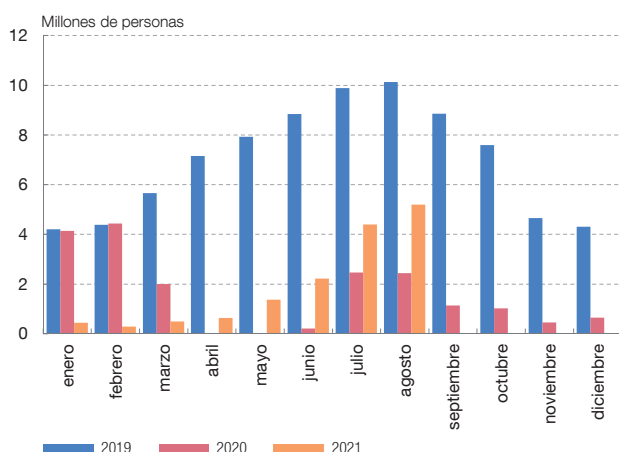
En segundo lugar, existe incertidumbre sobre el ritmo y alcance con que los hogares gastarán el notable volumen de **ahorro acumulado** durante la pandemia. De acuerdo con nuestras estimaciones, esa bolsa de ahorro podría situarse en torno a 6 pp de PIB. En principio, existen varias razones que llevan a considerar que los hogares harán un uso parcial de este ahorro a medio plazo. Por un lado, este ha tendido a concentrarse entre los hogares cuyos niveles de renta son más elevados, que tienden a mostrar una propensión al consumo más baja. Por otro lado, las posibilidades de consumir de modo aplazado una parte significativa del gasto que dejó de hacerse durante la pandemia son limitadas, dado que recayó, sobre todo, sobre servicios relacionados con el ocio y la hostelería. Nuestras proyecciones incorporan el supuesto de que los hogares solo recurrirán parcialmente a este ahorro acumulado. Ahora bien, el nivel de incertidumbre en torno a este supuesto es elevado.

En tercer lugar, la incertidumbre es también muy elevada respecto a la evolución de los **flujos turísticos**, que tan importantes son para la actividad económica en nuestro país. En las proyecciones de septiembre se asumió que la recuperación del volumen de turismo no residente previo a la pandemia no se completaría plenamente hasta 2023. En concreto, por lo que respecta al tercer trimestre de cada año, que se corresponde con la temporada alta, se supuso entonces que el nivel de las exportaciones de turismo sería en 2021 y 2022 de, aproximadamente, un 45 % y un 90 %, respectivamente, del nivel observado en 2019, último año previo a la pandemia, y que habría que esperar hasta el verano de 2023 para tener una recuperación casi plena. No obstante, no resulta sencillo anticipar los patrones de comportamiento del turismo internacional tras la pandemia.

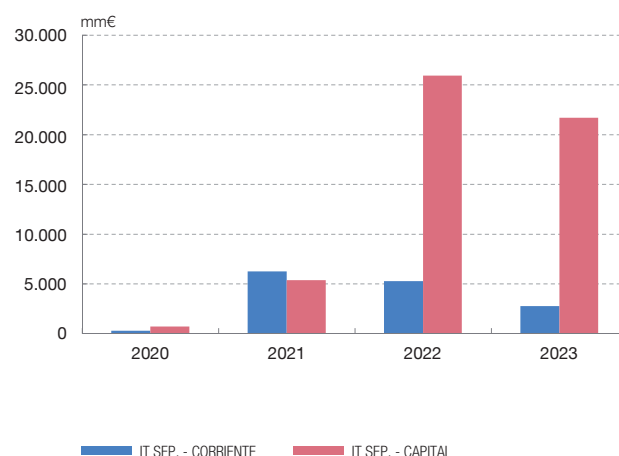
Gráfico 12

INCERTIDUMBRE SOBRE LA EVOLUCIÓN FUTURA DE LOS FLUJOS TURÍSTICOS, SOBRE EL USO DE LOS FONDOS EUROPEOS NGEU Y SOBRE LAS SECUELAS DE LA CRISIS

1 LLEGADAS DE TURISTAS EXTRANJEROS
Comparativa 2019-2020-2021



2 SUPUESTOS SOBRE ABSORCIÓN NGEU
(MRR + REACT-EU)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En cuarto lugar, la evolución de la economía española dependerá crucialmente de la movilización y asignación de los **fondos del NGEU**. El Banco de España incorporó, por vez

primera de forma explícita, a sus proyecciones el impacto del NGEU en diciembre de 2020, una vez que el Proyecto de PGE de 2021 hubo proporcionado los primeros detalles acerca del volumen de fondos consignados para este año. Ya entonces señalamos que existía un elevado grado de incertidumbre en torno al calendario de ejecución. En la práctica, el ritmo de utilización ha sido inferior al incorporado en los distintos ejercicios de proyecciones realizados desde entonces, lo que ha dado lugar a sucesivos desplazamientos temporales de los volúmenes de gasto. Las proyecciones de septiembre contemplan la realización de proyectos por un importe de algo más de 11 mm de euros en 2021 y 31 mm de euros en 2022, lo que se traduciría en impactos sobre la tasa de crecimiento del PIB de esos dos años de 0,6 pp y 1,8 pp, respectivamente. En todo caso, la incertidumbre continúa siendo notable tanto en relación con el momento de ejecución de los proyectos como respecto a su efecto multiplicador sobre la actividad y el empleo, lo que condicionará de manera decisiva la evolución económica en los próximos años.

En este sentido, el retraso en la ejecución de los proyectos puede que no constituya necesariamente un inconveniente, siempre que contribuya a que la selección de estos priorice aquellos con un efecto multiplicador más elevado. Esto último se vería favorecido si los proyectos se acompañaran de reformas estructurales orientadas a aumentar el crecimiento potencial de la economía. Pero, frente a estas ventajas más a medio plazo, un eventual retraso en la ejecución del gasto proyectado para 2022 daría lugar a un crecimiento del PIB menor el próximo año.

En quinto lugar, sigue existiendo una elevada incertidumbre sobre el **impacto final de la crisis sobre el tejido productivo**. Nuestras proyecciones se han elaborado bajo el supuesto de que dicho impacto es reducido, pero no puede descartarse que estos efectos acaben siendo más intensos y que puedan, por tanto, llegar a suponer un obstáculo para la recuperación.

Hasta la fecha hemos detectado ya algunos signos de deterioro en la solvencia de las empresas, concentrados fundamentalmente en los sectores más afectados por la pandemia. Así, por ejemplo, se han observado un cierto deterioro de la calidad crediticia en algunas carteras de préstamos de los bancos y un repunte en el número de empresas que se encuentran en concurso de acreedores, a pesar de la moratoria de estos procedimientos, que estará en vigor hasta finales de este año. La finalización de las medidas públicas de apoyo a las empresas podría hacer que emergieran nuevos deterioros de la solvencia empresarial en el futuro si la actividad de las sociedades afectadas se recuperara a un ritmo insuficiente para compensar los efectos de la retirada de estos estímulos y las medidas extraordinarias adoptadas en el marco de la pandemia.

En sexto lugar, una mayor intensidad o persistencia de los **cuellos de botella en el suministro** de determinados bienes intermedios energéticos y no energéticos también puede poner en riesgo la intensidad de la recuperación. De hecho, y de acuerdo con los indicadores más recientes (PMI) a los que me refería antes en el contexto del área del euro, este factor ya se estaría evidenciando en parte. Y, de hecho, según algunas estimaciones, la

existencia de los cuellos de botella habría reducido el nivel de las exportaciones en el primer semestre de 2021 en un 7 % para el conjunto del área del euro⁵.

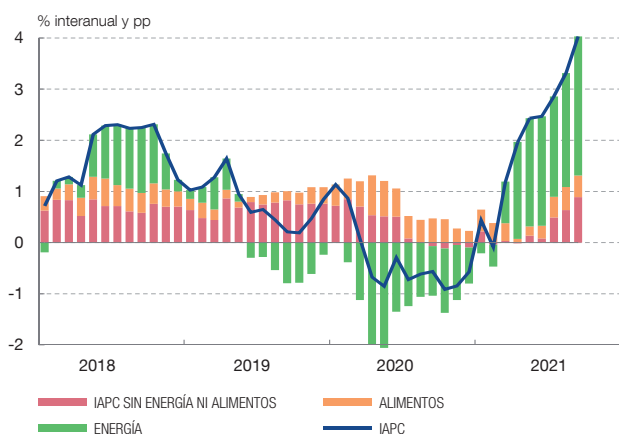
En séptimo y último lugar, un factor con capacidad de afectar de forma adversa a las perspectivas de la economía española es el reciente **repunte de la inflación**. Si bien este repunte obedece fundamentalmente a factores de naturaleza transitoria, todavía es pronto para saber cuál será el grado final de persistencia de este fenómeno, aunque, en todo caso, cabe pensar que, en los próximos meses, seguiremos observando tasas relativamente altas de inflación.

Pero, a la hora de realizar una valoración de la posible incidencia del repunte inflacionario a medio plazo, es importante considerar como punto de partida la tendencia desinflacionista observada desde buena parte de la década pasada, que dio pie a tasas muy reducidas de variación de los precios. En particular, una de las características del proceso desinflacionista de los años previos a la pandemia fue el aparente debilitamiento de la conexión entre el grado de holgura cíclica y el crecimiento de precios y salarios. Son diversos los argumentos que se han esgrimido para intentar explicar este fenómeno, observado a escala global. Estos incluyen desarrollos como la globalización, la automatización de procesos productivos o la expansión del comercio electrónico, que habrían contribuido a moderar las demandas salariales de los trabajadores y la capacidad de las empresas de expandir sus márgenes. Asimismo, los desarrollos demográficos, que, por su naturaleza, presentan una inercia muy elevada, habrían contribuido en los últimos años a mantener las presiones de la demanda en niveles relativamente moderados.

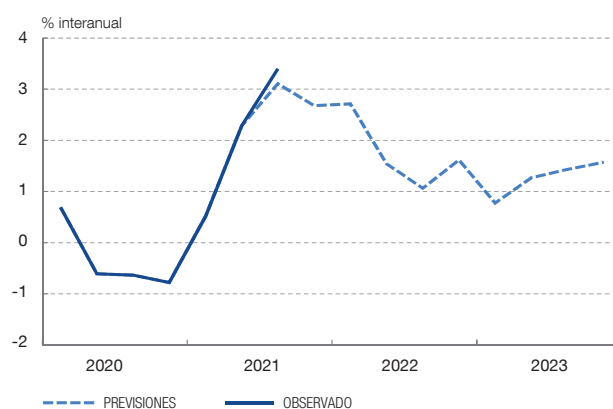
Gráfico 13

INCERTIDUMBRE SOBRE LA INTENSIDAD Y PERSISTENCIA DE LOS CUELLOS DE BOTELLA EN EL SUMINISTRO DE DETERMINADOS BIENES Y SOBRE EL REPUNTE DE PRECIOS

1 CONTRIBUCIONES (PP) A LA TASA INTERANUAL DEL IAPC (%)



2 IAPC: PREVISIONES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

5 E. Frohm, V. Gunnella, M. Mancini y T. Schuler (2021), «The impact of supply bottlenecks on trade», *Economic Bulletin*, n.º 6, BCE.

En mi opinión, es muy prematuro considerar que la incidencia futura de los factores anteriores se haya reducido tras la pandemia y, por tanto, que el repunte reciente de la inflación pueda suponer una cierta ruptura de la tendencia de inflación reducida que prevaleció durante aproximadamente una década.

Las causas del repunte actual reflejan una serie de determinantes de naturaleza distinta a la de los anteriores, en muchos casos transitoria. Este es el caso del cierre de determinadas actividades productivas como forma de contener la pandemia, que condujo, especialmente en la primera mitad de 2020, a caídas significativas en los niveles de precios de ciertos bienes y servicios. La recuperación posterior de los niveles de precios previos a la crisis, al compás de la reapertura de la economía, ha conducido a un efecto escalón sobre la tasa de inflación. Este ha sido el caso de los precios del petróleo y también de los servicios en los que el contacto personal desempeña un papel más destacado. De nuevo, este encarecimiento debería, en principio, ser puramente transitorio, no extendiéndose más allá del momento en que los efectos base desaparezcan del cálculo de la tasa interanual.

Por otro lado, como he expuesto, los diversos bienes energéticos están experimentando encarecimientos adicionales, lo que dota de mayor persistencia a los desarrollos recientes. En principio, se espera que este encarecimiento tenga una naturaleza transitoria, como anticipan los precios cotizados en los mercados de futuros de esas materias primas, que apuntan a una reducción a lo largo de 2022. Pero no se puede excluir que el aumento de precios persista en los próximos meses, dado el incremento del consumo energético durante el invierno, en un contexto en que el volumen de existencias de petróleo y gas es relativamente reducido. Además, en este encarecimiento de la energía confluyen un conjunto complejo de factores de carácter más estructural, tanto de demanda como de oferta. Estos últimos incluyen las políticas de los principales países productores de petróleo y gas, y el freno a las inversiones en combustibles fósiles que se desprende de su incierto futuro, dadas las políticas de lucha contra el cambio climático.

Además, en el caso de diversos bienes industriales no energéticos, a la recuperación de la demanda se han sumado las alteraciones en las cadenas globales de producción y el encarecimiento de muchos productos intermedios y materias primas, así como del transporte. Este aumento de costes se estaría ya trasladando parcialmente a los precios de venta de los productos finales.

En su conjunto, todos estos elementos introducen un notable nivel de incertidumbre acerca de la duración del actual episodio de encarecimiento de los costes de producción. Y, como es obvio, cuanto mayor sea esa duración, mayor será la probabilidad de que el aumento de la inflación gane persistencia, tanto porque los aumentos de costes se filtren con mayor intensidad a los precios finales como porque el alza de estos dé lugar a mayores demandas salariales. Este eventual escenario no tiene, sin embargo, un carácter inevitable. Por el contrario, las actuaciones de los agentes económicos nacionales — tanto en el ámbito público como en el privado— pueden contribuir a reducir su posible incidencia, como señalaré más adelante.

De esta argumentación se deduce que el impacto que pueda tener sobre la actividad el episodio inflacionista actual es muy incierto, ya que depende de múltiples factores, que incluyen su propia persistencia o la reacción de los distintos agentes económicos frente a este. En todo caso, por lo que respecta al episodio concreto del alza del precio de la electricidad, pueden servir de guía las estimaciones internas obtenidas en el Banco de España a través de distintas metodologías, que apuntarían a un impacto de entre 2 y 3 décimas de PIB al cabo de tres años para un incremento permanente de un 10 % en el precio de la electricidad pagado por los consumidores.

1.5 El papel de las políticas económicas en la situación actual

La reacción rápida y contundente de las políticas económicas desde el inicio de la crisis ha sido crucial para limitar los efectos y secuelas de la crisis. Las políticas monetaria y fiscal permitieron que hogares y empresas conservaran una proporción elevada de sus rentas y vieran mitigado el impacto negativo de la pandemia sobre su posición financiera. Estas acciones habrían evitado también que el tejido productivo sufra grandes daños, aunque, como señalaba, aún estamos lejos de poder afirmarlo con certidumbre.

EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS EN LA SITUACIÓN ACTUAL

- 1 En el contexto actual y previsto, las políticas monetaria y fiscal deben evitar una retirada prematura de los estímulos.
- 2 En el caso de la política monetaria, las decisiones del Consejo de Gobierno del BCE más recientes garantizan el mantenimiento de unas condiciones de financiación muy favorables durante la recuperación económica.
- 3 En el caso de la política fiscal, el apoyo va a seguir siendo necesario en 2022, si bien de un modo más selectivo, centrado en las empresas y los grupos poblacionales en los que aún se dejan sentir las consecuencias de la crisis. Es importante que las medidas sean temporales para no aumentar adicionalmente el déficit estructural.
- 4 En paralelo, debería iniciarse el diseño de un programa de consolidación que permita reducir gradualmente los elevados niveles de déficit y deuda públicos, con vistas a su puesta en marcha una vez que la recuperación sea sólida.
- 5 La política económica debe facilitar también la adaptación de las empresas y los trabajadores a las nuevas realidades surgidas tras la pandemia. Para ello, debe permitirse el uso de los mecanismos de ajuste que proporciona la legislación, para adaptar la situación específica de las empresas, mejorar los procedimientos de reestructuración de deudas y reforzar las políticas de formación y ayudas a la búsqueda de empleo de los trabajadores.
- 6 Asimismo, deben afrontarse los retos de medio plazo con una agenda decidida de reformas estructurales, apoyadas también por el uso de los fondos europeos.

El contexto actual y previsto se caracteriza por una recuperación progresiva de la actividad, pero dicha recuperación se encuentra todavía sujeta a varios elementos de riesgo relevantes y muy condicionada por el apoyo de las políticas económicas. Por ello, las políticas monetaria y fiscal deben evitar una retirada prematura de los estímulos.

En el caso de la política monetaria, las decisiones del Consejo de Gobierno del BCE más recientes, incluida la nueva estrategia de política monetaria, garantizan el mantenimiento de unas condiciones de financiación muy favorables durante la recuperación económica⁶.

⁶ Véase P. Hernández de Cos (2021), «La nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo».

En particular, la nueva estrategia del BCE, anunciada el pasado 8 de julio, establece un objetivo de inflación del 2 % en el medio plazo. Este objetivo es simétrico, en el sentido de que las desviaciones positivas y negativas respecto de este se consideran igualmente indeseables. Para mantener esta simetría, la nueva estrategia reconoce la importancia de tener en cuenta las implicaciones del límite inferior de los tipos de interés. En particular, el nuevo marco estratégico establece la necesidad de medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes cuando la economía se encuentra cerca de ese límite inferior. Esto también puede implicar un período transitorio en el que la inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo.

Una primera aplicación de este nuevo marco estratégico al instrumental de política monetaria del BCE tuvo lugar el pasado 22 de julio, mediante la modificación de la orientación sobre la senda futura de los tipos de interés, la denominada *forward guidance*. Según la nueva orientación, el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en sus niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observe que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección y de forma duradera en el resto de dicho horizonte, y considere que el progreso realizado de la inflación subyacente está lo suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo.

De este modo, la nueva orientación sobre las condiciones que regirán las decisiones futuras sobre los tipos de interés, junto con la percepción generalizada de que el actual episodio inflacionario tiene una naturaleza predominantemente transitoria, se traduce en unas expectativas de continuación del actual tono expansivo de nuestra política monetaria durante un tiempo dilatado.

En el caso de la política fiscal, el apoyo va a seguir siendo necesario en 2022, si bien de un modo más selectivo, centrado en las empresas y los grupos poblacionales en los que aún se dejan sentir las consecuencias de la crisis. El carácter selectivo que debe adquirir el apoyo de la política fiscal se justifica por la doble necesidad de minimizar el impacto sobre los desequilibrios presupuestarios en un contexto en que estos han aumentado de manera muy significativa durante la crisis y de asegurarse de que las políticas económicas no entorpecen la necesaria reasignación de recursos.

Por ello, es importante que las medidas sean temporales, para no aumentar adicionalmente el déficit estructural. En paralelo, debería iniciarse el diseño de un programa de consolidación que permita reducir gradualmente los elevados niveles de déficit y deuda públicos, con vistas a su puesta en marcha una vez que la recuperación sea sólida. Sobre esta cuestión me detendré más adelante.

En el caso del sector empresarial, por ejemplo, sigue siendo importante focalizar las ayudas en revertir el deterioro de la situación de solvencia generado por la crisis en las empresas que se consideran viables. En este sentido, en relación con el programa de ayudas aprobado la pasada primavera, parecen haberse detectado algunos problemas en

su ejecución que deberían ser resueltos con prontitud. En todo caso, por su naturaleza, este tipo de programas se dirigen a un elevado número de empresas, de tamaño muy reducido en la mayoría de los casos, lo que dificulta su implementación y exige realizar una evaluación periódica que, en su caso, justifique su ajuste si los resultados muestran indicios de que no se están alcanzando los objetivos previstos.

Por otra parte, los efectos de la crisis a medio y largo plazo dependerán también del grado de adaptación de las empresas a la nueva realidad económica. La política económica debe facilitar esta adaptación, lo que exigiría, por un lado, permitir el uso de los mecanismos de ajuste que proporciona la legislación, en particular la laboral, y que estos se adapten a las condiciones específicas de las empresas. Por otro lado, también deben mejorarse los procedimientos judiciales y extrajudiciales de reestructuración de deudas, cuyo funcionamiento presenta actualmente algunas deficiencias⁷. El funcionamiento eficiente de estos procedimientos cumple una importante función económica, al facilitar la supervivencia de las empresas viables con problemas de solvencia, así como la salida ordenada del mercado de aquellas otras con problemas de viabilidad. En este sentido, el pasado 3 de agosto, el Consejo de Ministros aprobó el Anteproyecto de Ley de Reforma de la Ley Concursal, que introduce cambios de calado en los mecanismos preconcursales y concursales que regulan la insolvencia de empresas, autónomos y consumidores.

Desde la perspectiva del empleo, para reducir los daños potencialmente estructurales de la crisis, se deben reforzar las políticas de formación y las ayudas a la búsqueda de empleo que faciliten la reasignación de los trabajadores que han perdido su puesto de trabajo hacia los sectores más pujantes tras la pandemia.

En todo caso, más allá de estos retos de corto plazo, me gustaría destacar que los desafíos estructurales que la economía española enfrenta son muy relevantes. Algunos ya existían antes de la crisis, como la baja productividad, el inadecuado funcionamiento de nuestro mercado de trabajo, la lucha contra el cambio climático, el envejecimiento

EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS EN LA SITUACIÓN ACTUAL (cont.)

- 7 Finalmente, debe gestionarse adecuadamente la política económica en el contexto del repunte inflacionista que estamos viviendo:
- Este es un argumento adicional: reforzar el necesario enfoque selectivo de la política fiscal, evitando indexaciones generalizadas en las partidas de gasto.
 - El apoyo a las familias vulnerables frente al episodio inflacionista debe acompañarse de una reflexión profunda sobre las potenciales deficiencias estructurales de nuestro mercado energético.
 - Las empresas y los trabajadores deben interiorizar la naturaleza fundamentalmente transitoria del repunte de los precios y buscar un reparto equitativo de la merma de rentas de la economía nacional frente al resto del mundo que implican los aumentos de costes recientes, en muchos casos concentrados en bienes y servicios que nuestra economía requiere pero no produce.

7 Véase M. García-Posada Gómez (2020), *Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del COVID-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal*, Documentos Ocasionales, n.º 2029, Banco de España.

poblacional o la elevada desigualdad. Otros han surgido o se han intensificado como resultado de la pandemia, como los derivados de la digitalización. Todos estos desafíos solo podrán afrontarse con una agenda decidida de reformas estructurales, apoyadas también por el uso de los fondos europeos⁸.

Finalmente, permítanme mencionar, como principal novedad frente a comparecencias previas, el reto que supone también gestionar adecuadamente la política económica en el contexto del repunte inflacionista que estamos viviendo. Los desarrollos recientes configuran un entorno complejo para el curso de las políticas económicas, al que las autoridades económicas no nos habíamos enfrentado desde antes de la anterior crisis financiera. De hecho, el BCE ha venido experimentando dificultades para alcanzar su objetivo de inflación durante un período muy prolongado de tiempo. Con este trasfondo, y dada la información disponible en estos momentos, en el BCE estamos decididos, como he indicado antes, a continuar suministrando los estímulos monetarios necesarios para que, en el medio plazo, la inflación alcance de forma duradera el objetivo del 2 %, sin reaccionar prematuramente ante perturbaciones transitorias.

Por su parte, la política fiscal ha de adoptar una perspectiva de medio plazo en la que la consolidación presupuestaria, una vez asentada la recuperación, pase a un plano prioritario. Ello no quiere decir que deba dejar de prestar atención, como acabo de enfatizar, a apoyar a las capas de la sociedad que se están viendo más afectadas por las consecuencias de la pandemia. Pero sí es un argumento adicional para justificar que el apoyo debe ser selectivo y que debe evitarse un impulso fiscal generalizado que, en caso de producirse, podría traducirse en un aumento de los cuellos de botella ya existentes, en los sectores más tensionados, que se terminara filtrando a los precios. También resulta particularmente importante evitar el uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto que pudieran alimentar adicionalmente el actual proceso inflacionista. El necesario apoyo a las familias vulnerables frente al episodio inflacionista debe acompañarse de una reflexión profunda sobre las potenciales deficiencias estructurales que podrían haberse evidenciado en el funcionamiento de nuestro mercado energético durante el episodio actual.

Finalmente, empresas y trabajadores deben interiorizar la naturaleza fundamentalmente transitoria de algunos de los principales factores que están detrás del actual repunte de los precios y buscar un reparto equitativo de la merma de rentas de la economía nacional frente al resto del mundo que implican los aumentos de costes recientes, en muchos casos concentrados en bienes y servicios que nuestra economía requiere pero no produce. En caso contrario, podría alentarse una realimentación de precios y costes con efectos adversos para la competitividad, la actividad económica y el bienestar de los ciudadanos.

8 P. Hernández de Cos (2021), «Los principales retos de la economía española tras el COVID-19», comparecencia en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el COVID-19 / Congreso de los Diputados.

2 El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado

En esta segunda parte de mi intervención ofreceré una valoración sobre el cuadro macroeconómico incorporado al Proyecto de PGE, la evolución de los ingresos y los gastos públicos de este, el tono resultante de la política fiscal y la dinámica de la deuda pública.

Antes de comenzar, me gustaría destacar dos aspectos relevantes sobre los que se asienta dicha valoración. Por un lado, el Proyecto de PGE se enmarca en un contexto en el que se mantiene activa la cláusula de salvaguarda que permite la suspensión temporal de las reglas fiscales para el año 2022, tal y como ya se hizo en 2021. Este mecanismo permite relajar la exigencia en la corrección del déficit público con el objetivo de facilitar el apoyo de la política fiscal para paliar las consecuencias económicas de la pandemia.

Por otro lado, la disponibilidad del Plan Presupuestario que el Gobierno publicó el pasado 15 de octubre me permitirá valorar las perspectivas fiscales para el conjunto de las AAPP y no solo para el Estado y la Seguridad Social. Asimismo, me gustaría aclarar que, salvo indicación contraria, me referiré en todo momento a las cifras del presupuesto consolidado del Estado, la Seguridad Social y los organismos autónomos, sin incluir los fondos NGEU, a los que dedicaré una mención especial.

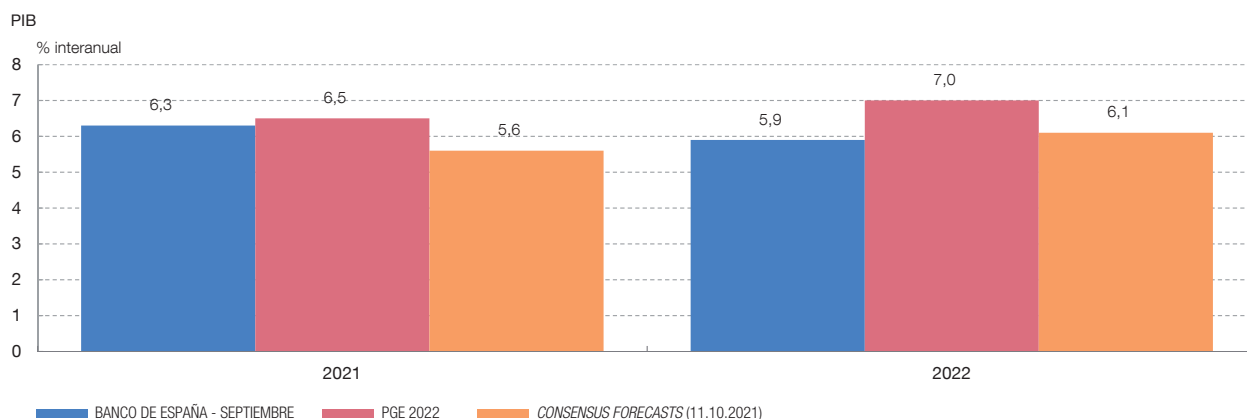
2.1 El cuadro macroeconómico

El Proyecto de PGE para el próximo ejercicio está enmarcado en un cuadro macroeconómico que prevé que el crecimiento del PIB se sitúe este año en el 6,5 %, antes de acelerarse hasta el 7 % en 2022.

Si se compara este escenario macroeconómico con las proyecciones de los analistas, incluidas las del Banco de España, teniendo en cuenta las consideraciones sobre

Gráfico 14

CUADRO MACROECONÓMICO: PREVISIONES DEL CRECIMIENTO DEL PIB EN EL BORRADOR DE LOS PGE POR ENCIMA DEL CONSENSO DE LOS ANALISTAS TANTO PARA 2021 COMO PARA 2022



FUENTES: Ministerio de Hacienda y Función Pública, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Fecha de cierre de las proyecciones: 14 de septiembre de 2021.

la necesaria adaptación de estas últimas a la información conocida tras su publicación, se obtiene que, por lo que respecta al año en curso, la tasa media de crecimiento del PIB contemplada en el Proyecto de PGE, del 6,5 %, es superior en casi 1 pp a la media del consenso de los analistas (5,6 %; 5,4 % si se toma la media de los analistas que han revisado sus previsiones en el último mes). En el mismo sentido, para 2022 el Proyecto de PGE espera que el PIB crezca un 7 %, tasa que supera también en alrededor de 1 pp a la de las proyecciones de los analistas⁹.

Si nos focalizamos en el año 2022, con las debidas cautelas ligadas a las limitaciones de la información disponible, no parece que la diferencia entre las tasas de avance del producto de la economía española en los PGE del próximo año y en las proyecciones del Banco de septiembre pueda deberse a los distintos supuestos realizados acerca del uso de los recursos del NGEU.

En cuanto a la composición del crecimiento, el escenario incorporado en los presupuestos recoge, frente a las proyecciones del Banco, un crecimiento significativamente mayor en los componentes de la demanda nacional y, en cambio, una aportación más reducida del sector exterior. En sentido contrario, las perspectivas de crecimiento del empleo son algo menos favorables en los PGE.

Por último, los PGE prevén un crecimiento del deflactor del consumo privado del 1,3 %, 2 décimas menos que las proyecciones del Banco de España de septiembre. Pero, en este contexto, me parece muy relevante resaltar los cambios en las perspectivas de evolución de los precios de consumo desde nuestras proyecciones de septiembre. En concreto, si hiciéramos una actualización relativamente mecánica de estas proyecciones con la información más reciente, las tasas medias de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) en 2021 y 2022 se revisarían al alza en algo más de 0,5 pp y 1 pp, respectivamente, hasta el 2,8 %.

2.2 La previsión de ingresos públicos

El Proyecto de PGE prevé un aumento de los ingresos de un 8 % en 2022 respecto al avance de liquidación de 2021. Dicho incremento descansa fundamentalmente en la evolución prevista de las bases imponibles, el impacto retardado de las medidas de 2021 (estimado por el Gobierno en 2 mm de euros) y la desaparición de las exenciones de cotización a la Seguridad Social ligadas al COVID-19, ya que las nuevas medidas tributarias no tendrían impacto recaudatorio en 2022, de acuerdo con la estimación del Gobierno.

A continuación, estructuraré mis comentarios sobre esta previsión de ingresos en torno a tres elementos: el avance de liquidación de 2021, las nuevas medidas para 2022 y los riesgos sobre la previsión de ingresos.

⁹ El FMI prevé un crecimiento del 6,4 % para 2022, 6 décimas por debajo de las incluidas en los PGE.

Cuadro 1

INGRESOS PÚBLICOS: SEGÚN EL AVANCE DE LIQUIDACIÓN, LA RECAUDACIÓN DE LAS MEDIDAS TRIBUTARIAS DE 2021 SERÁ INFERIOR A LA PREVISIÓN INICIAL

CUANTIFICACIÓN DEL IMPACTO RECAUDATORIO DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS DE INGRESOS PREVISTAS EN EL PROYECTO DE PGE 2022

Millones de euros

	Ppto. inicial 2021	Avance liq. 2021	Diferencias (liq. – ppto.)
Impuestos recogidos en los PGE 2021	1.412	1.012	400
IVA:			
Bebidas azucaradas	340	240	100
IRPF:			
Tipos rentas altas	144	144	0
Impuestos sociedades:			
Exención rentas del exterior	473	173	300
Otros indirectos:			
Incremento del tipo sobre primas de seguro	455	455	0
Otros impuestos fuera de los PGE 2021	3.170	495	2.675
Impuestos medioambientales:			
Envases plásticos	491		491
Residuos en vertederos	861		861
Otros impuestos indirectos:			
Servicios digitales	968	155	813
Transacciones financieras	850	340	510
Total	4.582	1.507	3.075
En % del PIB	0,38	0,12	0,25

FUENTES: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

En primer lugar, el avance de liquidación de 2021 apunta a una recaudación de unos 3,1 mm de euros por debajo del presupuesto inicial. Esta desviación sería el resultado de que el mejor comportamiento esperado de los ingresos por cotizaciones (+3,6 mm de euros) no sería suficiente para compensar una recaudación tributaria que se situaría por debajo de lo presupuestado inicialmente (-6,7 mm de euros).

Aproximadamente la mitad de la desviación en los ingresos tributarios (3 mm de euros) se debería a la menor capacidad recaudatoria de las nuevas medidas impositivas que fueron introducidas en 2021 o cuya prevista introducción no tuvo lugar finalmente. Ordenados según la magnitud de la desviación proyectada a día de hoy, destacan los impuestos sobre las transacciones financieras y sobre determinados servicios digitales, la limitación de las exenciones por doble imposición a las grandes empresas y la subida del IVA a bebidas azucaradas. A esto hay que añadir la no entrada en vigor del impuesto sobre los envases de plástico no reutilizables y sobre los residuos en vertederos¹⁰. Estos resultados evidencian la necesidad de estimar los efectos de las medidas discrecionales de ingresos con prudencia, en particular cuando se trata de la introducción de nuevas figuras tributarias, sobre las que no existe evidencia sobre su comportamiento en el pasado.

¹⁰ El resto de la desviación se explicaría por factores como las medidas más recientes de reducción del IVA a la electricidad y del impuesto especial sobre la electricidad (-0,5 mm y -0,3 mm de euros, respectivamente) y por una evolución del consumo privado menos favorable de lo proyectado en los PGE 2021 (la previsión actual del Gobierno para el consumo nominal de 2021 es de un crecimiento del 9,9%, frente al 11,5% que preveía en los PGE 2021).

En segundo lugar, el Proyecto de PGE incluye dos novedades por el lado de los ingresos. En el impuesto sobre sociedades, el establecimiento de un tipo mínimo del 15 % sobre la base imponible de grupos consolidados o de compañías cuya cifra de negocios sea igual o superior a 20 millones de euros¹¹. En el IRPF, la introducción de una minoración del límite general de reducción aplicable a la base imponible por aportaciones y contribuciones a planes de pensiones individuales desde los 2.000 a los 1.500 euros, así como un incremento del límite de reducción por aportaciones a planes de pensiones de empresa desde los 8.000 a los 8.500 euros. De acuerdo con las estimaciones incluidas en el Proyecto de PGE, estas medidas tendrían un impacto recaudatorio muy reducido en 2022.

Cuadro 2

INGRESOS PÚBLICOS: LAS NUEVAS MEDIDAS TRIBUTARIAS TENDRÁN UN ESCASO IMPACTO RECAUDATORIO EN 2022

CUANTIFICACIÓN DEL IMPACTO RECAUDATORIO DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS DE INGRESOS PREVISTAS EN EL PROYECTO DE PGE 2022

Millones de euros

		Efecto incremental	
		2022	2023
Medidas incorporadas en los PGE 2022		0	498
IRPF:	Reducción adicional en deducciones planes de pensiones		77
Impuestos sociedades:	Tributación mínima del 15 % y reducción bonificación arrendamiento viviendas		421
Total		0	498
En % del PIB		0	0,04

FUENTES: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

En tercer lugar, en cuanto a los riesgos, se pueden identificar dos factores principales que condicionan la previsión de ingresos.

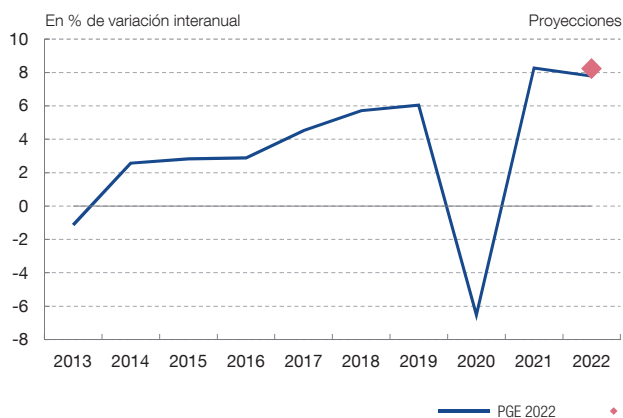
Por un lado, la verosimilitud acerca de la magnitud de la recaudación tributaria proyectada en los PGE, dadas las bases impositivas implícitas. En este sentido, tomando como base el escenario macroeconómico que acompaña a los PGE y tomando como base los modelos del Banco de España, la previsión de ingresos resultaría ligeramente optimista en lo que se refiere a los ingresos por cotizaciones sociales, si bien se podría ver parcialmente compensada por una previsión prudente para la recaudación tributaria.

Por otro lado, la propia evolución del entorno macroeconómico contemplada en los PGE, que, como he señalado anteriormente, se encuentra sujeta a riesgos a la baja, cuya materialización podría redundar en un menor dinamismo de las propias bases impositivas.

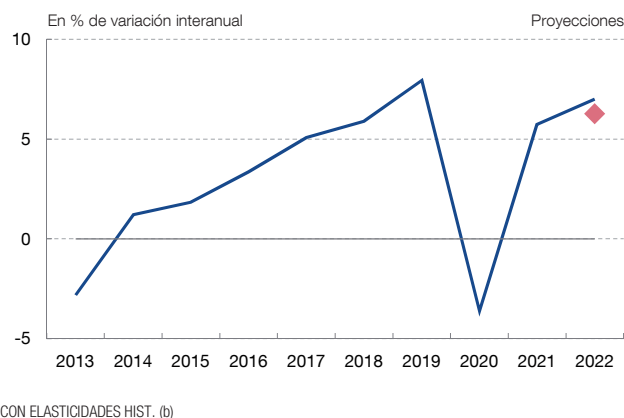
¹¹ Para las compañías de nueva creación, ese tipo mínimo será del 10 %, y para las entidades de crédito y explotación de hidrocarburos la tributación mínima será del 18 %.

INGRESOS PÚBLICOS: CONDICIONADA AL CUMPLIMIENTO DEL CUADRO MACRO DEL PROYECTO DE PGE, LA RECAUDACIÓN PREVISTA SE ENCUENTRA EN LÍNEA CON LAS ELASTICIDADES HISTÓRICAS, PERO CON RIESGOS A LA BAJA ANTE UN POSIBLE PEOR COMPORTAMIENTO DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO FRENTE AL PREVISTO

1 EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS (a)



2 EVOLUCIÓN DE LAS COTIZACIONES SOCIALES EFECTIVAS



FUENTES: Presupuestos Generales del Estado 2022 y Banco de España.

a Suma de impuestos compartidos (IRPF, sociedades, IVA e impuestos especiales) más cotizaciones sociales efectivas.

b Elasticidades históricas estimadas por la Comisión Europea y medidas de los PGE 2022.

2.3 La evolución del gasto

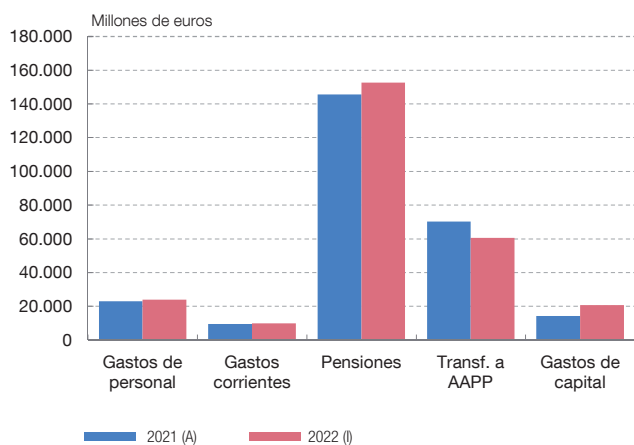
Por el lado de los gastos, el Proyecto de PGE prevé que estos aumenten en un 2,3 % en 2022 respecto al avance de liquidación de 2021. Este mayor gasto se debe a las partidas de pensiones y gastos de capital, que compensan con creces la contención en rúbricas con un acusado componente cíclico, como las prestaciones por desempleo y otras transferencias al resto de las AAPP relacionadas con la gestión de la emergencia sanitaria. En lo que sigue articularé mis comentarios en torno a dos elementos: la composición del aumento previsto en el gasto y la evolución de este agregado desde el inicio de la pandemia.

En primer lugar, en cuanto a la evolución proyectada de las diferentes partidas de gasto, por un lado, para el gasto en desempleo, se prevé una nueva reducción en 2022, como consecuencia de la recuperación económica, lo que situaría el importe de esta partida un 37 % por debajo de la cifra de 2020, aunque todavía un 18 % por encima del gasto ejecutado en 2019. Asimismo, respecto al avance de liquidación de 2021, se prevé una reducción del 13,8 % (9,7 mm de euros) en las transferencias corrientes al resto de las AAPP, como resultado del menor gasto relacionado con la gestión de la pandemia por parte, sobre todo, de las CCAA. Por otro lado, se esperan incrementos del gasto en pensiones y en personal, de unos 7 mm y 1 mm de euros, respectivamente, así como en el conjunto de la formación bruta de capital fijo y las transferencias de capital, de unos 6,5 mm de euros. Por último, cabe mencionar una serie de medidas de gasto, tales como el bono joven al alquiler y el nuevo bono cultural para jóvenes, cuya cuantía es poco significativa de acuerdo con las estimaciones del Gobierno.

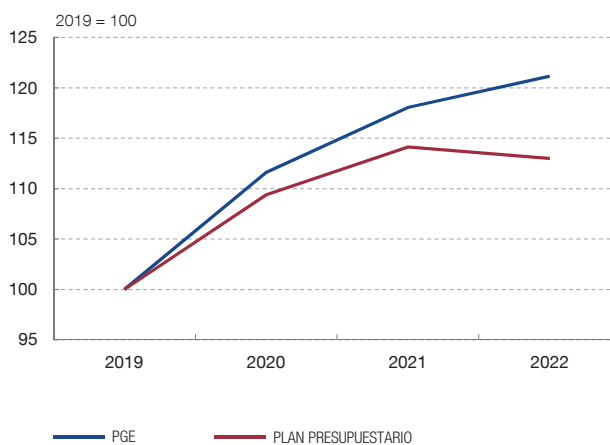
Gráfico 16

GASTO PÚBLICO: AUMENTOS DEL GASTO DEL ESTADO EN PENSIONES Y DE CAPITAL, EN PARTE COMPENSADOS POR MENORES TRANSFERENCIAS A OTRAS AAPP

1 DESGLOSE DEL GASTO



2 GASTO PRIMARIO SIN DESEMPLEO



FUENTES: Comisión Europea, Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

En el caso de los gastos de capital, su impulso discrecional respondería a las necesidades, originadas por la pandemia, de proporcionar soporte a la recuperación económica en curso. No obstante, hay que tener en cuenta que este impulso es adicional al procedente de los fondos NGEU. El importe presupuestado a cargo del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) en la partida de gastos de capital es de 22,4 mm de euros en 2022 (frente a los 20,5 mm de euros de 2021). En conjunto, representan un volumen de gasto en inversión sin precedentes, que podría derivar en dificultades significativas de ejecución. Como ilustración, en el pasado el porcentaje de inversión ejecutada se ha situado en torno al 90 % en promedio.

PRINCIPALES RIESGOS PARA LAS PROYECCIONES DE GASTO

- 1 El incremento de los gastos de capital presupuestados (+6,5 mm de euros), que se añade al uso de los fondos del MRR (22,4 mm de euros), no tiene precedentes y podría derivar en riesgos de infraejecución significativos.
- 2 Riesgos al alza en la partida de pensiones si el repunte de la inflación en los meses finales de este año fuera superior al previsto en el borrador de los PGE.
- 3 Gasto por intereses previsto algo por encima del que surge del uso de los modelos del Banco de España.

En cuanto a la partida de gasto en pensiones, la previsión contemplada en el Proyecto de PGE presenta ciertos riesgos de desviación al alza. Estos riesgos surgen de un posible repunte de la inflación en los meses finales de este año por encima de lo previsto en el borrador de los PGE. En concreto, el gasto en pensiones podría situarse, de acuerdo con el análisis del Banco de España, en torno a 1,5 mm de euros por encima de lo contemplado en el Proyecto de

PGE para el año 2022¹². A esta posible desviación habría que añadir el coste de la compensación de las pensiones en 2021, que podría situarse en torno a otros 2 mm de euros adicionales.

En cambio, el gasto previsto en prestaciones por desempleo se encuentra, en términos generales, en línea con las estimaciones de los modelos que utiliza el Banco de España, dado el cuadro macro que acompaña al Proyecto de PGE.

Por último, para el gasto en intereses se prevé un incremento de 3,3 mm de euros con respecto al avance de liquidación de 2021, por encima de lo estimado por los modelos del Banco de España.

Con todo, la composición del gasto en el Proyecto de PGE implica un cierto trasvase de gastos asociados a la gestión de la emergencia sanitaria y la crisis económica hacia gastos vinculados no solo a proyectos de inversión, sino también a otras partidas de gasto corriente, como las pensiones. Este hecho podría explicar, al menos en parte, la diferente evolución prevista entre el gasto del Estado y la Seguridad Social en el Proyecto de PGE y el del conjunto de las AAPP en el Plan Presupuestario¹³. En particular, el Proyecto de PGE prevé un aumento del gasto de 2,3 % para el Estado y la Seguridad Social, frente a la reducción del 2,1 % para el conjunto de las AAPP que prevé el Plan Presupuestario. Esta divergencia apunta implícitamente a una reducción del gasto de las CCAA, lo que es coherente con el significativo descenso del gasto sanitario relacionado con la pandemia, que mayoritariamente ha sido llevado a cabo por estas AAPP.

Finalmente, me gustaría referirme a la evolución del gasto desde una perspectiva temporal más amplia. El Proyecto de PGE contempla un aumento del gasto total del 2,3 %, inferior al esperado tanto para los ingresos públicos (8 %) como para el PIB nominal (8,6 %). Sin embargo, conviene recordar que el gasto había aumentado de forma muy significativa en los años 2020 y 2021, a diferencia del PIB y los ingresos. Además, tal y como he comentado anteriormente, una parte significativa de dicho aumento podría considerarse no directamente relacionada con la situación de excepcionalidad surgida a raíz de la emergencia sanitaria y presentar, por tanto, un componente de persistencia no desdeñable. De este modo, excluyendo las partidas relacionadas con prestaciones por desempleo e inversión pública, al objeto de acotar una métrica aproximada del gasto estructural, el gasto primario del Estado y la Seguridad Social aumentaría en un 18,9 % respecto al año 2019, frente a aumentos del 8,3 % y del 5,6 % en el caso de los ingresos y el PIB nominal, respectivamente. Para el conjunto de las AAPP, este aumento del gasto entre 2019 y 2022 sería del 11,7 %, de acuerdo con el Plan Presupuestario, frente al incremento del 7 % en el caso de los ingresos totales. Estas cifras ilustran la magnitud del reto del proceso de consolidación fiscal que

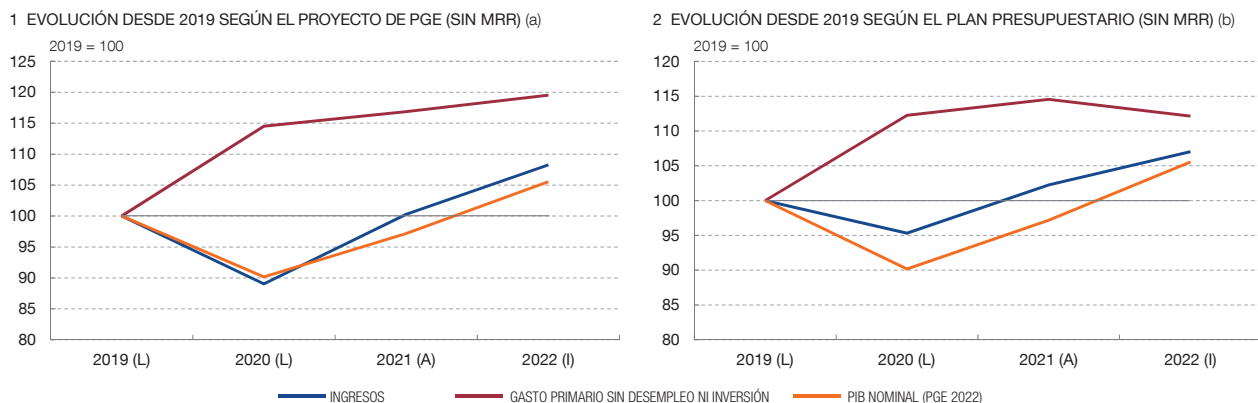
¹² En concreto, si la tasa media de avance interanual del IPC entre los meses de diciembre de 2020 y noviembre de 2021 se situase, como cabe prever, por encima del 2 %, la revalorización acumulada de las pensiones en 2021 y 2022 sería superior al 4 %, mientras que la que se deduce de los supuestos del Proyecto de PGE es del 3,7 %.

¹³ Nótese que la comparación entre el Proyecto de PGE y el Plan Presupuestario presenta la dificultad añadida de que utilizan esquemas contables diferentes: mientras que el primero se basa en un criterio de caja, el segundo se elabora sobre la base del principio de devengo de la Contabilidad Nacional.

habrá que acometer una vez que se consolide la recuperación tras la pandemia, en la medida en que este incremento del gasto tenga un componente estructural importante, es decir, que no estén ligadas a gastos cíclicos o relacionados con la pandemia.

Gráfico 17

EL GASTO PÚBLICO PERMANECERÍA SUSTANCIALMENTE POR ENCIMA DE SU NIVEL PRECRISIS



FUENTES: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

a Valores en términos de caja.

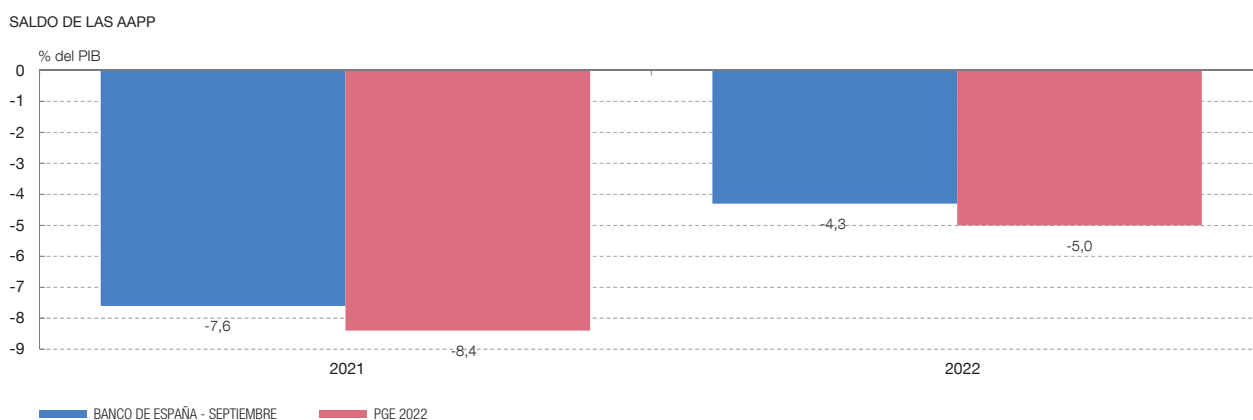
b Valores en términos de Contabilidad Nacional.

2.4 El objetivo de déficit público y el tono de la política fiscal

En cuanto al déficit público, el Proyecto de PGE estima que este alcance este año el 8,4 % del PIB para el conjunto de las AAPP, y se reduzca en 3,4 pp, hasta el 5 %, en 2022. Permítanme analizar a continuación la incertidumbre existente en torno a estos objetivos.

Gráfico 18

DÉFICIT PÚBLICO: REDUCCIÓN DE 3,4 PP DE PIB, HASTA EL 5 %. LOS RIESGOS AL ALZA SOBRE ESTA PREVISIÓN, POR UNA PEOR EVOLUCIÓN ECONÓMICA QUE LA PREVISTA, SE PODRÍAN COMPENSAR POR UNA MENOR EJECUCIÓN DE LOS GASTOS DE CAPITAL Y UN POSIBLE CIERRE DEL DÉFICIT EN 2021 POR DEBAJO DE LO PREVISTO



FUENTES: Ministerio de Hacienda y Función Pública, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Fecha de cierre de las proyecciones: 14 de septiembre de 2021.

De acuerdo con el análisis de las partidas de gastos e ingresos que acabo de desgranar, se pueden identificar dos fuentes de riesgo que operarían en sentido opuesto respecto al cumplimiento del objetivo de déficit público. Por un lado, tal y como he comentado con anterioridad, el cuadro macroeconómico que acompaña al Proyecto de PGE está sujeto a riesgos a la baja. La materialización de dichos riesgos redundaría en un menor dinamismo de las bases impositivas y, por ende, en una peor evolución de los ingresos públicos. En concreto, las elasticidades estimadas habitualmente muestran que un crecimiento del PIB real inferior en 1 pp al previsto puede generar un incremento del déficit público de alrededor de 5 décimas de PIB. Por otro lado, la evidencia histórica indica que la ejecución de gasto relacionado con la inversión pública, una de las partidas que más aumenta en el Proyecto de PGE, se suele situar significativamente por debajo del gasto inicialmente presupuestado. De este modo, la previsión de gasto público para el conjunto de las AAPP estaría sometida a riesgos a la baja. En este mismo sentido, las previsiones más recientes del Banco de España anticipan un déficit público para 2021 del 7,6 % del PIB, inferior al 8,4 % contemplado por el Gobierno¹⁴. Estos dos factores podrían compensar los riesgos al alza sobre el déficit derivados de un menor crecimiento del PIB que el proyectado.

En relación con la valoración sobre la orientación cíclica de la política fiscal, es importante subrayar las dificultades para identificar correctamente en qué punto del ciclo nos encontramos. Si ya en circunstancias normales es difícil la valoración de la posición cíclica de la economía mediante los instrumentos usados comúnmente, como la brecha de producción o *output gap*, por tratarse de medidas no observables, estos inconvenientes se ven acrecentados en un ciclo tan inusual como el actual, dada, en particular, la naturaleza asimétrica de la recuperación.

Más allá de estas dificultades, al considerar la orientación de la política fiscal aproximada por la variación del saldo público estructural, debe incluirse también el efecto de los fondos europeos canalizados a través del MRR, dado que estos no afectan al nivel de déficit en términos contables, pero sí al tono de la política fiscal, ya que implican un aumento significativo del gasto, pero no son el fruto de la recaudación sobre los agentes residentes, dado su esquema de financiación¹⁵.

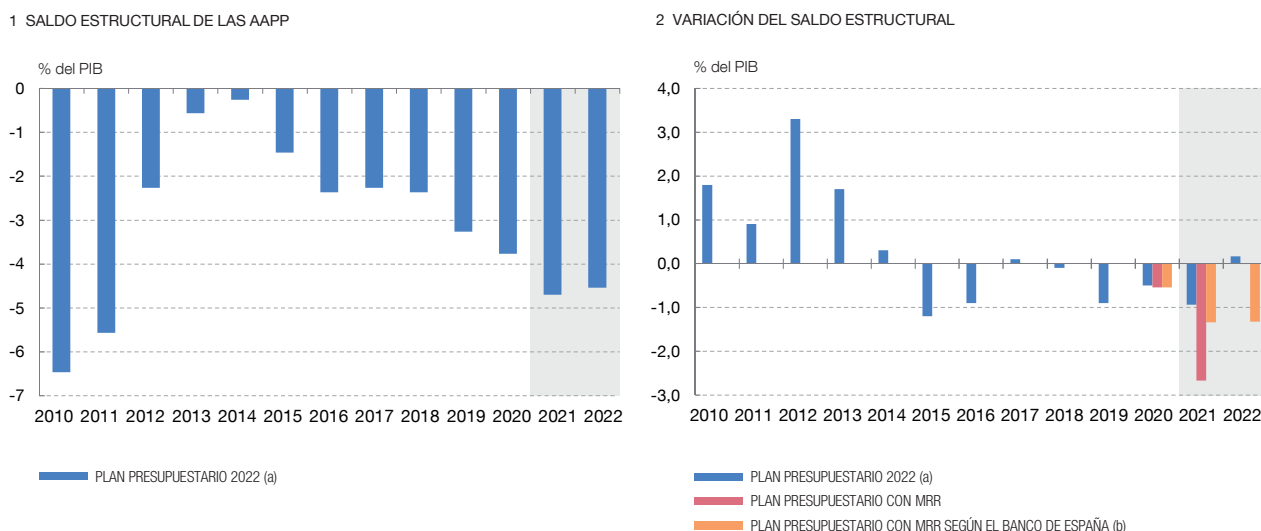
Así, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural, pasaría de ser expansivo en 2021 (-0,9 pp) a ser prácticamente neutral en 2022, una vez que se incluye el impacto de los fondos europeos. No obstante, considerando el perfil temporal de ejecución del gasto de los fondos europeos contemplado en las previsiones del Banco de España, el tono de la política fiscal sería significativamente expansivo en el año 2022. Esto se debe a que, respecto a la previsión del Plan Presupuestario, el escenario del Banco de España contempla una ejecución de gasto con cargo al MRR menor en el año 2021 y similar en el año 2022, lo que implica un aumento no desdeñable del gasto público en el próximo año, que generaría un estímulo fiscal significativo.

14 Nótese que esta previsión se basa en la información disponible en la fecha de cierre del ejercicio de proyecciones del Banco de España del pasado mes de septiembre.

15 Por tanto, para medir correctamente el tono de la política fiscal, la variación del saldo estructural se debe corregir de este efecto, restándole la variación del saldo neto de recursos procedentes de la Unión Europea (UE).

Gráfico 19

EN TODO CASO, SE MANTIENE UN TONO EXPANSIVO DE LA POLÍTICA FISCAL Y SE CONSTATA EL ELEVADO DETERIORO DEL DÉFICIT ESTRUCTURAL DURANTE LA CRISIS



FUENTES: Comisión Europea, Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

- a El saldo estructural del Plan Presupuestario para el período 2010-2019 se obtiene a partir de las previsiones de la Comisión Europea.
- b Se obtiene combinando el saldo estructural contenido en el Plan Presupuestario con las estimaciones de gasto por el MRR del Banco de España.

Por otra parte, más allá de la orientación de la política fiscal que se deduce de las variaciones del saldo estructural, dado el nivel negativo que alcanzará esta variable en 2022, es indudable que la política fiscal seguirá generando un estímulo significativo¹⁶.

2.5 La deuda pública

Según las cifras publicadas en el Plan Presupuestario, la ratio de deuda pública sobre PIB habría alcanzado su máximo en 2020, momento a partir del cual empezaría una senda de reducción muy gradual, que en 2022 alcanzaría los 4,5 pp, hasta situarse cerca del 115%. Este descenso de la ratio de deuda pública se debería exclusivamente al crecimiento del producto nominal, que más que compensaría los aumentos de la deuda provocados por el déficit presupuestario y el pago de intereses¹⁷. En todo caso, la senda de esta variable está muy condicionada por los desarrollos macroeconómicos, de manera que una recuperación económica más lenta de lo esperado incidiría negativamente en la senda proyectada de la ratio de deuda pública. Un mayor crecimiento del deflactor del PIB que el esperado operaría en la dirección contraria.

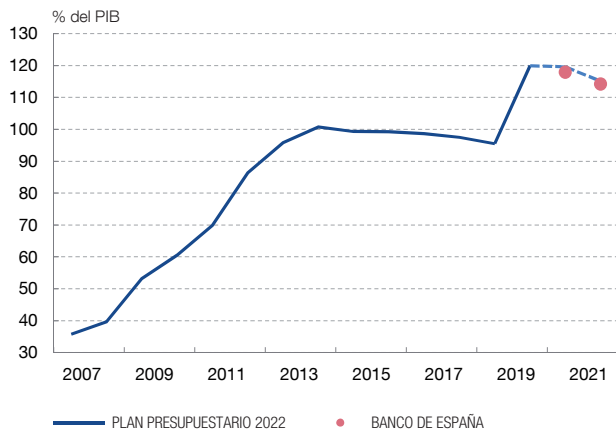
¹⁶ En su informe, el Consejo Fiscal Europeo aboga por definir el tono de la política fiscal utilizando el nivel del saldo estructural primario. Así, esta institución recomienda referirse al cambio en el saldo estructural como «impulso fiscal» y al nivel como «posición fiscal» u «orientación presupuestaria».

¹⁷ Los ajustes flujo-fondo, que, según el Plan Presupuestario, no contribuirían a la variación de la ratio de deuda pública en 2022, reflejan el conjunto de operaciones y flujos que no afectan al déficit pero sí a la deuda (y viceversa). Así, por ejemplo, las transferencias recibidas en el marco del NGEU no tienen un impacto en el déficit público, pero sí pueden afectar a la deuda pública en la medida en que el volumen de esas transferencias no se corresponda, en un año en concreto, con los gastos ejecutados.

Gráfico 20

DEUDA PÚBLICA: SE PREVÉ UNA REDUCCIÓN DE 4,5 PP DE PIB EN 2022, FRUTO DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO NOMINAL

DEUDA PÚBLICA



DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA DE LAS AAPP SEGÚN EL PLAN PRESUPUESTARIO 2022

	2020	2021	2022
Deuda en porcentaje del PIB	120,0	119,5	115,1
Variación de la deuda (en puntos porcentuales del PIB)	24,4	-0,4	-4,5
<i>Debida a:</i>			
Saldo	8,7	6,2	3,0
Intereses pagados	2,2	2,1	2,0
Tasa de variación nominal del PIB	10,4	-8,7	-9,5
Ajuste flujo-fondo	3,0	-0,1	0,0

FUENTES: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

3 Los retos para la política fiscal

Dedicaré el tercer bloque de mi intervención a plantear los que son, en mi opinión, los principales retos para la política fiscal española en el medio y largo plazo. Con carácter general, estos retos pueden estructurarse en torno a dos grandes ejes, que están estrechamente relacionados entre sí.

En primer lugar, se hace necesario que, una vez superada la pandemia, se refuerce la sostenibilidad de las cuentas públicas para reducir la vulnerabilidad macrofinanciera que suponen los actuales niveles de endeudamiento.

En segundo lugar, resulta imprescindible avanzar en la mejora de la calidad de las finanzas públicas, de forma que se persiga una composición de los ingresos y gastos públicos que favorezca la transformación estructural que la economía española debe abordar en los próximos años —por ejemplo, en los ámbitos digital y medioambiental— e incremente nuestra capacidad de crecimiento potencial.

A continuación, desarrollaré los elementos esenciales de estos desafíos, señalando también algunas de las palancas disponibles para afrontarlos. Acabaré con algunas reflexiones sobre la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), actualmente en discusión.

3.1 Reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas

Como ya he mencionado, la necesaria respuesta de la política fiscal durante la crisis ha comportado, inevitablemente, un deterioro muy significativo de las cuentas públicas. Además, el elevado nivel de déficit público estructural y de la ratio de deuda pública sobre PIB antes del estallido de la crisis ya evidenciaba una elevada fragilidad. Como resultado, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea, el déficit estructural de las cuentas públicas españolas, que en 2019 se situaba en un 3,7 % del PIB —2,5 pp por encima del que se observaba en el promedio de las economías de la UEM—, se elevará hasta el 4,9 % del PIB en 2021. Del mismo modo, entre finales de 2019 y el segundo trimestre de este año, la ratio de deuda pública sobre PIB se ha elevado en más de 27 pp en España, hasta el 123 %, porcentaje asimismo muy superior al que se registra en el promedio del área del euro (un 100,5 % en el primer trimestre de 2021).

Como he subrayado en distintas ocasiones, este deterioro de las finanzas públicas exige diseñar con rigor y comunicar con prontitud un plan de consolidación fiscal para su ejecución gradual, una vez superada la crisis, que permita reducir de forma paulatina los elevados desequilibrios presupuestarios actuales, reforzando, de este modo, la sostenibilidad de las cuentas públicas. Dicho plan permitiría restablecer los márgenes fiscales para futuras actuaciones en caso de materialización de nuevas crisis.

La implementación en el medio plazo de este plan de ajuste resulta indispensable. En este sentido, distintos ejercicios de simulación realizados por el Banco de España

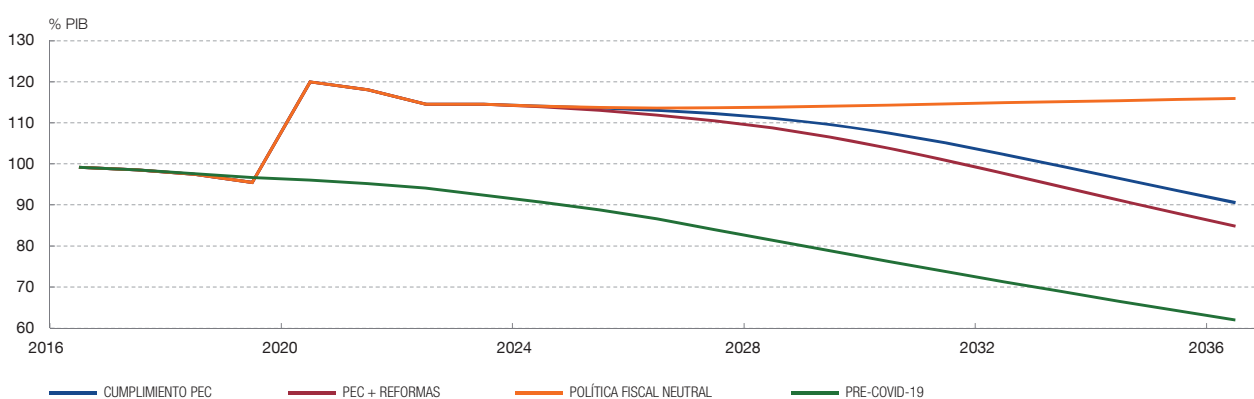
sugieren que, en los próximos 15 años, esta ratio permanecería en niveles cercanos al 115 % del PIB si, durante este período, no se adoptaran medidas de consolidación presupuestaria adicionales y la economía española mostrara una tasa de crecimiento promedio en línea con la observada en las últimas décadas.

El mantenimiento en el tiempo de desequilibrios presupuestarios y altos niveles de endeudamiento público, además de reducir nuestro margen de actuación fiscal ante posibles crisis futuras, supone una considerable vulnerabilidad macrofinanciera para la economía española. En particular, distintas piezas de evidencia empírica revelan que la persistencia de altos niveles de deuda pública durante un período de tiempo prolongado puede suponer no solo un elemento de debilidad ante posibles cambios en el sentimiento de los inversores, sino también un lastre para el crecimiento económico.

Gráfico 21

SI NO SE ADOPTAN MEDIDAS DE CONSOLIDACIÓN ADICIONALES, EN LOS PRÓXIMOS 15 AÑOS LA RATIO DE DEUDA PÚBLICA PERMANECERÁ EN NIVELES CERCANOS AL 115 % DEL PIB

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA BAJO DISTINTOS SUPUESTOS

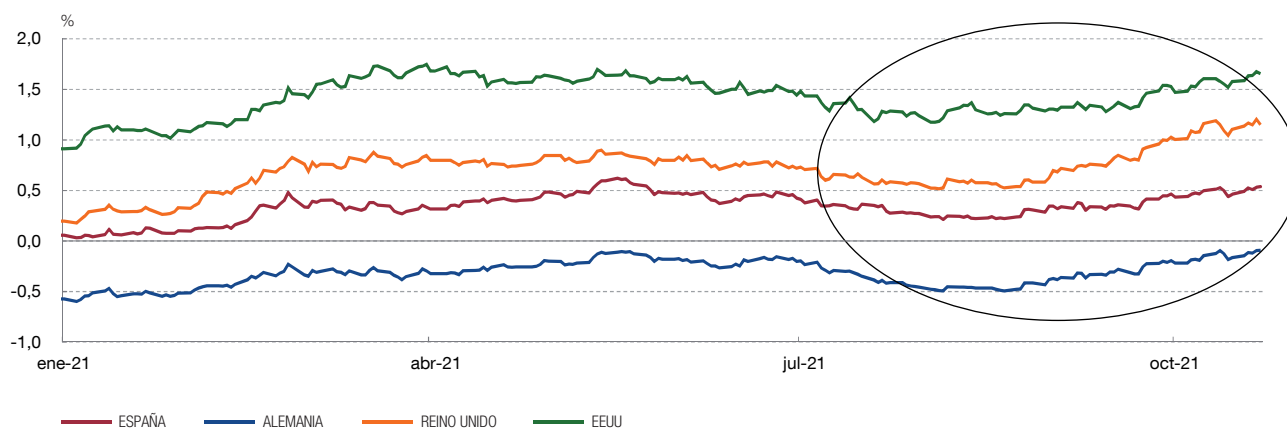


FUENTE: Banco de España.

En relación con el primero de estos canales, cabe reseñar que, si bien durante la crisis provocada por la pandemia los costes de financiación del Tesoro español en los mercados internacionales de capitales han permanecido en niveles históricamente muy reducidos —en gran parte gracias a las medidas extraordinarias desplegadas por el BCE—, en los próximos años no puede descartarse que estos mercados registren una mayor volatilidad y se produzca un aumento en la tasa de rentabilidad exigida por los inversores. De hecho, en los últimos meses, en un contexto en el que la recuperación gradual de la economía mundial se ha visto acompañada por un acusado repunte en las dinámicas de inflación, ya se ha producido un aumento de la rentabilidad exigida a los bonos soberanos a largo plazo en la mayor parte de las economías de nuestro entorno. En el caso español, por ejemplo, el tipo de la deuda pública a diez años se situó el pasado viernes en el 0,5 %, frente al 0 % observado a principios de año.

EL REPUNTE EN LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA DURANTE 2021 ILUSTRA LA VULNERABILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS ANTE CAMBIOS EN LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

TIPOS DE INTERÉS. BONOS A DIEZ AÑOS



FUENTE: Refinitiv Datastream. Última observación: 22 de octubre de 2021.

En relación con el segundo de los canales que he mencionado, la persistencia en el tiempo de ratios de deuda pública elevadas puede influir negativamente sobre el grado de dinamismo de la actividad a través de varias vías. Por ejemplo, porque garantizar la sostenibilidad de esta deuda exija mantener durante mucho tiempo altas tasas impositivas, con el lastre que ello suele implicar para el crecimiento económico, y/o un menor nivel de gasto público productivo que estimule el potencial de crecimiento de la economía. Además, un elevado endeudamiento público también puede afectar negativamente a las condiciones en las que el sector privado obtiene su financiación.

En este contexto, sería conveniente, insisto, que nuestro país defina con rigor y comunique sin demora un plan de consolidación fiscal de medio plazo creíble que detalle, entre otros aspectos, los plazos considerados, los objetivos propuestos y las medidas básicas que deben permitir alcanzar estos últimos. La definición y comunicación temprana de este plan contribuiría a aumentar su credibilidad y a sentar las bases para poder llevar a cabo un proceso de ajuste gradual, minimizando así la posibilidad de que se produzcan cambios bruscos en el tono de las políticas presupuestarias que puedan lastrar la recuperación en curso. La elaboración de la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) de España que debe presentarse en la primavera próxima puede ser un buen momento para efectuar de manera profunda este ejercicio.

3.2 Mejorar la calidad de las cuentas públicas

El segundo gran reto que, en mi opinión, deberán enfrentar las finanzas públicas españolas en los próximos años es la necesidad de mejorar la calidad de las cuentas públicas. Estas podrían así contribuir activamente a la transformación estructural que la economía española ha de abordar a lo largo de los próximos años y al aumento de nuestra capacidad de

crecimiento sostenible a largo plazo. De esta manera, la mejora de la calidad de las finanzas públicas permitiría también reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas.

En mi exposición de estos retos voy a centrarme en dos aspectos concretos: la composición y eficiencia de los gastos e ingresos públicos en nuestro país, y el papel que puede desempeñar el programa NGEU.

3.2.1 La composición y eficiencia de los gastos e ingresos públicos

Las decisiones sobre el peso que las diferentes partidas de gastos e ingresos deben representar en las cuentas públicas y sobre cómo distribuir un eventual ajuste fiscal han de adoptarse en el ámbito político, ya que es en esta esfera donde pueden ponderarse adecuadamente las preferencias del conjunto de la sociedad.

En todo caso, es fundamental que estas decisiones estén basadas en un análisis previo que, de forma rigurosa, valore en qué medida cada una de las partidas de gastos e ingresos públicos puede alcanzar los objetivos propuestos de manera eficiente. Del mismo modo, también puede resultar informativo comparar la estructura de las cuentas públicas en nuestro país con la de otras economías de nuestro entorno.

La estructura y eficiencia del gasto público en España

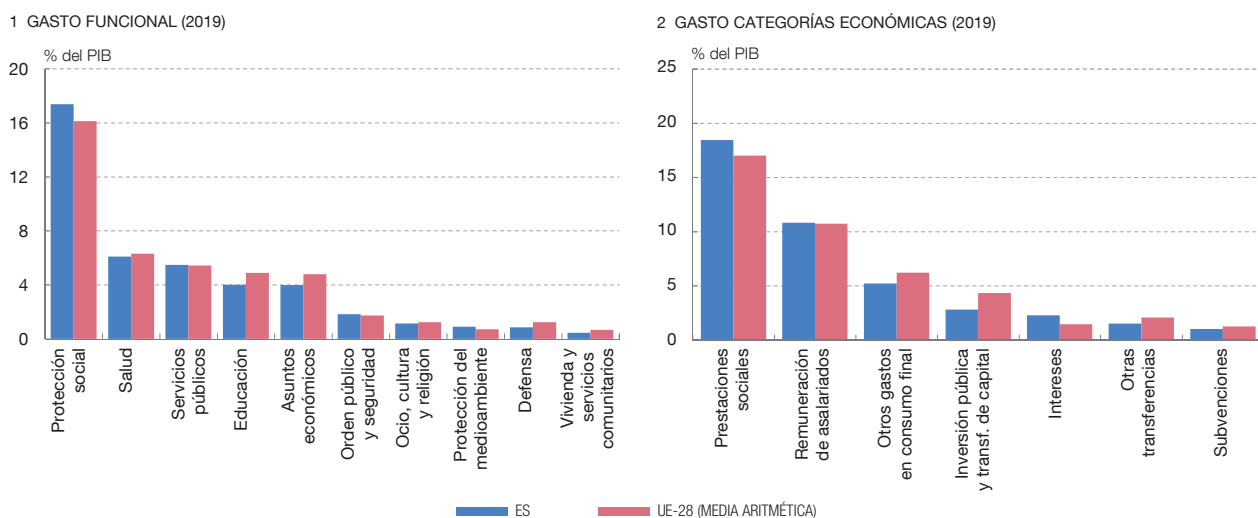
Tomando como base las cifras previas a la crisis (año 2019), al comparar la composición del gasto público en España y en el conjunto de la UE¹⁸, destaca que en nuestro país el gasto público en educación e inversión pública alcanzó el 4% y el 2,8% del PIB, respectivamente. Estas cifras están 0,9 pp y 1,5 pp por debajo de las observadas en la UE. En sentido contrario, en 2019 el gasto público destinado en España a protección social (que incluye, fundamentalmente, el pago de las pensiones y de otras prestaciones, como las de desempleo, enfermedad e incapacidad) y al pago de intereses supuso un 17,4% y un 2,3% del PIB, respectivamente, cifras que se situaron 1,3 pp y 0,9 pp por encima de las observadas en el conjunto de la UE. En este caso, sin embargo, las comparaciones entre países están muy condicionadas por las diferencias en las estructuras demográficas, las tasas de desempleo o los niveles de deuda pública.

En lo que se refiere al gasto en educación e inversión pública, ambos capítulos inciden de manera decisiva en la acumulación de capital físico y de capital humano en la economía¹⁹. En efecto, una amplia evidencia empírica apunta a que la acumulación de

¹⁸ Las cifras de la UE que se detallan en esta sección se corresponden con las que se observan en la media aritmética de los 27 países que conforman actualmente la UE más el Reino Unido.

¹⁹ De hecho, el escaso dinamismo de la inversión pública en nuestro país en los últimos años se ha traducido en una progresiva reducción del stock de capital público, pues el volumen de inversión que se ha ejecutado no ha sido suficiente para cubrir la depreciación del capital ya instalado. Esta tendencia ha sido especialmente preocupante en el caso de la inversión en activos básicos inmateriales, que agrupa aquellas partidas de la inversión más relacionadas con el desarrollo económico a largo plazo, como el gasto en I+D. En efecto, las estimaciones realizadas por el IVE señalan que, en 2018, el stock de capital disponible en este ámbito aún permanecía en el mismo nivel que hace 20 años. Véase Fundación BBVA (2021), *El stock de capital en España y sus comunidades autónomas. Revisión metodológica y evolución reciente de la inversión y el capital 1995-2020*.

NECESIDAD DE MEJORAR LA EFICIENCIA Y LA COMPOSICIÓN DEL GASTO PÚBLICO PARA FAVORECER EL CRECIMIENTO POTENCIAL



FUENTE: Eurostat.

capital público productivo actúa como un importante catalizador de la inversión privada, favoreciendo las ganancias de productividad del conjunto de la economía. Del mismo modo, el aumento del gasto en educación fomentaría la acumulación de capital humano por parte de los trabajadores y empresarios, lo que contribuiría a incrementar tanto su nivel de productividad individual como la eficiencia agregada. Además, es importante destacar que estas partidas de gasto público también contribuyen a reforzar la equidad intergeneracional²⁰.

En definitiva, estas partidas de gasto tienen un efecto positivo sobre el crecimiento potencial de la economía y, por tanto, también un impacto positivo sobre la sostenibilidad de la deuda pública y sobre la capacidad de financiación de la economía²¹.

En cuanto al gasto en protección social, como señalaba, su nivel y evolución temporal vienen condicionados, en gran medida, por las tendencias demográficas pasadas y futuras de la sociedad. En este sentido, el proceso de envejecimiento poblacional en que la sociedad española se encuentra inmersa permitiría explicar una parte muy importante del aumento en el peso del gasto en protección social que se ha producido en los últimos 20 años (un incremento de 8 pp de PIB) y del que, como señala la APE, previsiblemente tendrá lugar en los próximos años (un incremento adicional de 2 pp, hasta suponer el 43 % del gasto total de las AAPP en 2024).

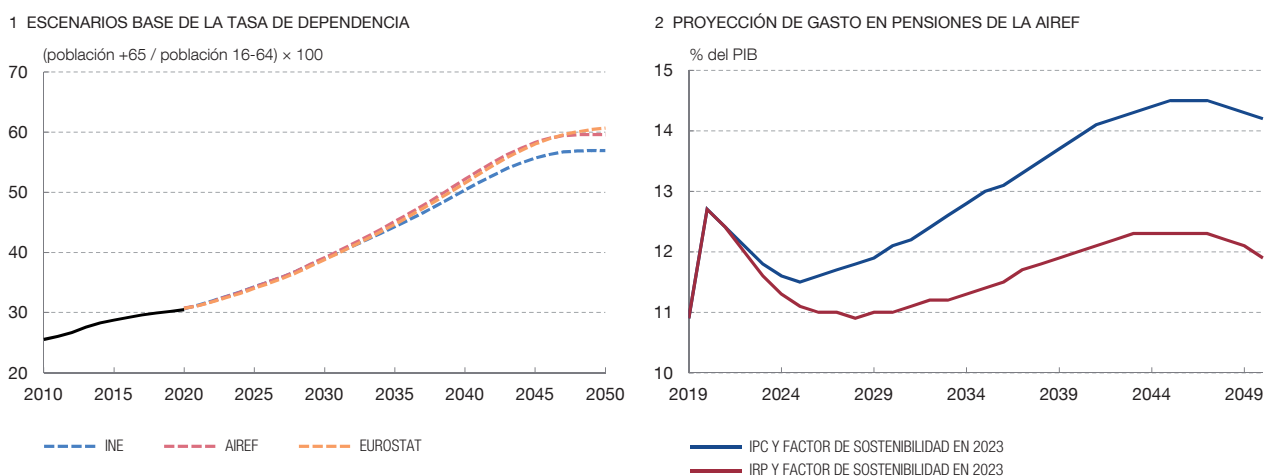
²⁰ Véase D. Card, C. Domnisoru y L. Taylor (2018), *The Intergenerational Transmission of Human Capital: Evidence from the Golden Age of Upward Mobility*, Documento de Trabajo 25000, NBER.

²¹ Véase el capítulo 3 del *World Economic Outlook* de octubre de 2021 del FMI, «Research and innovation: Fighting the pandemic and boosting long-term growth».

En este punto, permítanme destacar varias cuestiones relativas a nuestro sistema de pensiones. Como es bien conocido, las reformas de este sistema aprobadas en 2011 y 2013 incluían algunos mecanismos de ajuste que permitían contrarrestar el impacto sobre el gasto del sistema derivado del fuerte incremento que se espera en la tasa de dependencia de nuestro país en los próximos años²². Entre dichos mecanismos, cabe destacar la introducción de un índice de revalorización de las pensiones (IRP), que vinculaba la actualización de estas al nivel de ingresos y gastos del sistema, y de un factor de sostenibilidad, que condicionaba el importe inicial de las prestaciones a la evolución de la esperanza de vida²³. No obstante, en los últimos años estos mecanismos se han desactivado y, más recientemente, el Proyecto de Ley de garantía del poder adquisitivo de las pensiones y de otras medidas de refuerzo de la sostenibilidad financiera y social del sistema de pensiones ha reintroducido formalmente un sistema de actualización de las prestaciones con la inflación. De acuerdo con las estimaciones realizadas por la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF)²⁴, esta decisión supondrá un incremento adicional del gasto público en pensiones de entre 2,3 pp y 2,7 pp de PIB en 2050 con respecto al que ya se habría producido en un escenario en el que las pensiones se revalorizaran con el anterior IRP. Además, la decisión de revocar el factor de sostenibilidad aprobado en 2013 —que deberá ser sustituido por algún nuevo instrumento de ajuste en el futuro— implicará casi 1 pp más de gasto en 2050.

Gráfico 24

TRAS LA DECISIÓN DE VOLVER A INDICIAR LAS PENSIONES CON EL IPC, ES NECESARIO COMPENSAR CON MEDIDAS ADICIONALES EL IMPACTO SOBRE EL GASTO EN PENSIONES DERIVADO DEL FUERTE INCREMENTO QUE SE ESPERA EN LA TASA DE DEPENDENCIA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal y Eurostat.

Por otro lado, el acuerdo alcanzado para aumentar las transferencias del Estado a la Seguridad Social, si bien permite fortalecer la situación presupuestaria de esta última, se

22 De acuerdo con los escenarios base del INE, la AIReF y Eurostat, esta tasa, definida como la ratio de la población con al menos 65 años y la población entre 16 y 64 años, se elevará desde el 30 % actual hasta un rango comprendido entre el 57 % y el 61 % en 2050.

23 Para más detalles, véase P. Hernández de Cos (2021), *El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia*, Documentos Ocasionales, n.º 2106, Banco de España.

24 Véase AIReF, «Actualización de previsiones demográficas y de gasto en pensiones».

produce a costa de aumentar las obligaciones financieras del Estado, por lo que el impacto de esta decisión, en términos de la sostenibilidad del conjunto de las cuentas públicas, es nulo.

En definitiva, dada la evolución esperada de la tasa de dependencia, en ausencia de medidas adicionales que permitan aumentar los ingresos del sistema y/o contener el incremento de los gastos —como reducciones de la tasa de beneficio o aumentos de la edad efectiva de jubilación—, el déficit estructural del sistema volverá a ampliarse en los próximos años.

En este contexto, sigue siendo necesaria una revisión del sistema público de pensiones que garantice su sostenibilidad. En la medida en que el gasto en pensiones se financia mayoritariamente mediante transferencias intergeneracionales de renta, dicha reforma ha de diseñarse teniendo en cuenta también la distribución de costes y beneficios entre las distintas generaciones. Además, resulta deseable que se dote al sistema de la mayor transparencia y certidumbre posibles, de modo que la ciudadanía pueda planificar convenientemente sus decisiones de trabajo y jubilación, y de consumo y ahorro.

Finalmente, permítanme destacar que un factor que incide de manera crucial en la calidad global de las finanzas públicas es la eficiencia con la que se diseña y ejecuta el gasto. Valorar este grado de eficiencia e incrementarlo resulta particularmente relevante ante la necesidad de acometer un proceso gradual de consolidación fiscal. En esta línea, los trabajos que la AIReF ha publicado en los últimos años, en el marco de sucesivos proyectos de análisis del gasto público en España, apuntan a que existe un considerable margen para incrementar la eficiencia en algunos capítulos de gasto muy relevantes —como el gasto farmacéutico, las subvenciones o las políticas activas de empleo—²⁵. Como ya he señalado en otras ocasiones, sería conveniente que todas estas recomendaciones se tuvieran en cuenta de forma sistemática en el proceso de elaboración de las cuentas públicas.

La estructura y eficiencia de los ingresos públicos en España

La segunda pata necesaria para mejorar la calidad de las finanzas públicas en España debe venir de la mano de una revisión integral de su sistema tributario. En particular, más allá de que el nivel de ingresos debe ser suficiente para cubrir el nivel de gasto público que se pretende ejecutar y para atender los objetivos de redistribución deseados —aspectos que deben ser delimitados en el ámbito político—, la estructura impositiva debe perseguir la mayor eficiencia posible y favorecer el crecimiento económico, a través de un adecuado diseño y combinación de las figuras impositivas.

En este sentido, el pasado mes de abril, el Ministerio de Hacienda creó un comité de expertos cuyo mandato es, precisamente, realizar un análisis en profundidad del sistema tributario con el objetivo de mejorar su eficiencia, garantizar los recursos públicos y adaptarlo

²⁵ Véase la *Spending Review* de la AIReF.

a los nuevos retos que afectan a la economía española. Este comité tiene de plazo hasta finales de febrero del año próximo para entregar sus propuestas.

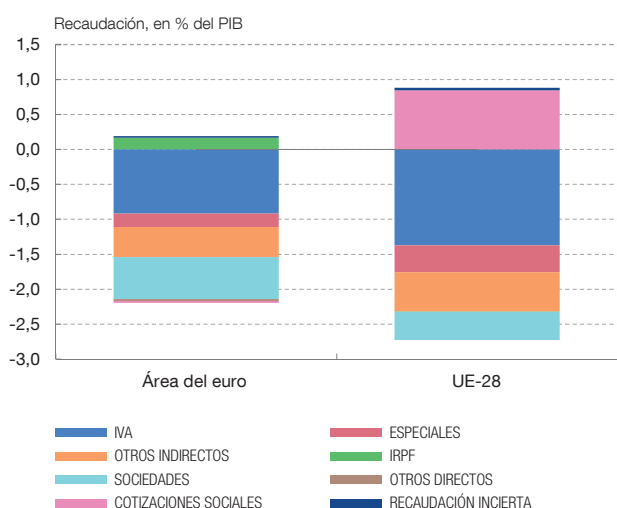
En todo caso, permítanme que, como en el caso del gasto público, destaque algunos aspectos que considero relevantes de cara a contemplar una eventual reforma de nuestro sistema impositivo.

En primer lugar, al comparar la estructura de los ingresos públicos en España y en otros países de nuestro entorno, se aprecia que la menor recaudación impositiva en nuestro país —un 39,2 % del PIB en 2019, frente a un 43,1 % en la media aritmética de las economías de la UE— viene explicada, fundamentalmente, por la inferior presión fiscal ejercida por la imposición indirecta en España y, en particular, a través del IVA, donde la brecha recaudatoria frente a la UE alcanzó 1,5 pp de PIB. En cuanto a la imposición directa, en ese año la recaudación derivada de la imposición societaria también resultó más reducida en nuestro país que en la UE —0,7 pp menor—, mientras que la recaudación a través del IRPF y de las cotizaciones sociales fue mayor en España. Por otra parte, en términos de la tributación medioambiental —que incluye los impuestos sobre la energía, el transporte, la contaminación y la extracción o uso de los recursos naturales—, los ingresos impositivos también fueron sensiblemente inferiores en España a los del promedio de la UE en 2019.

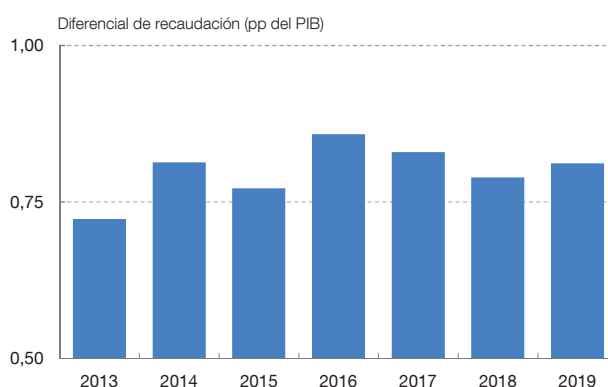
Gráfico 25

NECESIDAD DE UNA REVISIÓN INTEGRAL DEL SISTEMA TRIBUTARIO QUE, MÁS ALLÁ DE LOGRAR LOS INGRESOS SUFICIENTES PARA CUBRIR EL NIVEL DE GASTO PÚBLICO Y ATENDER LOS OBJETIVOS DE REDISTRIBUCIÓN DESEADOS, DEBE PERSEGUIR LA MAYOR EFICIENCIA POSIBLE Y FAVORECER EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

1 DIFERENCIAS ENTRE LA ESTRUCTURA IMPOSITIVA DE ESPAÑA Y LAS MEDIAS DE LA UE Y EL ÁREA DEL EURO EN 2018



2 DIFERENCIA EN LA RECAUDACIÓN IMPOSITIVA MEDIOAMBIENTAL ENTRE LA MEDIA DE LA UE-27 Y ESPAÑA



FUENTE: Eurostat.

En segundo lugar, existe un amplio consenso en que la política fiscal, en general, y el sistema impositivo, en particular, han de desempeñar un papel fundamental en la

lucha contra el cambio climático y en la transición hacia un modelo de crecimiento más sostenible. Por ello, y para facilitar el cumplimiento de los ambiciosos objetivos climáticos que España ha asumido en el medio y largo plazo —en línea con los que también han adoptado el resto de los países de la UE—, la Ley de Cambio Climático y Transición Energética aprobada este año pretende movilizar más de 200 mm de euros de inversión adicional a lo largo de la década 2021-2030, una parte importante de la cual deberá ser ejecutada por las AAPP²⁶. Para alcanzar dichos objetivos, resultaría conveniente que la tributación medioambiental en nuestro país se elevara gradualmente en los próximos años y se aproximara a la que presentan otros países de nuestro entorno.

En tercer lugar, también existe un consenso en la necesidad de revisar en detalle el amplio abanico de beneficios fiscales que contempla nuestro sistema tributario, sobre la base del diagnóstico de que, en muchos casos, la reducida recaudación relativa en nuestro país se debe no tanto a la existencia de tipos impositivos más reducidos, sino a la presencia de elevadas bonificaciones y exenciones. De hecho, de acuerdo con la memoria de beneficios fiscales que acompaña a los presupuestos, la pérdida de recaudación del Estado asociada a estos beneficios se estima en 41,9 mm de euros. Estos beneficios no solo suponen una merma muy significativa de los ingresos públicos, sino que, además, en algunos casos ni siquiera están cumpliendo adecuadamente con los objetivos para los que fueron diseñados²⁷.

Por último, también querría remarcar que sería aconsejable que las decisiones sobre la imposición en España en algunos ámbitos concretos —como en los impuestos sobre el capital y los beneficios empresariales, o en materia medioambiental— persigan un alto grado de coordinación internacional. De esta forma se podrá maximizar el impacto recaudatorio de dichas medidas y evitar que estas se traduzcan en distorsiones competitivas o en la deslocalización de las bases impositivas. Cabe reseñar que los avances que se han producido en los últimos meses a escala internacional en cuanto a la armonización de algunas de estas figuras impositivas son ciertamente prometedores.

3.2.2 El papel del programa NGEU

El programa europeo NGEU supone, por su elevada cuantía y por su enfoque estructural, una oportunidad única para impulsar el crecimiento de la economía española en el corto plazo y para facilitar su transformación estructural en el medio y largo plazo ante los considerables desafíos que plantean, entre otras dinámicas, la creciente digitalización de la actividad, la transición ecológica y el envejecimiento poblacional.

Este programa también constituye una palanca fundamental para mejorar la calidad de las finanzas públicas y su sostenibilidad. Así, por ejemplo, el hecho de que este programa se haya concebido como un instrumento orientado principalmente a promover la inversión pública productiva y a fomentar la acumulación de capital humano y tecnológico debería servir para

²⁶ Véase la *Ley 7/2021*, de 20 de mayo.

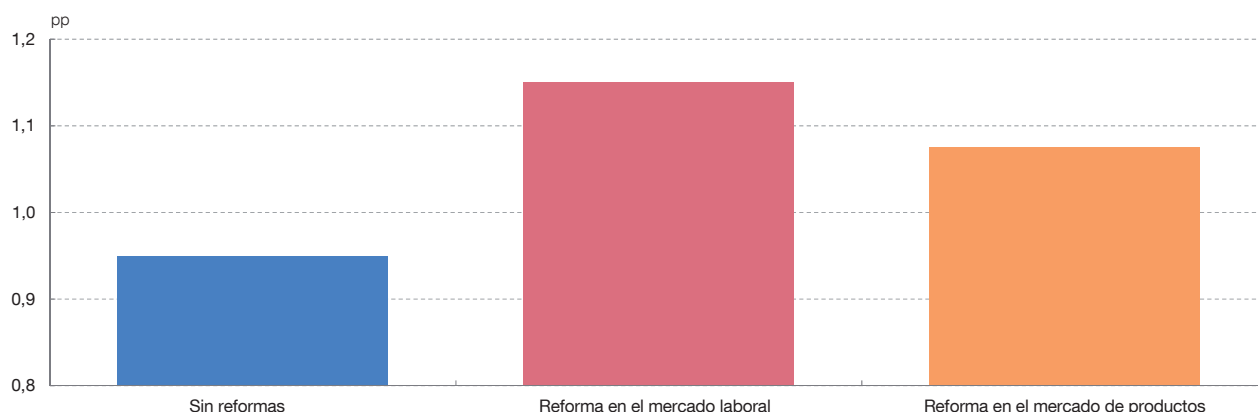
²⁷ Véase AIREF (2020), *Estudio Beneficios Fiscales*.

corregir, al menos parcialmente, los déficits de la economía española en estas dimensiones. Del mismo modo, en la medida en que una parte de los recursos vinculados al programa NGEU se destinen a la modernización y digitalización de las AAPP, ello habría de redundar en ganancias de eficiencia en la gestión de los ingresos y gastos públicos. Por otra parte, todo incremento en la capacidad de crecimiento potencial de la economía española que pueda resultar de la ejecución de este programa también ayudaría a reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Gráfico 26

MAXIMIZAR LA CAPACIDAD TRANSFORMADORA DE LOS FONDOS NGEU EXIGE QUE SE ACOMPAÑEN DE UN AMPLIO CONJUNTO DE REFORMAS ESTRUCTURALES Y DE UN SISTEMA DE EVALUACIÓN EN TIEMPO REAL DE LA EFICACIA DE LOS PROYECTOS

MULTIPLICADOR FISCAL FEDER CON Y SIN REFORMAS



FUENTE: Banco de España.

NOTA: El gráfico muestra el impacto, en términos anualizados, en el multiplicador fiscal de medio plazo tras la implementación de reformas en el mercado laboral (barra roja) y de productos (barra naranja). El multiplicador fiscal sin reformas (barra azul) se encuentra en torno a la unidad, en línea con la literatura y el utilizado en las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para el caso de los fondos del NGEU.

En cualquier caso, explotar todo el potencial que ofrece el programa NGEU y maximizar sus posibles efectos positivos constituye, en sí mismo, un reto de un enorme calado que no debemos minusvalorar. En este sentido, me gustaría destacar tres aspectos que, en mi opinión, son prioritarios.

Primero: si se quiere potenciar la capacidad transformadora de los fondos NGEU, sería necesario que la ejecución de este programa se viera acompañada de la adopción de un amplio conjunto de reformas estructurales. Estas reformas deberían, entre otros aspectos, eliminar aquellos obstáculos presentes en nuestro marco institucional que dificultan el proceso de reasignación de recursos entre empresas y sectores. En particular, un reciente estudio publicado por el Banco de España señala que implementar reformas estructurales que reduzcan las barreras a la competencia en el mercado de productos y algunas rigideces en el mercado laboral permitiría aumentar el efecto expansivo (esto es, el multiplicador fiscal) de los fondos europeos a medio y largo plazo de forma significativa²⁸.

28 Véase S. Albrizio y J. F. Geli (2021), «Un análisis empírico de los factores que pueden potenciar la efectividad del programa Next Generation EU», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

Esta complementariedad entre el programa NGEU y las reformas estructurales también opera en otra dimensión de interés. En particular, los fondos NGEU podrían facilitar la adopción de algunas reformas estructurales, sufragando, al menos parcialmente, los costes que dichas reformas —beneficiosas para el conjunto de la sociedad con una perspectiva de medio y largo plazo— podrían suponer para algunos colectivos en el corto plazo²⁹.

Segundo: la elección de los proyectos en los que emplear los recursos del NGEU debería descansar sobre un proceso apropiado y transparente de selección que conduzca a la implementación de aquellos que presenten una mayor capacidad impulsora de la economía. Por ello, se debería contar con una evaluación en tiempo real de las distintas iniciativas, de forma que se puedan corregir con agilidad las posibles desviaciones que se produzcan con respecto de los objetivos establecidos, así como con un sólido marco de evaluaciones *a posteriori* por parte de la comunidad investigadora y de los organismos independientes.

Tercero y último: desde una perspectiva europea, el programa NGEU podría suponer el embrión de un mecanismo de estabilización macroeconómica de carácter permanente que contribuiría de forma decisiva a la consolidación del proyecto europeo. Para lograr este objetivo, será crucial la eficacia y la transparencia con que se ejecute el programa NGEU. Es indudable el efecto reputacional que la ejecución de los fondos NGEU ejercerá de cara a crear una percepción a nivel europeo acerca de la conveniencia y necesidad de crear un eventual mecanismo permanente dentro de la Unión.

3.3 La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Permítanme que efectúe finalmente unas breves reflexiones sobre la reforma del PEC, que, en estos momentos, se encuentra en discusión³⁰.

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA REFORMA DEL PEC

- 1 Un marco de reglas fiscales que permita garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas es absolutamente necesario para el buen funcionamiento de la UEM.
- 2 Hay que dotar a la UEM de un mecanismo de estabilización macroeconómico permanente que complemente la labor de la política monetaria.
- 3 Las reglas fiscales de la UE deben alinearse mejor con las transformaciones económicas estructurales que han tenido lugar desde que se formularon, incluidas la caída secular de los tipos de interés y la evolución del crecimiento potencial de las economías.
- 4 Existe una necesidad de simplificar el marco actual y de mejorar su hasta ahora escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en épocas de bonanza que puedan utilizarse en los períodos de crisis.
- 5 Finalmente, sería conveniente contar con un mecanismo europeo de financiación de las importantes inversiones necesarias para afrontar los retos climáticos que no dependa del espacio fiscal de cada uno de los países.

En primer lugar, un marco de reglas fiscales que permita garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas es absolutamente necesario para el buen funcionamiento de

²⁹ Para un ejemplo en este sentido, véase el recuadro 2.4 del *Informe Anual 2020* del Banco de España, «Dualidad y costes de despido: un modelo basado en la acumulación de derechos en fondos individuales de los trabajadores».

³⁰ Véase M. Alloza *et al.* (2021), *La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico*, Documentos Ocasionales, n.º 2121, Banco de España.

la UEM. Más allá de la necesaria separación entre la política monetaria y la fiscal para garantizar la independencia del BCE en pos de dar cumplimiento a su mandato en materia de estabilidad de precios, la UEM se construyó sobre la base de hacer descansar toda la responsabilidad de decisión y ejecución sobre la política presupuestaria en los Gobiernos de los países miembros. En concreto, ante la ausencia de un presupuesto común europeo al estilo del existente en los Estados federales, este entramado institucional dejaba en manos de la política fiscal nacional el posible papel estabilizador del sector público sobre la economía. De manera coherente, las consecuencias de las acciones en materia fiscal también debían ser responsabilidad exclusiva de los países. Por ello, se incluyó en los tratados fundacionales de la UE una cláusula de no rescate (*no bail-out*) por la que se descartaba la posibilidad de que la deuda pública de un Estado miembro fuera asumida por el conjunto del área. El principal objetivo de esta cláusula consistía en que los mercados financieros desempeñaran un papel disciplinador a través de la exigencia de primas de riesgo distintas a los países dependiendo de la situación de cada economía nacional. No obstante, se fijaron también unos límites al déficit y deuda públicos de los Estados. La justificación de estos límites nacía del supuesto de que los mercados financieros no siempre actúan como elemento disuasorio de las políticas inadecuadas y que la cláusula de *no bail-out* podía no ser completamente creíble. ¿Por qué? Pues porque las situaciones de insostenibilidad fiscal de un país podían tener repercusiones negativas sobre el resto y generar tensiones sobre el conjunto de la Unión que acabarían haciendo más deseable para esta última acudir en ayuda de los países en dificultades. Esta justificación para la disciplina fiscal como requisito para la estabilidad macroeconómica y las reglas fiscales que la garanticen siguen estando presentes en la actualidad.

En segundo lugar, la experiencia de la última década ha puesto en evidencia la necesidad de dotar a la UEM de un mecanismo de estabilización macroeconómico permanente que complemente la labor de la política monetaria. En este sentido, aunque la puesta en marcha del programa NGEU es un gran avance, este no puede ni debe considerarse el mecanismo de estabilización cíclica que necesita el área del euro como complemento de la política monetaria única del Eurosistema. Un verdadero mecanismo de estabilización macroeconómica debería tener carácter permanente y dotación suficiente, así como capacidad impositiva y de endeudamiento.

Mi tercera reflexión nace de la necesidad de reformar las reglas fiscales de la UE para alinearlas mejor con las transformaciones económicas estructurales que han tenido lugar desde que se formularon. Las reglas vigentes fueron concebidas para un contexto económico completamente diferente. Por un lado, la caída secular de los tipos de interés a largo plazo hace que se puedan mantener niveles de deuda más elevados sin comprometer las finanzas públicas en el largo plazo, siempre que el crecimiento potencial no se haya reducido en paralelo. Por otro lado, la crisis financiera internacional y la pandemia de COVID-19 han demostrado que los riesgos de cola podrían no ser manejables exclusivamente en el ámbito nacional. De hecho, es posible que la mayoría de los países de mayor tamaño del área del euro, aun siguiendo las reglas del PEC, carezcan del colchón fiscal necesario para enfrentarse a una recesión en la próxima década. Así pues, se hace necesario un nuevo

marco en el que las autoridades fiscales nacionales y supranacionales se complementen entre sí. Las autoridades fiscales nacionales deberían coordinarse en torno a los objetivos presupuestarios de medio plazo, con la sostenibilidad de la deuda pública como objetivo principal, y en afrontar perturbaciones asimétricas. La misión de las autoridades fiscales supranacionales sería responder a perturbaciones extremas (riesgos de cola) y ajustar la orientación de la política fiscal a nivel agregado del área del euro, lo que, a su vez, apoyaría la labor de la política monetaria.

En cuarto lugar, también existe una necesidad de simplificar el marco actual y de mejorar su hasta ahora escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en épocas de bonanza que puedan utilizarse en los períodos de crisis. Esto exige una mejora de la implementación práctica de las reglas, en particular en las expansiones económicas. Parecen necesarios un mayor automatismo en la corrección de las desviaciones y un reforzamiento del papel de las autoridades independientes de responsabilidad fiscal, como la AReF.

Por último, un elemento que ha comenzado a ser incorporado en la discusión es la posibilidad de que el gasto público realizado para dar respuesta al reto del cambio climático sea excluido a la hora de evaluar el cumplimiento de las reglas fiscales. Esta propuesta posee varios méritos, entre los que se encuentra el impacto positivo sobre el crecimiento del PIB que pueda tener la realización de este gasto, en la medida en que pueda frenar las alteraciones climáticas. Me parece, sin embargo, que plantea algunos inconvenientes, como las dificultades para delimitar las modalidades de gasto que podrían acogerse a este objetivo. Y, sobre todo, es discutible que la aproximación nacional sea el modo más adecuado de afrontar un problema como este, cuya naturaleza afecta a todos los países, por lo que me parece más adecuado abordarlo bajo el paraguas de un instrumento específico a escala europea.

4 Conclusiones

Los PGE constituyen el instrumento más relevante para definir el tono y la orientación de la política fiscal en nuestro país. Resulta evidente que dicho tono y orientación han de ajustarse, en cada ejercicio, a la particular coyuntura económica que tiene lugar durante el período en el que estos presupuestos van a estar en vigor. Resulta también evidente que esta política presupuestaria coyuntural será tanto más efectiva en la medida en que sepa reconocer los desafíos que la economía debe abordar tanto en el corto plazo como en el medio y largo plazo, y en la medida en que se vea enmarcada en el contexto de una estrategia de política fiscal plurianual bien definida.

CONCLUSIÓN

- 1 En la coyuntura actual, en la que la economía se está recuperando gradualmente de la profunda crisis económica provocada por la pandemia, si bien aún de forma incompleta, desigual y sujeta a múltiples incertidumbres, se hace necesario mantener el apoyo de la política monetaria y fiscal.
- 2 Las medidas de estímulo de la política presupuestaria deben ser muy selectivas y focalizadas, y evitar incrementos adicionales del déficit público estructural y el posible «recalentamiento» de los sectores más tensionados.
- 3 En paralelo, debe diseñarse una estrategia de consolidación fiscal cuya ejecución permita, una vez superada la crisis, reducir la vulnerabilidad de las cuentas públicas y reconstruir los márgenes fiscales. En la medida en que dicha estrategia se diseñe con rigor, se anuncie con prontitud y goce de amplios consensos, su efectividad se verá incrementada notablemente.
- 4 Se hace necesaria también una revisión integral del gasto y del sistema impositivo que mejore su contribución al crecimiento económico.
- 5 Finalmente, hay que maximizar el impacto transformador de los fondos NGEU con una selección cuidadosa de los proyectos, su evaluación continua y la implementación complementaria de un conjunto integral y ambicioso de reformas estructurales que reduzcan los obstáculos que limitan la capacidad de crecimiento de nuestra economía.

Pues bien, a lo largo de mi intervención, he tratado de poner de manifiesto que, en la coyuntura actual, en la que la economía española y mundial se está recuperando gradualmente, si bien aún de forma incompleta y desigual, de la profunda crisis económica provocada por la pandemia de COVID-19, el despliegue de una política fiscal que atienda selectivamente a las necesidades aún existentes está justificada. Más aún teniendo en cuenta la incertidumbre que todavía rodea a la evolución global de la pandemia y algunos riesgos a la baja que recientemente se están apreciando sobre la actividad.

Pero, al mismo tiempo, con una perspectiva temporal más amplia, en mi intervención he querido remarcar que es preciso ser muy consciente de que las cuentas públicas de nuestro país, que ya antes de la pandemia mostraban claros síntomas de fragilidad, han sufrido como consecuencia de esta un profundo deterioro, que se ha traducido en un déficit estructural y un nivel de endeudamiento público muy elevados.

Atajar esta considerable fuente de vulnerabilidad macrofinanciera nos exige ser particularmente rigurosos en tres frentes. En primer lugar, en el diseño de la política presupuestaria actual, pues, si bien esta debe continuar manteniendo su tono expansivo, es importante maximizar su efectividad y eficiencia, siendo muy selectiva en el uso de

los recursos públicos y valorando con rigor cualquier decisión que suponga un aumento permanente del nivel de gasto público.

En segundo lugar, en el diseño de una estrategia de política fiscal de medio plazo que permita, una vez superada la crisis, reducir la vulnerabilidad de las cuentas públicas y reconstruir los márgenes de actuación fiscal en nuestro país ante futuras crisis. En la medida en que dicha estrategia se diseñe con rigor, se anuncie con prontitud y goce de amplios consensos, su efectividad se verá incrementada notablemente.

Por último, también resulta imprescindible que seamos particularmente exigentes en cuanto al despliegue de una política económica favorecedora del crecimiento. En este sentido, maximizar el impacto transformador que puede suponer para nuestra economía el uso de los fondos europeos del programa NGEU es fundamental. A su vez, ello requiere una selección cuidadosa de los proyectos de inversión que serán financiados por estos fondos y una evaluación continua de estos. Además, con carácter complementario, es necesaria la implementación de un amplio conjunto de reformas estructurales ambiciosas que reduzcan algunos de los obstáculos que limitan la capacidad de crecimiento de nuestra economía.

De nuestra capacidad para abordar exitosamente estos tres desafíos dependerá no solo la fortaleza en los próximos trimestres de la senda de recuperación económica en curso, sino también su propia sostenibilidad.

COMPARECENCIA ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS DEL SENADO, EL 30 DE NOVIEMBRE DE 2021

Señorías:

Comparezco una vez más en esta cámara con motivo del proceso de discusión de los Presupuestos Generales del Estado (en adelante, PGE) para el año 2022.

En esta ocasión, mi comparecencia tiene lugar en circunstancias más favorables que las que vivíamos en mi anterior intervención ante esta comisión, en diciembre de 2020. La situación epidemiológica ha cambiado de forma sustancial gracias a la extensión del proceso de vacunación, aunque, como vemos en algunos países de nuestro entorno y con la aparición de nuevas variantes del virus, la normalidad dista de ser plena y la incertidumbre sigue siendo elevada.

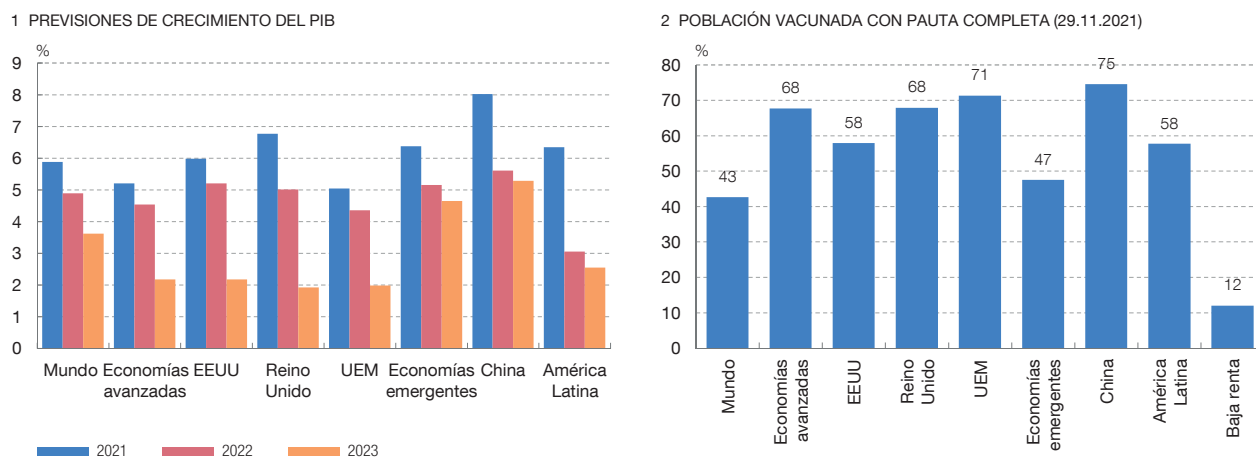
Como es habitual, comenzaré con una descripción de la evolución y las perspectivas de la economía española. En segundo lugar, analizaré los rasgos principales del Proyecto de PGE. Por último, abordaré los retos de medio plazo de la política fiscal en nuestro país.

1 La evolución reciente y las perspectivas de la economía española

1.1 El contexto global

Gráfico 1

EL CONTEXTO GLOBAL: LA RECUPERACIÓN GLOBAL ESTÁ SIENDO ALGO MÁS INTENSA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS QUE EN LAS EMERGENTES, MÁS REZAGADAS CON LA VACUNACIÓN



FUENTES: *World Economic Outlook* (FMI, octubre de 2021) y *Our World in Data*.

La actividad económica sigue recuperándose en todo el mundo gracias al avance de la vacunación y al apoyo extraordinario de las políticas económicas. Según las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el avance del PIB mundial será del 5,9 % en 2021 y del 4,9 % en 2022, tras la caída del 3,1 % en 2020. En 2023, ese crecimiento se moderaría hasta el 3,6 %.

Sin embargo, el ritmo de recuperación es desigual, ya que, según estas mismas previsiones, las economías avanzadas recuperarían los niveles de PIB previos a la pandemia el próximo año, mientras que la reactivación en las economías emergentes está siendo más débil, lo que en buena medida es consecuencia de un proceso de vacunación más lento.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB sería del 5 % en 2021, lo que permitiría alcanzar el nivel previo a la pandemia en este último trimestre del año, y del 4,3 % en 2022, de acuerdo con estas mismas previsiones¹. Entre las principales economías del área, se esperan avances significativos del PIB en Francia e Italia —del 6,3 % y el 5,8 % en 2021, y del 3,9 % y el 4,2 % en 2022—. Estos países experimentaron, al igual que España, contracciones más intensas durante 2020. En Alemania, en cambio, el crecimiento será más reducido en 2021, del 3,1 %, habiéndose revisado a la baja por el impacto comparativamente mayor que está teniendo en algunas ramas industriales la escasez global de suministros.

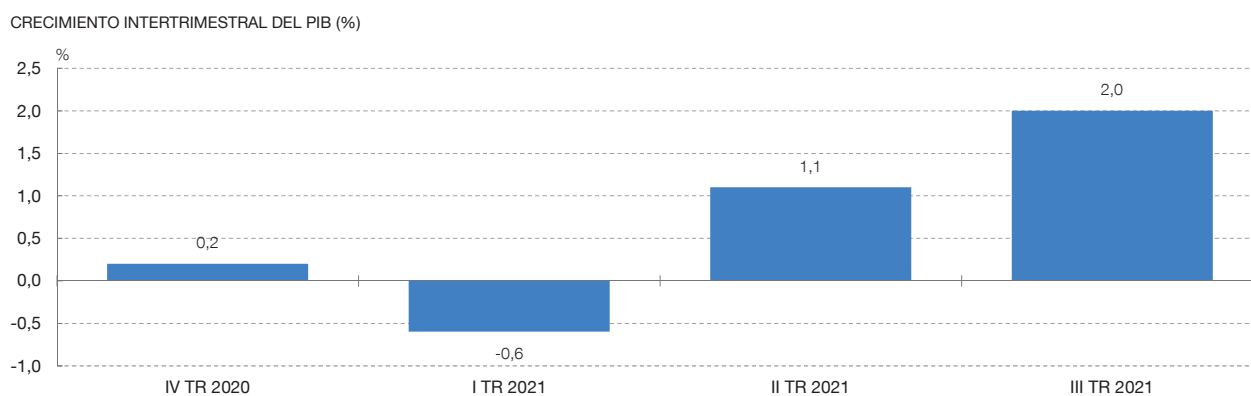
¹ Las previsiones del Banco Central Europeo (BCE) de septiembre apuntan a un crecimiento de un 5 % en 2021, un 4,6 % en 2022 y un 2,1 % en 2023.

En todo caso, este escenario económico global está sujeto a una elevada incertidumbre, debido a una combinación de factores. Por un lado, la pandemia sigue siendo una amenaza global y los desarrollos epidemiológicos continuarán condicionando la actividad económica, sobre todo en aquellas regiones con un menor porcentaje de población inmunizada. Por otro lado, la intensa recuperación de la demanda tras el cese de las principales medidas de contención ha provocado disrupciones generalizadas en las cadenas de suministro. A esto se ha unido una fuerte subida del precio de las materias primas, que está generando repuntes significativos en las tasas de inflación de los principales países. Abordaré todos estos aspectos cuando repase la evolución de la economía española.

1.2 Los desarrollos recientes de la economía española

Gráfico 2

ESPAÑA: EL PIB VOLVIÓ A CRECER EN LA PRIMAVERA, IMPULSADO POR EL PROCESO DE VACUNACIÓN Y LA RELAJACIÓN DE LAS MEDIDAS DE RESTRICCIÓN DE LA MOVILIDAD



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

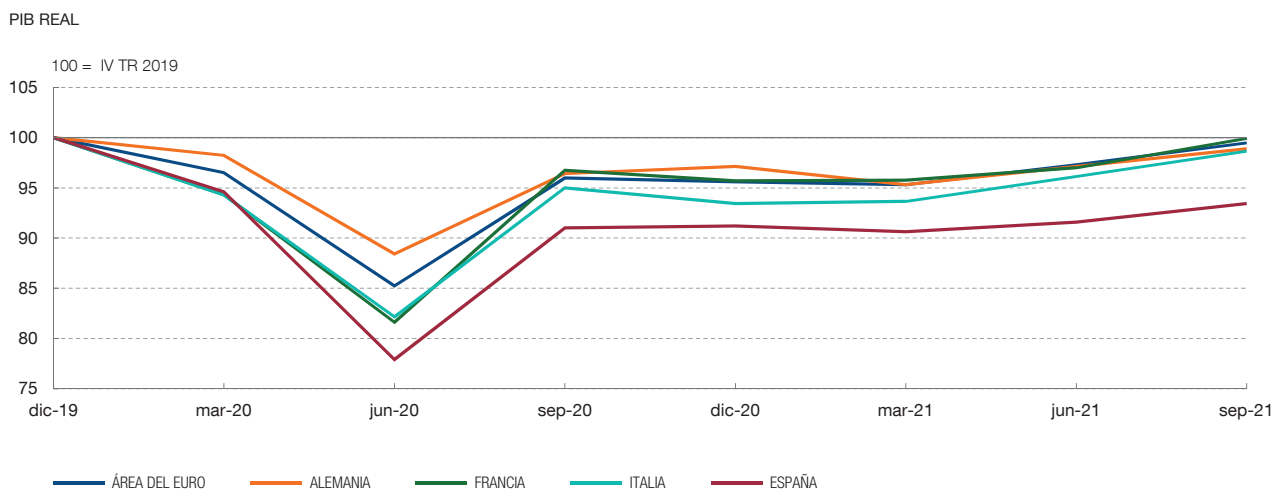
El impacto económico inicial de la crisis sanitaria en la economía española fue de los más intensos de entre los países de nuestro entorno. La progresiva recuperación se ha visto marcada por las sucesivas olas posteriores de la pandemia y por el mantenimiento de diversas medidas de limitación de la movilidad.

Tras el final del segundo estado de alarma en mayo de este año, se produjo, en paralelo al avance del proceso de vacunación, el retorno a la senda de crecimiento. El PIB avanzó un 1,1% y un 2% en tasa intertrimestral en el segundo y el tercer trimestre, respectivamente, apoyado en la fortaleza del consumo privado. En particular, se produjo un repunte del gasto en los servicios que implican un mayor grado de contacto social.

En todo caso, la recuperación de la actividad es todavía claramente incompleta, ya que el nivel del PIB en el tercer trimestre todavía presentaba una brecha de 6,6 puntos porcentuales (pp) frente al observado al final de 2019. Además, el ritmo de recuperación es

Gráfico 3

ESPAÑA: EL NIVEL DEL PIB EN EL TERCER TRIMESTRE TODAVÍA SE SITUABA 6,6 PP FRENTE AL OBSERVADO A FINALES DE 2019 (0,5 PP EN EL ÁREA DEL EURO)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

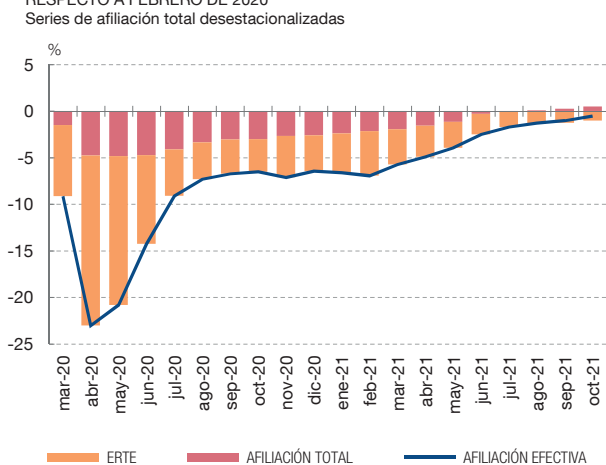
también más lento que en otros países de nuestro entorno, ya que esta brecha era solo de 0,5 pp en el área del euro o de 1,4 pp, por ejemplo, en Italia.

Este retraso en la senda de reactivación se debe, en gran medida, a la mayor dependencia de España con respecto a su sector turístico, cuya actividad se ha visto obstaculizada por las restricciones a la movilidad internacional. La caída de las llegadas de

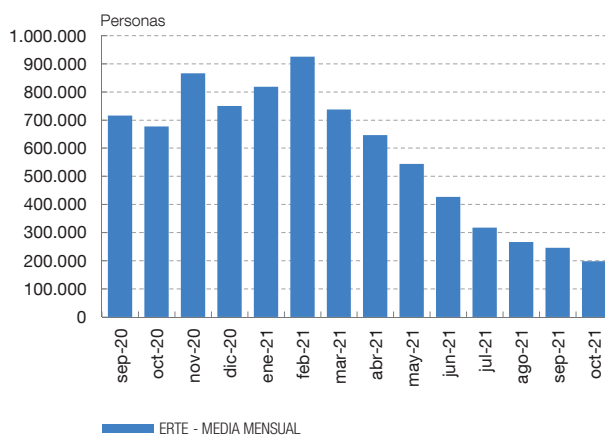
Gráfico 4

EL EMPLEO SE ESTÁ RECUPERANDO MÁS RÁPIDAMENTE QUE EL PIB. EN OCTUBRE, LA AFILIACIÓN EFECTIVA PRÁCTICAMENTE ALCANZÓ EL NIVEL PREVIO A LA CRISIS

1 VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN TOTAL, ERTE Y AFILIACIÓN EFECTIVA RESPECTO A FEBRERO DE 2020



2 TRABAJADORES EN ERTE



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. Última observación: octubre.

turistas extranjeros provocó un desplome de las exportaciones de servicios, que en el tercer trimestre de este año se situaban todavía un 29 % por debajo de los niveles prepandemia, lo que contrasta con el comportamiento de las exportaciones de bienes, que ya están un 1 % por encima de dicho nivel. Pero también refleja la mayor debilidad de algunos componentes de la demanda interna, como el consumo de los hogares.

El mercado de trabajo sufrió un impacto muy severo en la etapa inicial de la pandemia. En abril de 2020, casi una de cada cuatro personas que se encontraban afiliadas a la Seguridad Social antes de la irrupción del COVID-19, o bien había perdido su empleo, o bien se encontraba en situación de expediente de regulación temporal de empleo (ERTE).

La recuperación del empleo está siendo, sin embargo, más dinámica que la del PIB, lo que parece reflejar el impacto de un conjunto de factores de naturaleza muy diversa, que incluirían el elevado peso en la composición de la recuperación de la actividad del repunte de las ramas de los servicios de elevada interacción social (cuyo nivel de productividad es comparativamente menor que en otros sectores) y el efecto de algunas medidas de prevención frente a la pandemia (que ha llevado a que aumenten las necesidades de empleo por cada unidad de producto). Además, también podrían haber desempeñado un cierto papel el fuerte dinamismo del empleo público en respuesta a las necesidades de la pandemia y, tal vez, una reincorporación temprana de los trabajadores afectados por los ERTE, favorecida por unas expectativas de recuperación de la actividad que, en algunos casos, no se habrían visto completamente materializadas.

En octubre de este año, el número de afiliados efectivos a la Seguridad Social, variable que se construye restando de la cifra de personas afiliadas a los trabajadores en ERTE, ya se encontraba prácticamente en el mismo nivel de febrero de 2020 (un -0,1 % en términos de la serie desestacionalizada). La información referida a la primera quincena del mes de noviembre apunta a una continuación de esta tendencia positiva.

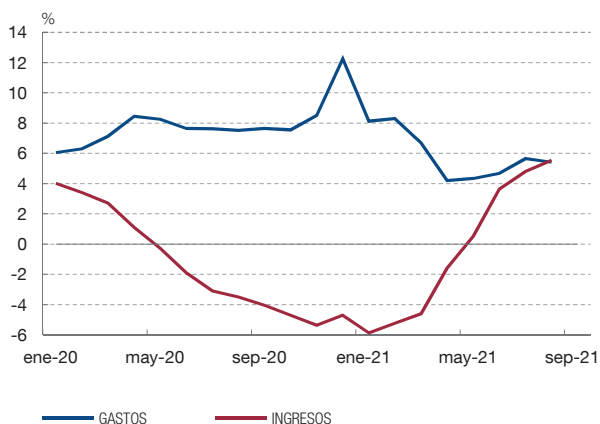
La tasa de paro, por su parte, se situó en el tercer trimestre de este año en el 14,6 %, 1,7 pp por debajo de su nivel del pasado año, pero todavía 0,8 pp por encima del valor precrisis.

Las cuentas públicas también padecieron un deterioro muy significativo como consecuencia de la pandemia. En particular, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) se elevó en 2020 hasta el 11 % del PIB, 8,1 pp más que en 2019, sobre todo debido al aumento de los gastos. Aproximadamente dos terceras partes del incremento de casi 63 mm de euros del gasto público en 2020 (unos 3,7 pp de PIB) se correspondieron con los mayores desembolsos por prestaciones sociales a trabajadores y a autónomos, subvenciones de cotizaciones sociales a las empresas y gastos sociosanitarios por parte de las AAPP. Por su parte, la caída de los ingresos se debió principalmente a los impuestos indirectos, cuya recaudación se contrajo un 11,8 %, en línea con el comportamiento de sus bases tributarias. En cambio, destacó la resistencia que mostró la recaudación a través de impuestos directos, que únicamente se redujo un 3 %, y de cotizaciones sociales, que incluso se incrementó

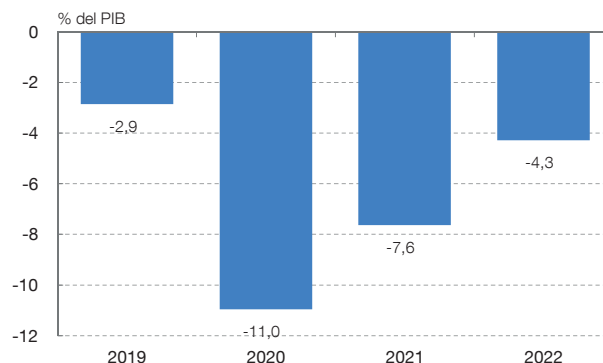
Gráfico 5

EL DÉFICIT PÚBLICO AUMENTÓ HASTA EL 11 % DEL PIB EN 2020, FRUTO, SOBRE TODO, DEL AUMENTO DEL GASTO. EN AGOSTO DE 2021 TODAVÍA PERMANECÍA EN EL 8,3 % (ACUMULADO DE 12 MESES)

1 INGRESOS Y GASTOS DE LAS AAPP (a) (b)
Acumulado de 12 meses (tasas interanuales)



2 DÉFICIT PÚBLICO



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) e Instituto Nacional de Estadística.

- a La IGAE solo proporciona información del conjunto de las AAPP con frecuencia trimestral. Los datos mensuales se estiman a partir de la información sobre el agregado, excluidas las Corporaciones Locales.
- b Datos ajustados distribuyendo en el conjunto del año los gastos e ingresos atípicos que se producen en cada mes.

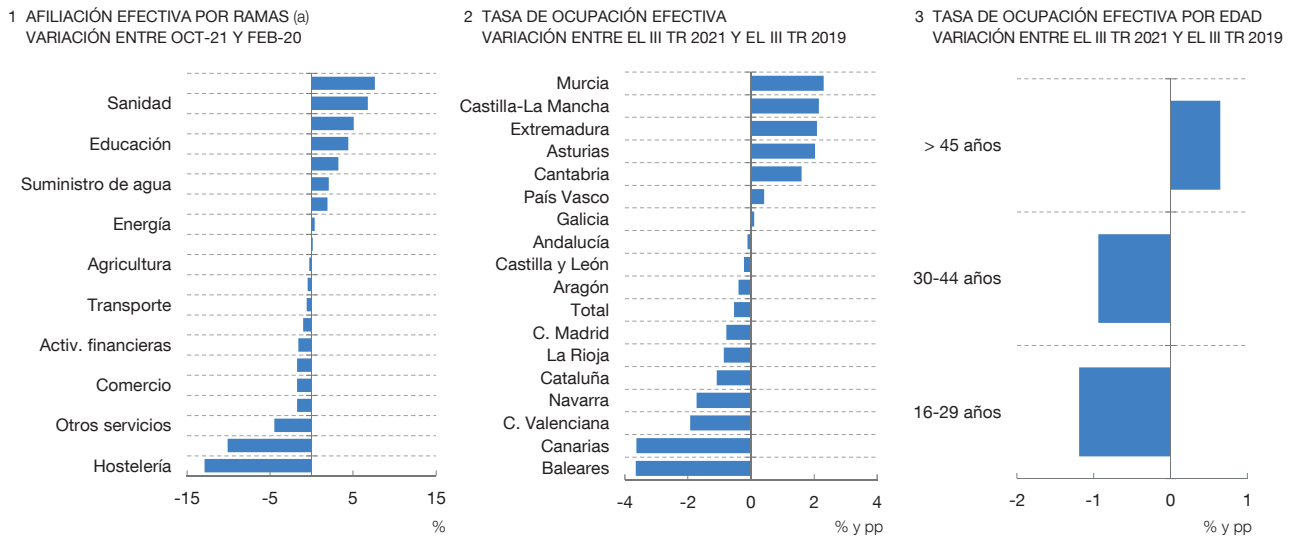
un 0,8 %, gracias al efecto positivo que tuvieron algunas de las medidas desplegadas por el Gobierno para hacer frente a la pandemia sobre las bases que determinan estos ingresos. En conjunto, el peso de los ingresos públicos sobre el PIB se elevó el pasado año.

En 2021 se está observando una cierta corrección del déficit público, que obedece tanto a la naturaleza temporal de una parte de las medidas discretionales adoptadas para hacer frente a las consecuencias de la pandemia como a la mejora cíclica. No obstante, en septiembre de este año el déficit se situaba todavía en el 8,2 % del PIB en términos acumulados de 12 meses. Esta evolución fue consecuencia de la notable recuperación que experimentaron los ingresos públicos y de una moderada reducción en los gastos, que aún permanecen muy por encima de sus niveles previos al estallido de la pandemia.

Una característica muy destacable de esta crisis es la naturaleza asimétrica de su impacto por sectores, regiones y grupos de población.

Si bien la relajación de las medidas de contención de la pandemia ha ido permitiendo una paulatina reactivación de los sectores más afectados, el impacto de la crisis sanitaria sigue siendo muy desigual entre ellos. Como se ha apuntado, la afiliación efectiva en el conjunto de la economía se encontraba en octubre solo un 0,1 % por debajo del nivel precrisis. Sin embargo, esa brecha era del 12,9 % y el 10,1 % en las ramas de hostelería y ocio, respectivamente, mientras que, en los servicios de información y comunicación, y sanidad, la afiliación efectiva se encontraba muy por encima del nivel precrisis (7,6 % y 6,8 %).

EL EFECTO DE LA PANDEMIA SIGUE SIENDO MUY DESIGUAL POR SECTORES, REGIONES Y SEGMENTOS DE LA POBLACIÓN



FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, e Instituto Nacional de Estadística.

a Series desestacionalizadas.

La diferente especialización sectorial también se ha reflejado en el impacto económico de la pandemia a nivel regional. La tasa de ocupación en términos efectivos para el conjunto de España era, en el tercer trimestre de este año, 0,5 pp inferior a la del tercer trimestre de 2019, pero en Canarias y Baleares se situaba 3,6 pp y 3,7 pp por debajo, respectivamente. Por el contrario, en Murcia y Castilla-La Mancha se registraron aumentos, que fueron de 2,3 pp y 2,2 pp, respectivamente.

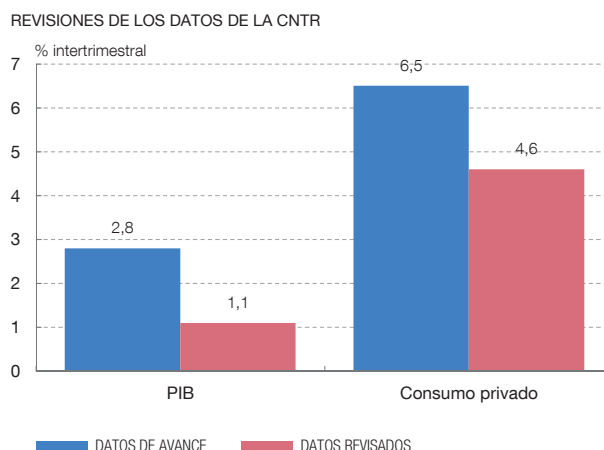
Por grupos de población, la crisis sigue afectando todavía desproporcionadamente a determinados colectivos de trabajadores, en particular a los más jóvenes, con contratos temporales y rentas bajas, dado su elevado peso en los sectores más afectados por la pandemia. Además, estos efectos solo se han corregido de forma limitada tras el inicio de la recuperación. En concreto, la tasa de ocupación en términos efectivos de las personas con edades comprendidas entre los 16 y los 29 años de edad era, en el tercer trimestre, 1,2 pp menor que al inicio de la crisis. Esa cifra se sitúa en -0,9 pp en el grupo de edades entre los 30 y los 44 años, y pasa a presentar signo positivo en los individuos de mayor edad (0,6). El mayor impacto sobre los trabajadores con un mayor grado de vulnerabilidad y que disponen de recursos más limitados para sostener su gasto podría haber provocado, por tanto, un aumento de la desigualdad.

1.3 Las perspectivas macroeconómicas

El Banco de España publicó sus últimas proyecciones macroeconómicas el pasado septiembre. Anticipaban un mantenimiento de la recuperación, bajo el supuesto de la

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS: TRAS LA PUBLICACIÓN DE LAS PROYECCIONES DEL BANCO DE ESPAÑA EN SEPTIEMBRE, LA INFORMACIÓN MÁS RECIENTE HA SIDO, EN CONJUNTO, MENOS FAVORABLE

- 1 La revisión de la CNTR del INE supone un nivel de PIB menor en el segundo trimestre de 2021. Y el crecimiento en el tercer trimestre (2 %) fue inferior al previsto por el Banco de España en septiembre (2,5 %).
- 2 Deterioro reciente de algunos aspectos del entorno exterior: cuellos de botella y alzas en materias primas, energía y otros bienes intermedios.
- 3 No obstante, la información más reciente sobre la evolución económica en el cuarto trimestre ha seguido siendo relativamente favorable.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

continuación del proceso de mejora de la situación epidemiológica tanto en España como en el resto del mundo, la prolongación del tono expansivo de las políticas de demanda, tanto monetarias como fiscales, y un uso intensivo de los fondos del programa *Next Generation EU* (NGEU).

Sin embargo, con posterioridad a la elaboración de estas proyecciones se han producido algunos desarrollos relevantes.

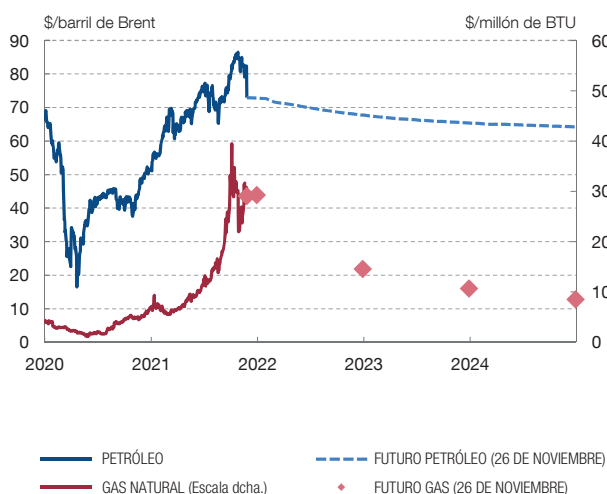
En primer lugar, la cifra de crecimiento del PIB del segundo trimestre de este año ha sido revisada fuertemente a la baja, desde un 2,8 % inicial hasta un 1,1 % (junto con revisiones de menor entidad en los trimestres precedentes). Esto comporta, de forma mecánica (esto es, si se mantuvieran inalteradas las tasas de crecimiento proyectadas para los siguientes trimestres), una reducción sustancial de la tasa media de crecimiento del PIB para 2021 y, en menor medida, también de la de 2022.

Adicionalmente, el aumento del producto de la economía en el tercer trimestre habría sido del 2 %, según la estimación preliminar, en lugar del 2,5 % que el Banco de España preveía en septiembre.

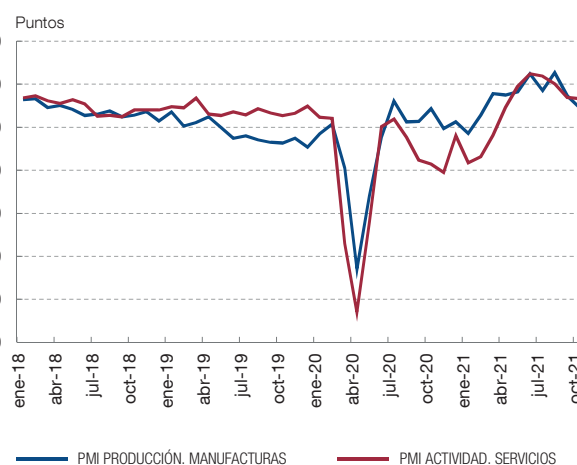
En segundo lugar, se ha acrecentado la evidencia, a nivel global, de alteraciones en las cadenas productivas globales asociadas a la reapertura de las economías tras la fase más aguda de la pandemia. Así, en el caso español, los datos preliminares de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) de noviembre muestran un aumento de la proporción de empresas que declaran que su capacidad de producción se está viendo limitada por la falta de material y/o equipo, como consecuencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros. A esto se une el encarecimiento de los

ENTORNO EXTERIOR MENOS FAVORABLE: CUELLOS DE BOTELLA, ALZAS DE PRECIOS EN MATERIAS PRIMAS Y BIENES ENERGÉTICOS, E INDICIOS DE ESTABILIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD

1 PRECIO DEL PETRÓLEO Y DEL GAS (TTF HOLANDÉS)



2 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS EN ESPAÑA



FUENTES: Refinitiv y IHS Markit.

costes energéticos y de otras materias primas y bienes intermedios. En conjunto, estas novedades tienden a apuntar a un empeoramiento del contexto económico global.

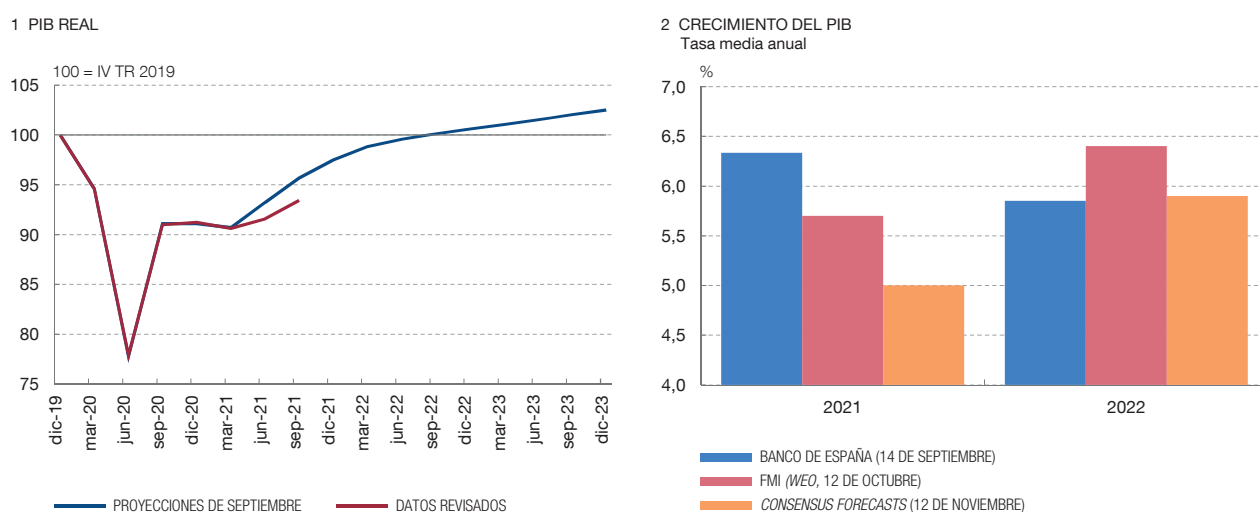
Detrás de estas disrupciones se encuentran diferentes factores, en ocasiones interrelacionados entre sí. De entre ellos habría que destacar, en primer lugar, que, a raíz de la pandemia, ha aumentado la demanda de bienes de consumo duradero en sustitución del gasto en servicios restringidos y también como reflejo de la aceleración del proceso de digitalización. La oferta de este tipo de bienes duraderos es relativamente inelástica en el corto plazo, ya que la expansión de su capacidad productiva requiere de cierto tiempo. La escasez de suministros, como los microchips, se ha traducido en cuellos de botella en la industria que han afectado de manera más intensa a las economías avanzadas. En este contexto, resulta ilustrativo que el PMI compuesto de producción del área del euro haya venido disminuyendo desde la primavera (a pesar del repunte de los datos preliminares de noviembre). El mayor retroceso se ha concentrado en las manufacturas (aunque también el sector servicios ha perdido dinamismo).

Un sector especialmente afectado por estas disrupciones es la industria del automóvil, ya que trabaja con reducidos niveles de inventarios (modelo *just in time*) y durante los meses más duros de la pandemia sufrió una fuerte caída de la demanda. Durante los últimos meses, algunos fabricantes de vehículos se han visto obligados a paralizar procesos productivos, acumular existencias de vehículos sin terminar y recortar sus previsiones de producción para 2021 y 2022.

Además, los desajustes entre oferta y demanda han generado un incremento de los precios, particularmente acusado en el caso de diversos metales industriales y del transporte, y en el de las fuentes energéticas, sean estas primarias, como el petróleo, el gas o el carbón, o secundarias, como la electricidad, producida en parte mediante algunas de las fuentes primarias mencionadas. Este aumento se ha trasladado a los precios finales pagados por los hogares y las empresas, lo que comprime sus rentas reales y, por tanto, afecta negativamente al ritmo de la recuperación.

Gráfico 9

EN CONJUNTO: REVISIÓN A LA BAJA DEL CRECIMIENTO DEL PIB DE CONSENSUS FORECASTS PARA 2021, HASTA EL ENTORNO DEL 5 %. PARA 2022, LA PREVISIÓN YA SE SITÚA POR DEBAJO DEL 6 %



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Fondo Monetario Internacional y *Consensus Forecasts*.

Finalmente, por lo que respecta a los indicadores disponibles más recientes, la actividad económica seguiría manteniendo un cierto dinamismo en el cuarto trimestre, a pesar de esa compresión de rentas de los agentes privados y de las alteraciones en la producción. En particular, el mercado de trabajo continúa mostrando un comportamiento favorable, de acuerdo con los datos de afiliación efectiva, si bien, como se ha señalado, en esta recuperación la evolución del empleo está siendo notablemente mejor que la de la actividad². Sin embargo, es probable que el impacto del repunte de la inflación sobre la renta disponible de los hogares, la intensificación de los cuellos de botella y la extensión reciente de los contagios del coronavirus en muchos países europeos redunden en una ligera revisión a la baja de las tasas de crecimiento trimestral del PIB en el último trimestre de 2021 y al inicio de 2022.

2 Al igual que el crecimiento del PIB, también el del empleo, medido en horas, fue rebajado en la estimación revisada del segundo trimestre. Pero la magnitud de la revisión del empleo fue, en tasa intertrimestral, mucho menor que la del PIB, de 4 décimas, hasta el 4 %. Ello ilustra las dificultades, en la actual fase de recuperación, para evaluar apropiadamente la relación entre la actividad y el empleo.

El Banco de España, en coordinación con el resto del Eurosistema, publicará unas nuevas proyecciones macroeconómicas en el mes de diciembre. En todo caso, los desarrollos que he descrito permiten anticipar una revisión significativa a la baja del crecimiento del año corriente en España. De hecho, algunos analistas han incorporado ya en sus proyecciones estos desarrollos más recientes. Así, si se considera el panel de previsiones de *Consensus Forecasts*, que tiene una frecuencia mensual, puede observarse que en la última edición, publicada a mediados de noviembre, el crecimiento del PIB en España se situaría en 2021 en el 5 %, 0,6 pp menos de lo previsto en octubre. Así, el conjunto de los analistas han recortado sus previsiones, en promedio, en 1,1 pp en los dos últimos meses. Para 2022, los analistas del panel esperan un crecimiento del PIB del 5,9 %, 2 décimas menos que el esperado el mes anterior. Los analistas que han realizado cambios en sus previsiones en el último mes muestran unas estimaciones ligeramente más pesimistas, con crecimientos medios del PIB del 4,7 % en 2021 y del 5,6 % en 2022.

De acuerdo con estas previsiones, los niveles de actividad económica previos a la pandemia no se alcanzarían hasta comienzos de 2023, aproximadamente.

1.4 Las principales fuentes de incertidumbre

Esquema 1

SE MANTIENEN IMPORTANTES FOCOS DE INCERTIDUMBRE

Factores epidemiológicos

Ritmo de vacunación a nivel global, cuya intensificación es crucial para evitar nuevas variantes del virus que puedan conllevar reintroducción de medidas de contención

Factores relacionados con el comportamiento de los agentes

El ritmo y alcance del proceso de gasto del ahorro acumulado por los hogares en pandemia

Los movimientos internacionales de personas y la velocidad de retorno del turismo

El ritmo de ejecución del NGEU y su efecto multiplicador sobre la actividad

Las secuelas de la crisis

Los efectos persistentes sobre el crecimiento potencial (histéresis en el mercado de trabajo, destrucción de empresas) y la efectividad de las políticas económicas para mitigarlos

Evolución de algunas incertidumbres recientes con origen en el contexto exterior

La persistencia e intensidad de las alteraciones de las cadenas de producción globales

El grado de persistencia de los repuntes de costes y su traslación a precios y salarios

La expectativa de recuperación es real, pero su velocidad y profundidad están sometidas a un elevado grado de incertidumbre. En el caso de la economía española, las perspectivas en los próximos meses dependen, sobre todo, de varios focos de incertidumbre relacionados con la evolución de la pandemia, la fortaleza del consumo de los hogares, la recuperación del turismo, el despliegue de los fondos europeos, las cicatrices de la crisis sobre el tejido empresarial, así como con la persistencia de los cuellos de botella y del actual episodio de inflación. Permítanme que repase brevemente estas fuentes de riesgo.

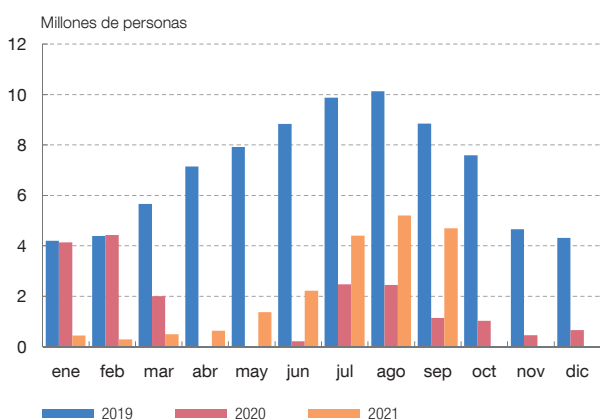
En primer lugar, en nuestras proyecciones se asume que el proceso de inmunización de la población permitirá que la **incidencia de la pandemia** sobre la actividad económica siga reduciéndose en los próximos meses. No obstante, como está mostrando la evolución más reciente de la enfermedad en algunos países del centro y del este de Europa, no se puede excluir una evolución epidemiológica más desfavorable, con repuntes de los contagios. Además, aunque su probabilidad es, en principio, muy reducida, tampoco son descartables escenarios con episodios de contagios de mayor gravedad, vinculados a una eventual propagación de variedades del virus más infecciosas y, en el peor de los casos, resistentes a las vacunas que requirieran la reintroducción de medidas de contención. En todo caso, hay que subrayar que el grado de adaptación de las economías a las sucesivas olas de la pandemia ha aumentado de manera significativa.

En segundo lugar, la evolución económica de los próximos trimestres se verá influida por el ritmo de recuperación del consumo privado, que vendrá condicionado por las decisiones de los hogares de liberar la **bolsa de ahorro acumulada** en 2020, que supera el 6% del PIB. En principio, existen varias razones que llevan a considerar que los hogares harán un uso parcial de este ahorro a medio plazo. Por un lado, los hogares que

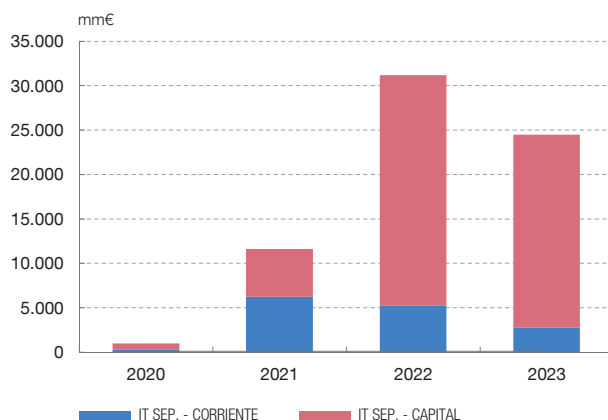
Gráfico 10

INCERTIDUMBRE SOBRE LA EVOLUCIÓN FUTURA DE LOS FLUJOS TURÍSTICOS, SOBRE EL USO DE LOS FONDOS EUROPEOS NGEU Y SOBRE LAS SECUELAS DE LA CRISIS

1 LLEGADAS DE TURISTAS EXTRANJEROS
Comparativa 2019-2020-2021



2 SUPUESTOS SOBRE ABSORCIÓN NGEU
(MRR + REACT-EU)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

han incrementado más su ahorro con respecto al período previo a la pandemia han sido los de rentas más altas, cuya propensión al consumo es normalmente más reducida. Por otro lado, una parte importante del gasto que no ha podido materializarse desde el inicio de la pandemia debido a las restricciones no es fácilmente aplazable, pues se concentró en servicios como la restauración o el ocio. Nuestras proyecciones incorporan el supuesto de que los hogares solo recurrirán parcialmente a este ahorro acumulado, pero admitiendo un elevado nivel de incertidumbre en torno a este supuesto.

En tercer lugar, el otro componente de la demanda acerca de cuya evolución continúa existiendo un grado elevado de incertidumbre son las **exportaciones de turismo**. En las proyecciones de septiembre se asumió que la recuperación del volumen de turismo no residente previo a la pandemia no se completaría plenamente hasta 2023. En concreto, por lo que respecta al tercer trimestre de cada año, que se corresponde con la temporada alta, se supuso entonces que el nivel de las exportaciones de turismo sería en 2021 y 2022 de, aproximadamente, un 45 % y un 90 %, respectivamente, del nivel observado en 2019, último año previo a la pandemia, y que habría que esperar hasta el verano de 2023 para tener una recuperación casi plena. No obstante, no resulta sencillo anticipar los patrones de comportamiento del turismo internacional tras la pandemia.

En cuarto lugar, la ejecución de los proyectos asociados al **programa NGEU** debería impulsar la actividad en los próximos años. En concreto, debería dar como resultado tasas elevadas de crecimiento de la inversión pública y empresarial. El Banco de España incorporó, por vez primera de forma explícita, a sus proyecciones el impacto del NGEU en diciembre de 2020, una vez que el Proyecto de PGE de 2021 hubo proporcionado los primeros detalles acerca del volumen de fondos consignados para este año. Ya entonces señalamos que existía un elevado grado de incertidumbre en torno al calendario de ejecución. En la práctica, el ritmo de utilización ha sido inferior al incorporado en los distintos ejercicios de proyecciones realizados desde entonces, lo que en las proyecciones de septiembre condujo a que se trasladara una parte del flujo de inversión asociado a los recursos europeos desde 2021 hasta 2022 y 2023. En concreto, esas proyecciones contemplaban la realización de proyectos por un importe de más de 40 mm de euros entre 2021 y 2022, con un notable impacto sobre la tasa de crecimiento del PIB de esos dos años (0,6 pp y 1,8 pp, respectivamente). En todo caso, la incertidumbre continúa siendo muy elevada tanto en relación con el momento de ejecución de los proyectos como respecto a su efecto multiplicador sobre la actividad y el empleo, lo que condicionará de manera decisiva la evolución económica en los próximos años.

En quinto lugar, también se desconoce la magnitud de los daños persistentes que la pandemia pueda haber provocado sobre **el empleo y el tejido productivo** (en términos de destrucción de empresas y de aumento del desempleo estructural). Nuestras proyecciones de septiembre se elaboraron bajo el supuesto de que las políticas desplegadas desde el inicio de la crisis permitirán que, a escala agregada, los daños causados por la crisis al tejido productivo y laboral, en términos de destrucción de empresas y aumento del desempleo de larga duración, tengan un efecto relativamente limitado sobre la economía. No obstante, se

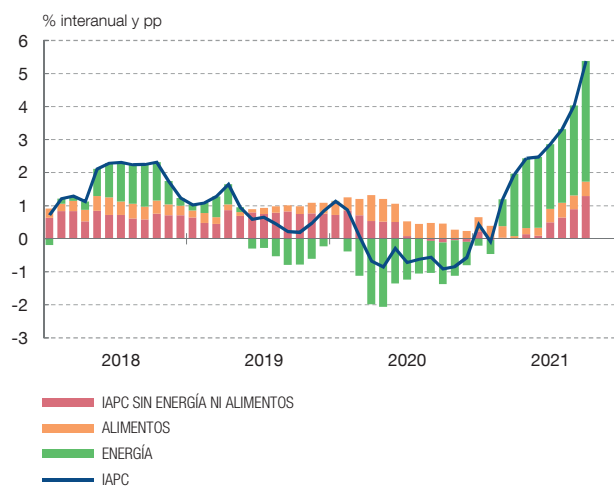
han detectado algunas señales de deterioro en la solvencia de las empresas, concentradas fundamentalmente en los sectores más afectados por la pandemia. Así, por ejemplo, se ha observado un cierto deterioro de la calidad crediticia en algunas carteras de préstamos de los bancos, un aumento de las disoluciones de sociedades mercantiles y un repunte en el número de empresas que se encuentran en concurso de acreedores, a pesar de la moratoria de estos procedimientos, que estará en vigor hasta mediados de 2022. En todo caso, los datos más recientes evidencian una cierta moderación en estas tendencias. Así, por ejemplo, el número de disoluciones de sociedades mercantiles, que se situaba en mayo, en términos desestacionalizados, alrededor de un 12 % por encima de los niveles medios de 2019, se ha ido reduciendo gradualmente desde entonces, si bien en septiembre todavía superaba en un 5 % los valores registrados antes de la pandemia.

En sexto lugar, los **cuellos de botella en el suministro** de determinados bienes intermedios energéticos y no energéticos podrían persistir o amplificarse, poniendo en riesgo la intensidad de la recuperación y afectando especialmente a las ramas industriales. De hecho, según algunas estimaciones, la existencia de los cuellos de botella habría reducido el nivel de las exportaciones en el primer semestre de 2021 en un 7 % para el conjunto del área del euro³.

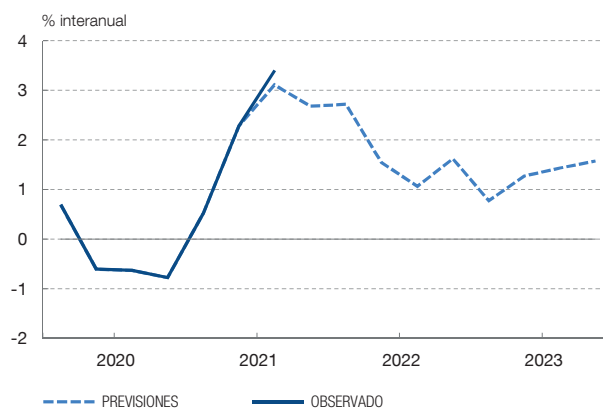
Gráfico 11

INCERTIDUMBRE SOBRE LA INTENSIDAD Y PERSISTENCIA DE LOS CUELLOS DE BOTELLA EN EL SUMINISTRO DE DETERMINADOS BIENES Y DEL REPUNTE DE PRECIOS

1 CONTRIBUCIONES (PP) A LA TASA INTERANUAL DEL IAPC (%)



2 IAPC: PREVISIONES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En séptimo y último lugar, el reciente **repunte de la inflación** es un factor relevante que condiciona las perspectivas de la economía española. Al igual que a escala global, el

³ E. Frohm, V. Gunnella, M. Mancini y T. Schuler (2021), «The impact of supply bottlenecks on trade», *Economic Bulletin*, n.º 6, BCE.

significativo repunte experimentado por la inflación en España debería tener, en principio, una naturaleza fundamentalmente pasajera⁴.

En efecto, desde febrero, cuando se cumplió un año desde el último mes anterior al inicio de la pandemia, hasta noviembre, la inflación ha repuntado desde el -0,1 % al 5,6 % en España.

Si se analiza la evolución entre febrero y octubre (último mes para el que existen datos desagregados), el incremento se explica, sobre todo, por la contribución de los precios de la energía, que aportaron 3,7 pp a la tasa del 5,4 % observada en octubre. Esta contribución de los precios energéticos ha sido mayor que en los países del área del euro, al tener estos bienes un peso mayor en nuestra cesta de consumo y al reaccionar en mayor medida que en el promedio del área del euro los precios minoristas de la electricidad a las variaciones de los precios mayoristas. En conjunto, la contribución del aumento del precio de la electricidad fue de aproximadamente la mitad del aumento del componente.

Pero se ha producido también una aceleración de la inflación subyacente, del 0 % al 1,4 %, debido, fundamentalmente, al componente de servicios, que ha pasado del -0,1 % al 1,6 %, mientras que el de bienes industriales no energéticos ha aumentado del 0,3 % al 0,9 %.

Los fenómenos que subyacen al repunte de la inflación tienen una esencia transitoria y un origen externo a la economía española. Es cierto, no obstante, que el fenómeno está demostrando una mayor persistencia que hace unos meses y que, en el futuro inmediato, seguiremos observando tasas relativamente altas de inflación. Al mismo tiempo, el grado de persistencia de los incrementos actuales de los precios de consumo depende de cuánto se prolonguen las perturbaciones externas y también de la reacción de los agentes nacionales.

Este supuesto de transitoriedad se basa en diversos argumentos.

El primero de ellos tiene que ver con los efectos base derivados del retroceso en 2020 de los precios de algunos servicios cuyo consumo se había visto especialmente dañado por la pandemia, como los relacionados con el turismo y el ocio. Estos efectos base positivos han sido especialmente pronunciados en el caso de los bienes energéticos no eléctricos, componente que había registrado un intenso retroceso en 2020 debido a la caída de precios del petróleo. Así, el efecto base en este componente habría aportado entre febrero y octubre de 2021, en términos acumulados, un total de 1,3 pp de la aceleración observada en la inflación general. En el caso de los servicios, los efectos base no empezaron a manifestarse hasta el verano de 2021, pero, en todo caso, han tenido una repercusión al alza de 0,6 pp. Así pues, en conjunto, en torno al 30 % de la aceleración observada en

4 Véase P. Hernández de Cos (2021), «La inflación: evolución reciente, perspectivas e implicaciones de política monetaria».

el agregado de la inflación se habría debido a los efectos base descritos. Por su propia naturaleza, este efecto debería, en principio, ser puramente transitorio.

En segundo lugar, los precios de la energía, sobre todo del gas, han experimentado subidas muy significativas. En efecto, si tomamos, por ejemplo, la evolución en el mercado mayorista de la electricidad en España, los precios se han multiplicado por un factor de 4,4 desde finales del año pasado hasta mediados de noviembre. Casi el 80 % de ese encarecimiento se explica por el aumento del precio del gas, mientras que el de los derechos de emisión contribuyó con casi un 10 % adicional. Ahora bien, en principio, se espera que este encarecimiento tenga una naturaleza transitoria, como anticipan los precios cotizados en los mercados de futuros de esas materias primas, que apuntan a una reducción a lo largo de 2022. Pero no se puede excluir que el aumento de precios persista en los próximos meses, dado el incremento del consumo energético durante el invierno, en un contexto en que el volumen de existencias de petróleo y gas es relativamente reducido.

Una tercera razón que explica este repunte de la inflación es la proliferación de cuellos de botella que obstruyen o impiden el funcionamiento de las cadenas de valor y el encarecimiento del transporte marítimo, que se han traducido en una acusada aceleración de los precios de producción industrial, en particular de los precios de fabricación de bienes intermedios. Ello a pesar de que, por el momento, las empresas estarían trasladando solo de manera parcial a los precios de venta de sus productos el incremento de los precios de sus insumos. Es decir, se estaría produciendo una disminución de los márgenes. En todo caso, este fenómeno debería ser igualmente transitorio, en tanto la oferta sea capaz de adaptarse al repunte de la demanda tras la reapertura de la economía.

Sobre este escenario de precios existen, no obstante, algunas incertidumbres.

La primera surge de una posible filtración de los aumentos de los costes de los productos intermedios energéticos y no energéticos a los precios de consumo. De momento, como señalaba, ese encarecimiento se ha extendido de un modo limitado. No obstante, una prolongación del encarecimiento de costes, por ejemplo, porque se demore la resolución de los cuellos de botella o porque se alarguen las dificultades para el normal aprovisionamiento de gas en Europa, reduciría las posibilidades de que los márgenes empresariales puedan seguir absorbiendo los aumentos de costes. Además, la evidencia señala que la transmisión de los precios de los bienes intermedios se produce con un cierto desfase, por lo que los incrementos del pasado podrían contribuir a aumentar las presiones inflacionistas sobre los bienes finales en los próximos meses.

Un segundo foco de incertidumbre surge de la evolución salarial y, por tanto, de la posible aparición de lo que se conoce como «efectos de segunda vuelta». Por el momento, estos efectos son contenidos, con un aumento salarial hasta octubre del 1,6 %, 2 décimas menos que en 2020. No obstante, en los convenios de nueva firma los aumentos pactados para 2021 han ido pasado del 1,1 % en enero hasta el 1,7 %, en términos acumulados, en octubre.

Un factor que apoyaría las expectativas de que la magnitud de los efectos de segunda vuelta sea modesta es la prevalencia reducida de las cláusulas de salvaguarda en los convenios colectivos, que, de hecho, se ha reducido de manera acusada en los últimos años, desde el entorno del 70 % antes del inicio de la crisis financiera global hasta el 17 % en la actualidad.

Por otro lado, se observa que los aumentos salariales están siendo mayores en aquellos sectores en los que el empleo está mostrando una evolución más favorable, y, por tanto, existe una menor holgura. Es decir, las alzas salariales en ciertos sectores recogen, de momento, factores coherentes con una posición cíclica más favorable en algunos sectores, y no con aumentos generalizados e indiscriminados de las remuneraciones.

Además, si bien la estimación del grado de holgura de la economía es particularmente difícil de realizar en el contexto de la pandemia, hay que tener en cuenta que, en España, el nivel del PIB real se encuentra todavía alejado de su cota previa a la pandemia y aún más de la tendencia que precedió a la crisis.

En todo caso, en relación con los dos factores anteriores, es obvio: cuanto mayor sea esa duración, mayor será la probabilidad de que el aumento de la inflación gane persistencia, tanto porque los aumentos de costes se filtren con mayor intensidad a los precios finales como porque el alza de estos dé lugar a mayores demandas salariales.

Por otra parte, hay que tener en cuenta que la economía española es muy dependiente de la energía externa, por lo que la perturbación actual supone un deterioro de la relación real de intercambio y, por tanto, una pérdida real de la renta de familias y empresas, con efectos negativos potenciales sobre el consumo y la inversión. De hecho, los salarios reales están cayendo y los márgenes empresariales se están reduciendo. Y es cierto que el elevado ahorro acumulado por las familias durante la crisis debería permitir mitigar esos efectos negativos, pero también sabemos que una parte muy significativa del ahorro acumulado se ha concentrado en familias de renta elevada, que normalmente presentan una propensión al consumo relativamente reducida.

De esta argumentación se deduce que el episodio inflacionista actual introduce un elemento de riesgo adicional sobre la actividad. Por lo que respecta al episodio concreto del alza del precio de la electricidad, pueden servir de guía las estimaciones internas obtenidas en el Banco de España a través de distintas metodologías, que apuntarían a un impacto de entre 2 y 3 décimas de PIB al cabo de tres años para un incremento permanente de un 10 % en el precio de la electricidad pagado por los consumidores.

1.5 El papel de las políticas económicas en la situación actual

La rapidez y la contundencia de la respuesta de la política económica ante la pandemia han sido cruciales para limitar sus efectos. La magnitud sin precedentes de la perturbación tuvo igualmente una respuesta de política económica sin precedentes, que ha aliviado

EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS EN LA SITUACIÓN ACTUAL

- 1 En el contexto actual y previsto, las políticas monetaria y fiscal deben evitar una retirada prematura de los estímulos.
 - 1.1 Los desarrollos recientes de la inflación siguen siendo coherentes con un retorno a una situación de presiones inflacionistas moderadas en el medio plazo. De ahí la conveniencia de que la política monetaria mantenga un enfoque paciente a la hora de valorar una eventual revisión de su actual tono acomodaticio.
 - 1.2 El apoyo de la política fiscal será necesario en 2022, pero de un modo más selectivo, centrado en las empresas y los grupos poblacionales aún afectados por la crisis, y limitado en el tiempo, para no ampliar el déficit estructural.
 - 2 En paralelo, debería iniciarse el diseño de un programa de consolidación que permita reducir gradualmente los elevados niveles de déficit y deuda públicos, con vistas a su puesta en marcha una vez que la recuperación sea sólida.
 - 3 La política económica debe facilitar también la adaptación de las empresas y los trabajadores a las nuevas realidades surgidas tras la pandemia. Para ello, debe permitirse el uso de los mecanismos de ajuste que proporciona la legislación para adaptar la situación específica de las empresas, mejorar los procedimientos de reestructuración de deudas y reforzar las políticas de formación y ayudas a la búsqueda de empleo de los trabajadores.
 - 4 Asimismo, deben afrontarse los retos de medio plazo con una agenda decidida de reformas estructurales, apoyadas también por el uso de los fondos europeos.
-

los costes de corto plazo, ha evitado escenarios negativos aún más extremos y permitirá probablemente reducir los daños de medio y largo plazo de la crisis. La reacción del BCE —con su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés)— y el incremento del déficit público del área del euro de más de 6,5 puntos de PIB en 2020 ilustran esa contundencia.

La recuperación sigue sujeta a muchas incertidumbres y depende asimismo del curso de las políticas económicas. Una retirada prematura de las medidas de soporte de los agentes afectados conllevaría unos perjuicios que exceden a los posibles costes de mantenerlas hasta que la recuperación dé muestras de suficiente solidez.

En el caso de la política monetaria, a la hora de analizar las implicaciones de la actual situación, conviene partir del nuevo marco estratégico del BCE, que establece un objetivo del 2 % simétrico en el medio plazo⁵. Pues bien, como he señalado, los desarrollos recientes de la inflación siguen siendo coherentes con un retorno a la situación de presiones inflacionistas moderadas en el medio plazo. De ahí la conveniencia de que la política monetaria mantenga un enfoque paciente a la hora de valorar una eventual revisión de su actual tono acomodaticio, con el fin de estabilizar la tasa de inflación de medio plazo en el entorno del 2 %⁶. Con todo, debemos prestar atención a la posibilidad de aparición de indicios de desanclaje de expectativas, puesto que este sería el principal factor que conferiría persistencia a este episodio de inflación elevada.

En el caso de la política fiscal, es necesario mantener un tono expansivo, pero con un carácter crecientemente focalizado, sobre todo, en los sectores y agentes más

5 Véase P. Hernández de Cos (2021), «La nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo».

6 Véase P. Hernández de Cos (2021), «La inflación: evolución reciente, perspectivas e implicaciones de política monetaria».

afectados, y con un peso creciente de las consideraciones de crecimiento a medio y largo plazo. Así, la identificación de posibles cambios y daños estructurales es crucial. La política económica no debe sostener indefinidamente actividades que estructuralmente pudieran ver reducido su peso en la economía en el futuro, sino facilitar su adaptación a la nueva realidad y la reasignación eficiente de recursos.

Además, es importante que las medidas sean temporales para no aumentar adicionalmente el déficit estructural. Y, una vez superada la pandemia, será necesario reconstruir los márgenes fiscales y reducir la deuda pública, mediante una estrategia gradual plurianual. El diseño de este plan debe anticiparse, con vistas a su puesta en marcha una vez que la recuperación sea sólida. Sobre esta cuestión me detendré más adelante.

En el caso del sector empresarial, por ejemplo, sigue siendo importante focalizar las ayudas en revertir el deterioro de la situación de solvencia generado por la crisis en las empresas que se consideran viables. La extensión del plazo de vigencia de algunas de las medidas de apoyo al sector empresarial hasta mediados de 2022, aprobada por el Consejo de Ministros del día 23 de noviembre, podría contribuir a este fin, al permitir que las empresas viables que se han visto más negativamente afectadas por la crisis y cuya actividad se está recuperando a un ritmo comparativamente más lento se beneficien durante más tiempo de estos apoyos.

Además, la política económica debe facilitar la adaptación de las empresas a la nueva coyuntura surgida a partir de la crisis sanitaria, lo que exigiría, por un lado, permitir el uso de los mecanismos de ajuste que proporciona la legislación, en particular la laboral, y que estos se adapten a las condiciones específicas de las empresas.

Por otro lado, también debe complementarse con un funcionamiento más ágil de los procedimientos judiciales y extrajudiciales de insolvencias que permita que un número mayor de empresas viables pueda proseguir su actividad y facilite la salida de las que no lo son⁷. En este sentido, el pasado 3 de agosto, el Consejo de Ministros aprobó el Anteproyecto de Ley de Reforma de la Ley Concursal, que introduce cambios de calado en los mecanismos preconcursales y concursales que regulan la insolvencia de empresas, autónomos y consumidores.

En cuanto al mercado de trabajo, es clave que las propuestas de reforma actualmente en discusión continúen proporcionando a las empresas herramientas que faciliten la adaptación de las condiciones laborales al momento cíclico y a la situación específica de las distintas ramas productivas y empresas. Este aspecto es particularmente relevante tras la pandemia, dada la elevada heterogeneidad que caracteriza la posición relativa de cada una de esas ramas y empresas para afrontar la situación actual y los retos futuros. Además, es deseable que se adopte un enfoque global que permita abordar de forma conjunta las

7 Véase M. García-Posada Gómez (2020), *Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del COVID-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal*, Documentos Ocasionales, n.º 2029, Banco de España.

principales deficiencias estructurales del mercado laboral, como son el elevado desempleo y la excesiva temporalidad, en particular proporcionando un reparto más justo y eficiente de la protección de los trabajadores. Finalmente, ha de perseguirse una mejora de las políticas activas de empleo, lo que es crucial para evitar la descapitalización de los trabajadores que han perdido su puesto de trabajo y para facilitar su reasignación hacia los sectores más dinámicos tras la pandemia.

Mirando a más largo plazo, no quiero dejar de mencionar los desafíos estructurales que la economía española ya afrontaba antes de la pandemia y que cobran especial relevancia en las actuales circunstancias. Entre ellos cabe destacar, además del inadecuado funcionamiento de nuestro mercado de trabajo, la baja productividad, la lucha contra el cambio climático, el envejecimiento poblacional o la elevada desigualdad. Otros han surgido o se han intensificado como resultado de la pandemia, como los derivados de la digitalización. Todos estos desafíos solo podrán afrontarse con una agenda decidida de reformas estructurales, apoyadas también por el uso de los fondos europeos⁸.

EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS EN LA SITUACIÓN ACTUAL (cont.)

5 Finalmente, debe gestionarse adecuadamente la política económica en el contexto del repunte inflacionista que estamos viviendo:

- Este es un argumento adicional para reforzar el necesario enfoque selectivo de la política fiscal, evitando indexaciones generalizadas en las partidas de gasto.
- El necesario apoyo a las familias vulnerables frente al episodio inflacionista debe acompañarse de una reflexión profunda sobre las potenciales deficiencias estructurales de nuestro mercado energético.
- Las empresas y los trabajadores deben interiorizar la naturaleza fundamentalmente transitoria del repunte de los precios y buscar un reparto equitativo de la merma de rentas de la economía nacional frente al resto del mundo que implican los aumentos de costes recientes, en muchos casos concentrados en bienes y servicios que nuestra economía requiere pero no produce.

Finalmente, permítanme mencionar, como principal novedad frente a comparecencias previas, el reto que supone también gestionar adecuadamente la política económica en el contexto del repunte inflacionista que estamos viviendo. Los desarrollos recientes configuran un entorno complejo para el curso de las políticas económicas. Por un lado, el BCE habría venido experimentando, con anterioridad a la pandemia, dificultades para alcanzar su objetivo de inflación durante un período muy prolongado de tiempo. Con este trasfondo, el Consejo de Gobierno del BCE está decidido, como he indicado antes, a continuar suministrando los estímulos monetarios necesarios para que, en el medio plazo, la inflación alcance de forma duradera el objetivo del 2 %, sin reaccionar prematuramente ante perturbaciones transitorias.

Por otro lado, la política fiscal ha de adoptar una perspectiva de medio plazo en la que la consolidación presupuestaria, una vez asentada la recuperación, pase a un

⁸ P. Hernández de Cos (2021), «Los principales retos de la economía española tras el COVID-19», comparecencia en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el COVID-19 / Congreso de los Diputados.

plano prioritario. Ello no quiere decir que deba dejar de prestar atención, como acabo de enfatizar, a apoyar a las capas de la sociedad que se están viendo más afectadas por las consecuencias de la pandemia, así como por el repunte inflacionista actual. Pero sí es un argumento adicional para justificar que el apoyo debe ser selectivo y que debe evitarse un impulso fiscal generalizado, que, en caso de producirse, podría traducirse en un aumento de los cuellos de botella ya existentes en los sectores más tensionados que se terminara filtrando a presiones inflacionistas adicionales.

Finalmente, empresas y trabajadores deben interiorizar la naturaleza fundamentalmente transitoria de algunos de los principales factores que están detrás del actual repunte de los precios y buscar un reparto equitativo de la merma de rentas de la economía nacional frente al resto del mundo que implican los aumentos de costes recientes, en muchos casos concentrados en bienes y servicios que nuestra economía no produce pero necesita, ya sea como bienes intermedios del proceso productivo o como bienes finales de consumo o inversión. En caso contrario, podría alentarse una realimentación de precios y costes con efectos adversos para la competitividad, la actividad económica y el bienestar de los ciudadanos.

2 El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado

A continuación, paso a valorar las líneas principales del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2022, presentado a las Cortes Generales el pasado día 13 de octubre.

Antes de comenzar con dicha discusión, me gustaría destacar dos aspectos relevantes. En primer lugar, el Proyecto de PGE se enmarca en un contexto en el que se mantiene activa la cláusula de salvaguarda que permite la suspensión temporal de las reglas fiscales para el año 2022, como ya ocurrió en 2021. En virtud de este mecanismo, se relajan las exigencias en la corrección del déficit y la deuda públicos, al objeto de facilitar el apoyo de la política fiscal para paliar las consecuencias económicas de la pandemia.

En segundo lugar, es necesario destacar que el pasado día 15 de octubre, el Gobierno publicó el Plan Presupuestario. Esta nueva pieza de información me permitirá extender mi análisis de la situación presupuestaria al conjunto de las AAPP y no solo para el Estado y la Seguridad Social. Como aclaración final, aprovecho para señalar que, salvo indicación contraria, me referiré en todo momento a las cifras del presupuesto consolidado del Estado, la Seguridad Social y los organismos autónomos, excluyendo los fondos NGEU, que analizaré en detalle más adelante.

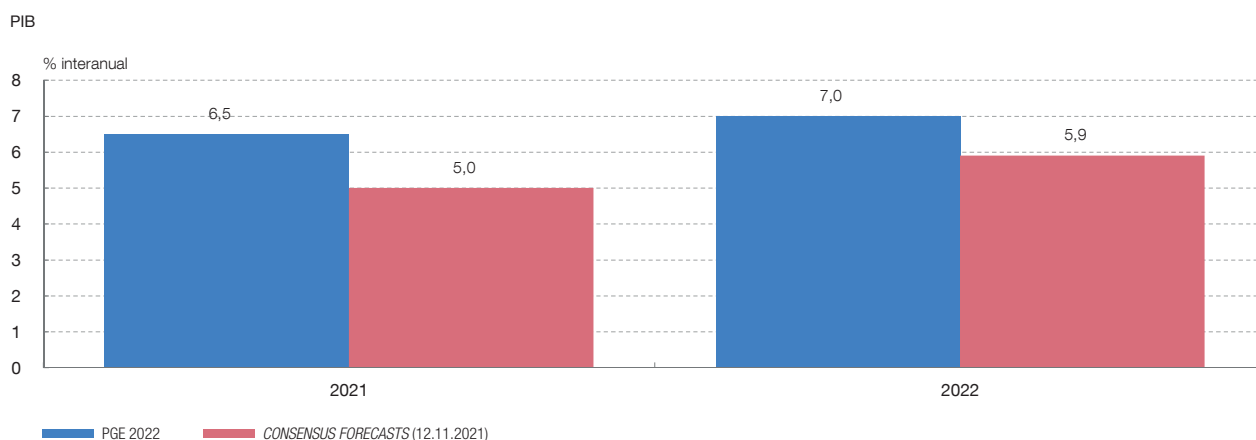
2.1 El cuadro macroeconómico

El Proyecto de PGE para 2022 dibuja un escenario macroeconómico en el que el crecimiento del PIB se situaría en un 6,5 % durante este año y en un 7 % en el siguiente.

Estos supuestos proyectan un desarrollo económico más favorable al considerado por el Banco de España en sus previsiones de septiembre de 2021, que, como se ha

Gráfico 12

CUADRO MACROECONÓMICO: PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL EN EL BORRADOR DE LOS PGE POR ENCIMA DEL CONSENSO DE LOS ANALISTAS TANTO PARA 2021 COMO PARA 2022



FUENTES: Ministerio de Hacienda y Función Pública, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Fecha de cierre de las proyecciones: 14 de septiembre de 2021.

comentado anteriormente, serán revisadas a la baja dentro de unas semanas a la luz de la nueva información disponible. La visión del Banco de España de un escenario de menor crecimiento en comparación con el de las proyecciones de septiembre es compartida, en general, por otras instituciones públicas y privadas. Así, por ejemplo, en comparación con la media del consenso de analistas privados, el crecimiento del PIB asumido en los PGE es aproximadamente 1,5 pp y 1 pp superior en 2021 y 2022, respectivamente⁹.

En cuanto a la evolución de precios, los PGE prevén un crecimiento del deflactor del consumo privado del 1,3 %, 2 décimas inferior al proyectado por el Banco de España en septiembre. Sin embargo, si hiciéramos una actualización relativamente mecánica de estas proyecciones con la información más reciente, las tasas medias de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) en 2021 y 2022 se revisarían al alza en torno a 1 pp, hasta el entorno del 3 %, durante este año y el próximo.

Para las ratios de déficit y deuda públicos, resulta relevante tener en cuenta el PIB nominal y, por consiguiente, tanto el producto real de la economía como su deflactor. En este sentido, el crecimiento esperado del PIB nominal en los PGE en 7,8 % en 2021 puede considerarse relativamente optimista, como consecuencia de la previsión de aumento del PIB real, mientras que la del deflactor resulta en línea con la información disponible. En 2022, la tasa proyectada de crecimiento del PIB nominal está en línea con los desarrollos más recientes, aunque ello sea el resultado de dos efectos que se compensan, ya que cabe esperar que el crecimiento del componente real pueda ser inferior, y el del deflactor, mayor¹⁰.

El reciente aumento en el crecimiento de los precios genera un impacto sobre las cuentas públicas de distinto signo. En primer lugar, por el lado de los ingresos, un mayor aumento de los precios de consumo redundaría en una mayor recaudación por el impuesto sobre el valor añadido. Su traslación a las bases de otras figuras impositivas, como el impuesto sobre la renta de las personas físicas, depende de si el ritmo de variación de esas rentas es similar o no al de los precios de consumo. En todo caso, la no deflactación de la tarifa del impuesto conduce a que mayores rentas nominales confronten tramos más altos en la escala de gravamen. Pero, además, existen otros efectos, cuya cuantificación no es sencilla, que hacen que el efecto final sobre el déficit sea ambiguo, en cuanto que depende de las elasticidades de las bases tributarias a los cambios en los precios y del impacto de la inflación sobre el gasto público (un aspecto relevante, en cuanto que una parte del gasto está indexado a la inflación, como es el caso de la partida en pensiones). El hecho de que el incremento de la inflación haya sido incorporado a la programación de los presupuestos, o sea de carácter inesperado durante la ejecución de estos, resulta también importante para determinar sus efectos sobre el déficit público.

⁹ El FMI prevé un crecimiento del 6,4 % para 2022, 6 décimas por debajo de las incluidas en los PGE.

¹⁰ En todo caso, en la medida en que el crecimiento del PIB nominal en 2021 sea inferior al contenido en el cuadro macroeconómico de los PGE, ello daría como resultado un menor nivel del PIB nominal para 2022.

Adicionalmente, el actual proceso inflacionista tiene su origen en precios importados, con una traslación a los precios interiores que se espera limitada. En la medida en que la traslación fuera alta, una eventual aceleración del deflactor del PIB, considerada aisladamente, disminuiría el valor real de la deuda pública cuando esta se expresa como ratio del PIB¹¹.

Estas reflexiones ilustran la multiplicidad de efectos y las dificultades para determinar *a priori* su impacto neto, pero pueden servir de guía para entender los efectos de la inflación sobre las finanzas públicas, que, en último término, estarán influidas por dos aspectos relacionados entre sí: la persistencia de la mayor inflación de precios de consumo y su grado de traslación a otras variables nominales de la economía.

Como se ha indicado, la información actual sugiere que este proceso inflacionista podría tener una naturaleza temporal y quedarse circunscrito, en esencia, a los precios de las importaciones. En todo caso, es importante también, a efectos de las finanzas públicas, realizar un seguimiento cercano de dicho proceso para entender, entre otros efectos, su impacto sobre las previsiones de las magnitudes fiscales contenidas en este proyecto de PGE¹².

En el caso del año en curso, el aumento de la inflación de los bienes energéticos debería dar lugar, en principio, a un aumento de las bases tributarias. Sin embargo, ello se vería compensado por la entrada en vigor de medidas compensatorias¹³. Por el lado del gasto, el efecto de la mayor inflación se centraría, principalmente, en aquellos componentes que guardan una mayor relación con la inflación como es el caso de las pensiones, debido a la paga compensatoria que recibirán los pensionistas durante este año. Desde una perspectiva temporal más amplia, como he indicado anteriormente, la indexación de ciertas partidas de gasto a la inflación aumentaría el impacto que este fenómeno puede tener sobre las finanzas públicas.

2.2 La previsión de ingresos públicos

El Proyecto de PGE estima un incremento de los ingresos de un 8 % en 2022 en comparación con el avance de liquidación de 2021. Dicho aumento se explica por la evolución prevista de las bases imponibles, el impacto retardado de las medidas de 2021 (estimado por el Gobierno en 2 mm) y la desaparición de las exenciones de cotización a la Seguridad Social ligadas al COVID-19, dado que, según la estimación del Gobierno, las nuevas medidas tributarias no tendrían impacto recaudatorio en 2022.

11 Nótese que aumentos del PIB nominal derivados de un mayor crecimiento del nivel de precios afectarían al valor real de la deuda ya emitida. La evidencia empírica disponible sugiere que los tipos de interés de los bonos soberanos incorporan de manera eficiente la información relativa a cambios en las expectativas de inflación.

12 Véase P. Hernández de Cos, S. Hurtado, F. Martí y J. Pérez (2016), *Public finances and inflation: the case of Spain*.

13 Véase el Real Decreto-ley 12/2021, de 24 de junio, por el que se adoptan medidas urgentes en el ámbito de la fiscalidad energética y en materia de generación de energía, y sobre gestión del canon de regulación y de la tarifa de utilización del agua.

En lo que sigue articularé mi análisis sobre esta previsión de ingresos en torno a tres elementos: el avance de liquidación de 2021, las nuevas medidas para 2022 y los riesgos sobre esa previsión.

Cuadro 1

INGRESOS PÚBLICOS: SEGÚN EL AVANCE DE LIQUIDACIÓN, LA RECAUDACIÓN DE LAS MEDIDAS TRIBUTARIAS DE 2021 SERÁ INFERIOR A LA PREVISIÓN INICIAL

CUANTIFICACIÓN DEL IMPACTO RECAUDATORIO DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS DE INGRESOS PREVISTAS EN EL PROYECTO DE PGE 2022

Millones de euros

		Ppto. inicial 2021	Avance liq. 2021	Diferencias (liq. – ppto.)
Impuestos recogidos en los PGE 2021		1.412	1.012	400
IVA	Bebidas azucaradas	340	240	100
IRPF	Tipos rentas altas	144	144	0
Impuestos de sociedades	Exención rentas del exterior	473	173	300
Otros indirectos	Incremento del tipo sobre primas de seguro	455	455	0
Otros impuestos fuera de los PGE 2021		3.170	495	2.675
Impuestos medioambientales	Envases plásticos	491		491
	Residuos en vertederos	861		861
Otros impuestos indirectos	Servicios digitales	968	155	510
	Transacciones financieras	850	340	813
Total		4.582	1.507	3.075
En % del PIB		0,38	0,12	0,25

FUENTES: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

Comenzando con el avance de liquidación de 2021, este registra una recaudación inferior en unos 3,1 mm con respecto al presupuesto inicial. Dicha desviación se explicaría por una recaudación tributaria por debajo de lo esperado (en -6,7 mm), que solo sería parcialmente compensada por unos ingresos por cotizaciones superiores a lo inicialmente presupuestado (en 3,6 mm).

Cerca de la mitad de la desviación en los ingresos tributarios (3 mm) vendría explicada por la menor capacidad recaudatoria de las nuevas medidas impositivas introducidas en 2021 o que no fueron finalmente instauradas. Siguiendo un orden según la magnitud de la desviación proyectada actualmente, destacan los impuestos sobre las transacciones financieras y sobre determinados servicios digitales, la limitación de las exenciones por doble imposición a las grandes empresas y la subida del IVA a bebidas azucaradas. A dichas medidas se añadiría la no entrada en vigor del impuesto sobre los envases de plástico no reutilizables y sobre los residuos en vertederos. Estas observaciones subrayan la importancia de evaluar los efectos de las medidas discrecionales de recaudación siguiendo un criterio de prudencia, especialmente en aquellas situaciones en las que la evidencia sobre su impacto es escasa, como ocurre en el caso de la introducción de nuevas figuras impositivas.

En segundo lugar, los PGE incluyen dos nuevas medidas relacionadas con la recaudación tributaria. Por un lado, en el caso del impuesto sobre sociedades, se establece un tipo mínimo del 15 % sobre la base imponible de grupos consolidados o de compañías cuya cifra de negocios sea igual o superior a 20 millones de euros¹⁴. Por otro lado, se introduce en el IRPF una minoración del límite general de reducción aplicable a la base imponible por aportaciones y contribuciones a planes de pensiones individuales desde los 2.000 a los 1.500 euros, además de un incremento del límite de reducción por aportaciones a planes de pensiones de empresa desde los 8.000 a los 8.500 euros. El impacto de estas medidas en 2022 sería muy reducido, según las estimaciones señaladas en el Proyecto de PGE.

Cuadro 2

INGRESOS PÚBLICOS: LAS NUEVAS MEDIDAS TRIBUTARIAS TENDRÁN UN ESCASO IMPACTO RECAUDATORIO EN 2022

CUANTIFICACIÓN DEL IMPACTO RECAUDATORIO DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS DE INGRESOS PREVISTAS EN EL PROYECTO DE PGE 2022

Millones de euros

		Efecto incremental	
		2022	2023
Medidas incorporadas en los PGE 2022		0	498
IRPF	Reducción adicional en deducciones planes de pensiones		77
Impuestos de sociedades	Tributación mínima del 15 % y reducción bonificación arrendamiento viviendas		421
Total		0	498
En % del PIB		0	0,04

FUENTES: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

Por último, en cuanto a los riesgos sobre los ingresos públicos, estos están sesgados a la baja.

En primer lugar, la combinación del cuadro macroeconómico planteado en los PGE con los modelos que utiliza el Banco de España resultaría una previsión de ingresos por cotizaciones sociales ligeramente optimista, que podría verse, en parte, compensada por unas expectativas prudentes en la recaudación de otras figuras impositivas.

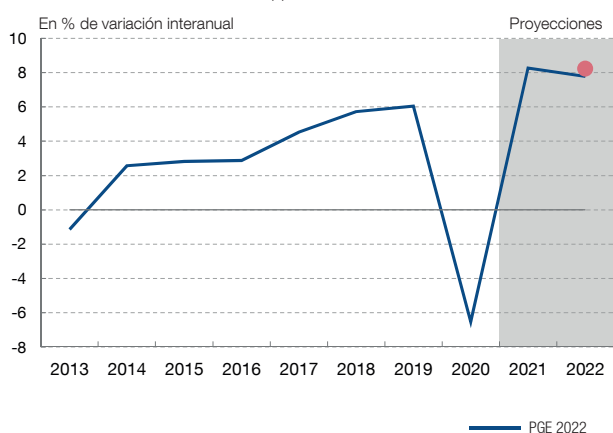
En segundo lugar, un peor comportamiento del crecimiento económico que el previsto en los PGE redundaría en un menor aumento de las bases impositivas y, por lo tanto, de los ingresos, si bien este efecto podría verse parcialmente compensado por un mayor crecimiento del deflactor.

¹⁴ Ese tipo mínimo se fijará en el 10% y el 18% para el caso de las compañías de nueva creación y para entidades de crédito y explotación de hidrocarburos, respectivamente.

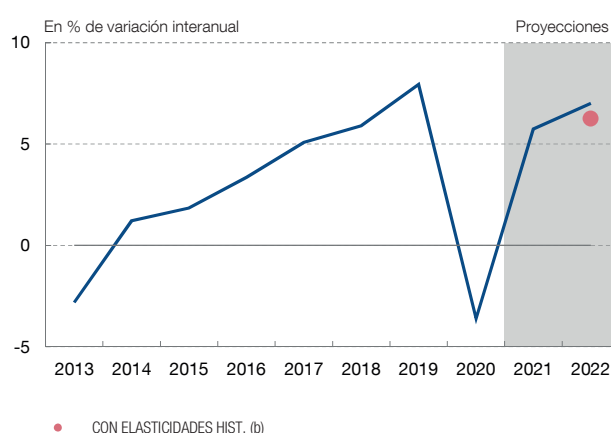
Gráfico 13

INGRESOS PÚBLICOS: CONDICIONADA AL CUMPLIMIENTO DEL CUADRO MACRO DEL PROYECTO DE PGE, LA RECAUDACIÓN PREVISTA SE ENCUENTRA EN LÍNEA CON LAS ELASTICIDADES HISTÓRICAS, PERO CON RIESGOS A LA BAJA ANTE UN POSIBLE PEOR COMPORTAMIENTO DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO FRENTE AL PREVISTO

1 EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS (a)



2 EVOLUCIÓN DE LAS COTIZACIONES SOCIALES EFECTIVAS



FUENTES: Presupuestos Generales del Estado 2022 y Banco de España.

a Suma de impuestos compartidos (IRPF, sociedades, IVA e impuestos especiales) más cotizaciones sociales efectivas.

b Elasticidades históricas estimadas por la Comisión Europea y medidas de los PGE 2022.

2.3 La evolución del gasto

En relación con los gastos, el Proyecto de PGE proyecta un aumento del 2,3 % en 2022 respecto al avance de liquidación de 2021. Este mayor gasto tiene lugar en un contexto de contención en partidas especialmente sensibles al ciclo económico, como son las prestaciones por desempleo u otras transferencias al resto de las AAPP en relación con el manejo de la crisis sanitaria. Sin embargo, la contención en estas partidas se ha visto más que compensada por un aumento de las rúbricas de pensiones y gasto de capital. A continuación, analizaré en mayor profundidad la composición del aumento previsto en el gasto y la evolución de este agregado desde una perspectiva temporal más amplia, incluyendo el inicio de la pandemia.

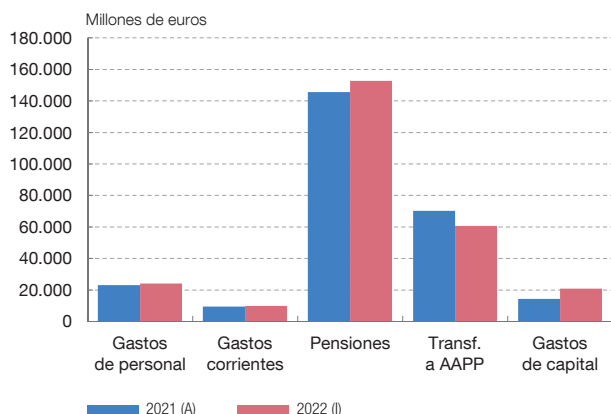
Comenzando con la composición de la evolución esperada del gasto, los PGE proyectan un incremento de gasto en pensiones y en personal en unos 7 mm y 1 mm, respectivamente. En el mismo sentido, el gasto en capital, que incluye la formación bruta de capital fijo y las transferencias de capital, aumentaría en unos 6,5 mm de euros. A esto se añadirían otras fuentes de incremento de los gastos, tales como el bono joven al alquiler y el nuevo bono cultural para jóvenes, cuya cuantía es poco significativa de acuerdo con las estimaciones del Gobierno. En sentido opuesto, la recuperación económica propiciaría la contracción de ciertas partidas de gasto. Así, por ejemplo, se prevé una reducción del gasto en desempleo, hasta situarse un 37 % por debajo del valor registrado en 2020, si bien esta rúbrica seguiría situándose un 18 % por encima del gasto ejecutado en 2019. Por su parte, la mejora en la situación económica también se trasladaría al menor gasto relacionado con

la gestión de la pandemia incurrido, especialmente, por las comunidades autónomas (CCAA), lo que explicaría la reducción de cerca de 10 mm en transferencias corrientes al resto de las AAPP.

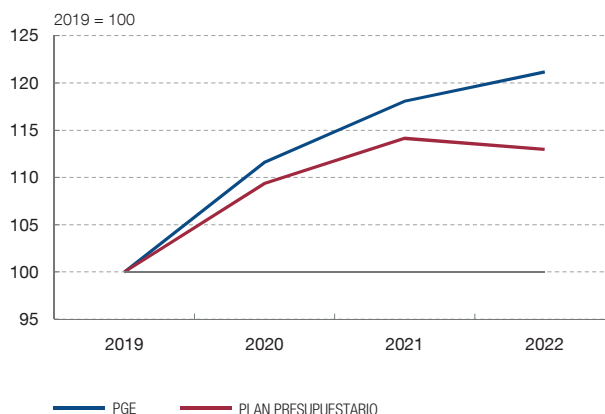
Gráfico 14

GASTO PÚBLICO: AUMENTOS DEL GASTO DEL ESTADO EN PENSIONES Y DE CAPITAL, EN PARTE COMPENSADOS POR MENORES TRANSFERENCIAS A OTRAS AAPP

1 DESGLOSE DEL GASTO



2 GASTO PRIMARIO SIN DESEMPLEO



FUENTES: Comisión Europea, Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

La evolución del gasto no está exenta de fuentes de incertidumbre relevantes. En particular, en lo referente a la partida de pensiones, la previsión contemplada en el Proyecto de PGE presenta ciertos riesgos de desviación al alza, derivados de los desarrollos en la inflación. Como he comentado anteriormente, la última información disponible ha supuesto una sorpresa al alza en el ritmo de crecimiento de los precios en los meses finales del año, con respecto a lo previsto en el momento de elaboración del borrador de los PGE. Como resultado, y según el análisis realizado por el Banco de España, el gasto en pensiones podría situarse en torno a 1,5 mm por encima de lo contemplado en el Proyecto de PGE para el año 2022. A esta posible desviación habría que añadir otros 2 mm adicionales provenientes del coste estimado de la compensación de las pensiones en 2021.

PRINCIPALES RIESGOS PARA LAS PROYECCIONES DE GASTO

- 1 El incremento de los gastos de capital presupuestados (+6,5 mm de euros), que se añade al uso de los fondos del MRR (22,4 mm), no tiene precedentes y podría derivar en riesgos de infraejecución significativos.
- 2 Riesgos al alza en la partida de pensiones si el repunte de la inflación en los meses finales de este año fuera superior al previsto en el borrador de los PGE.
- 3 Gasto por intereses previsto algo por encima del que surge del uso de los modelos del Banco de España.

Por el lado de los gastos de capital, cabe recordar que el incremento esperado en los PGE en esta partida es adicional al procedente de los fondos NGEU, de los cuales se

espera un desembolso de 22,4 mm en 2022 con cargo al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), con el objeto de apoyar el proceso de recuperación económica. En su conjunto, ambas fuentes de gasto suponen un volumen de inversión sin precedentes para la economía española, lo que evidencia posibles dificultades significativas en su ejecución. Sirva como ejemplo que, en el pasado reciente, el porcentaje de inversión ejecutada ha sido inferior al de otras partidas, situándose en valores cercanos al 90 %.

Por último, el PGE prevé un incremento de 3,3 mm en el gasto en intereses con respecto al avance de liquidación de 2021, por encima de lo estimado por los modelos del Banco de España.

En resumen, el análisis de la composición del gasto en el Proyecto de PGE sugiere una cierta reasignación del gasto público desde partidas cada vez menos tensionadas por la recuperación económica hacia gasto en inversión y, especialmente, otras rúbricas de gasto corriente, como son las pensiones.

Cabe destacar que en un país tan descentralizado como el nuestro resulta muy complicado valorar adecuadamente las políticas de gasto sin la visión del conjunto de las AAPP. Por ello, es especialmente relevante completar la información contenida en el Proyecto de PGE con la ofrecida por el Plan Presupuestario. A este respecto, los PGE apuntan a una expansión del gasto del 2,3 % para el Estado y la Seguridad Social, mientras que el Plan Presupuestario prevé una reducción de este para el conjunto de las AAPP (en un 2,1 %). En un contexto de dificultades contables para comparar ambas fuentes¹⁵, estas diferencias sugerirían una reducción del gasto de las CCAA, lo que es coherente con el sustancial descenso del gasto sanitario relacionado con la pandemia, que mayoritariamente ha sido ejecutado por estas AAPP.

Para finalizar el análisis del gasto, me gustaría adoptar una perspectiva temporal más amplia. Cabe recordar que, debido a la crisis sanitaria, el gasto público aumentó significativamente durante 2020 y 2021, a diferencia de los ingresos y del PIB nominal. El Proyecto de PGE presenta tasas de crecimiento de los ingresos públicos (8 %) y del PIB nominal (8,6 %) para 2022 que revierten parcialmente estas tendencias, si bien el gasto público continuaría creciendo un 2,3 %.

Como he analizado anteriormente, una parte sustancial de este aumento no estaría directamente relacionado con la situación de excepcionalidad surgida a raíz de la emergencia sanitaria. En este sentido, excluyendo las partidas relacionadas con prestaciones por desempleo e inversión pública, con el objetivo de construir una métrica aproximada del gasto corriente estructural, el gasto primario del Estado y la Seguridad Social aumentaría en un 18,9 % respecto al año 2019, en contraste con aumentos del 8,3 % y del 5,6 % en el caso de los ingresos y el PIB nominal, respectivamente. Para el conjunto de las AAPP, este aumento del gasto entre 2019 y 2022 sería del 11,7 %, de acuerdo con el Plan Presupuestario, frente

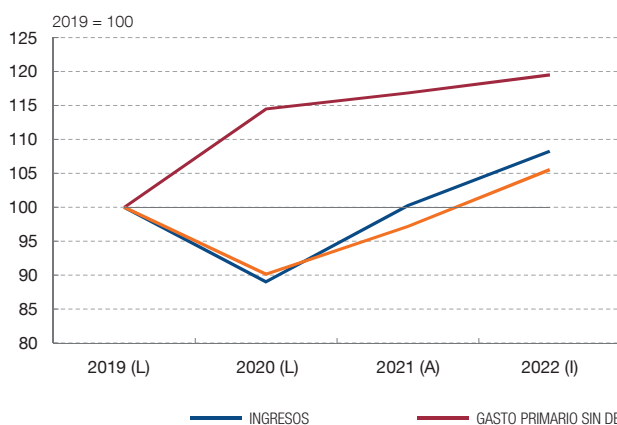
¹⁵ Nótese que el Proyecto de PGE y el Plan Presupuestario utilizan esquemas contables diferentes: mientras que el primero se basa en un criterio de caja, el segundo se elabora sobre la base del principio de devengo de la Contabilidad Nacional.

al incremento del 7 % en el caso de los ingresos totales. Dado que este aumento del gasto parece tener un componente estructural, estas cifras sirven para ilustrar la importancia y la magnitud del reto del proceso de consolidación fiscal que habrá que acometer una vez que se corrobore la recuperación tras la pandemia.

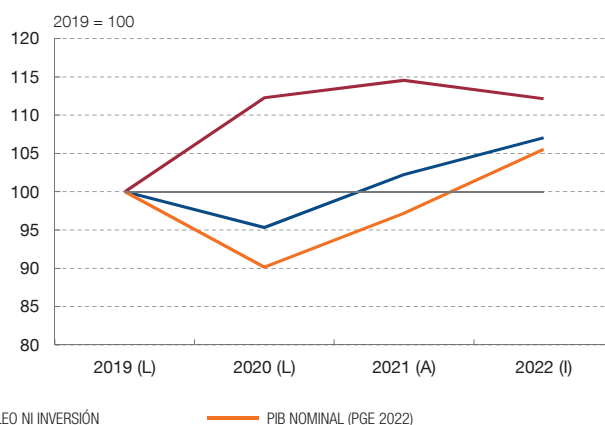
Gráfico 15

EL GASTO PÚBLICO PERMANECERÍA SUSTANCIALMENTE POR ENCIMA DE SU NIVEL PRECRISIS

1 EVOLUCIÓN DESDE 2019 SEGÚN EL PROYECTO DE PGE (SIN MRR) (a)



2 EVOLUCIÓN DESDE 2019 SEGÚN EL PLAN PRESUPUESTARIO (SIN MRR) (b)



FUENTES: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

a Valores en términos de caja.

b Valores en términos de Contabilidad Nacional.

2.4 El objetivo de déficit público y el tono de la política fiscal

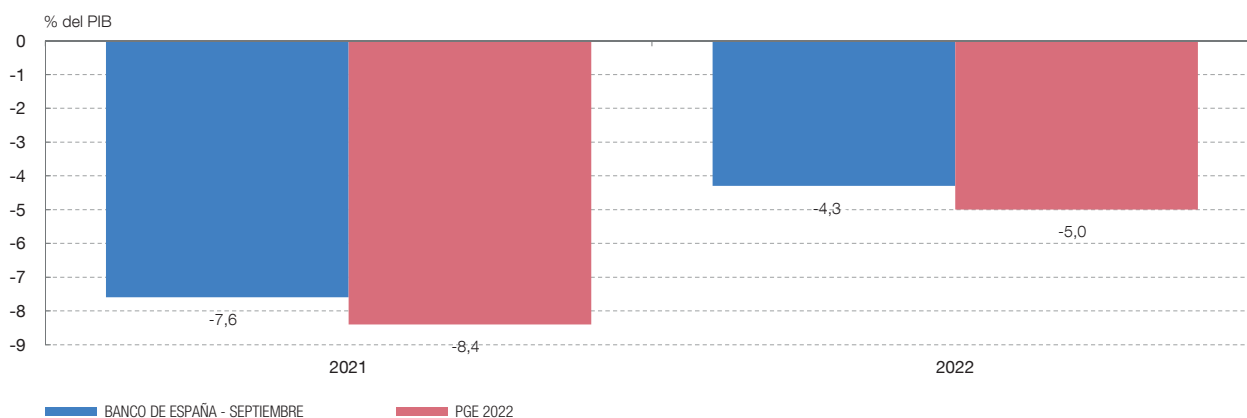
El Proyecto de PGE estima que el déficit público del conjunto de las AAPP alcance este año el 8,4 % del PIB, para reducirse en 3,4 pp, hasta el 5 %, en 2022. A este respecto, cabe destacar dos riesgos que afectarían, en direcciones opuestas, al cumplimiento de este objetivo. En primer lugar, y como he comentado anteriormente, el cuadro macroeconómico presentado en el Proyecto de PGE está sujeto a riesgos a la baja. De materializarse, tales riesgos redundarían en un mayor déficit público. Por otro lado, y en sentido opuesto, la evidencia histórica indica que la ejecución de gasto relacionado con la inversión pública, una de las partidas que más aumenta en el Proyecto de PGE, tiende a situarse significativamente por debajo del gasto inicialmente presupuestado. Esta observación supondría que la previsión de gasto público para el conjunto de las AAPP estaría sometida a riesgos a la baja, lo que podría compensar los riesgos sobre el déficit público derivados del potencial menor crecimiento económico. En el mismo sentido, hay que tener en cuenta que los datos de ejecución presupuestaria de 2021 muestran un mayor dinamismo de la recaudación impositiva de lo anticipado, que podría derivar en un cierre del déficit público en 2021 por debajo de lo previsto.

En cuanto a la orientación de la política fiscal, que constituye una medida del estímulo económico provisto por las AAPP, este es un concepto difícil de cuantificar, dadas

Gráfico 16

DÉFICIT PÚBLICO: REDUCCIÓN DE 3,4 PP DE PIB, HASTA EL 5 %. LOS RIESGOS AL ALZA SOBRE ESTA PREVISIÓN, POR UNA PEOR EVOLUCIÓN ECONÓMICA QUE LA PREVISTA, SE PODRÍAN COMPENSAR POR UNA MENOR EJECUCIÓN DE LOS GASTOS DE CAPITAL Y UN POSIBLE CIERRE DEL DÉFICIT EN 2021 POR DEBAJO DE LO PREVISTO

SALDO DE LAS AAPP



FUENTES: Ministerio de Hacienda y Función Pública, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Fecha de cierre de las proyecciones: 14 de septiembre de 2021.

las complicaciones derivadas de identificar correctamente en qué punto del ciclo económico nos encontramos, especialmente en un contexto como el actual, con una recuperación asimétrica y una perturbación de una magnitud elevada. Más allá de estas dificultades, al considerar la orientación de la política fiscal aproximada por la variación del saldo público estructural, debe incluirse también el efecto de los fondos europeos canalizados a través del MRR. Estos fondos no afectan al nivel de déficit en términos contables, pero sí al tono de la política fiscal, ya que implican un aumento significativo del gasto, pero, dado su esquema de financiación, no son el fruto de la recaudación directa sobre los agentes residentes.

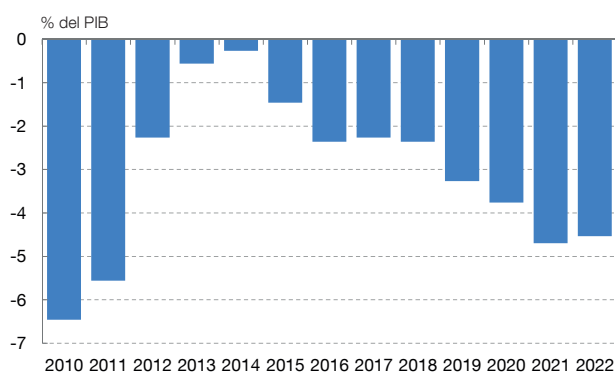
De esta forma, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural contenida en el Plan Presupuestario, pasaría de ser expansivo en 2021 (-0,9 pp) a ser prácticamente neutral en 2022, una vez que se incluye el impacto de los fondos europeos. Sin embargo, si considerásemos el perfil temporal de ejecución del gasto de los fondos europeos contemplado en las previsiones del Banco de España, el tono de la política fiscal sería significativamente expansivo en el año 2022. Esta divergencia se debe a que, según el escenario dibujado por el Banco de España, el perfil de ejecución del gasto con cargo al MRR presenta un menor nivel en el año 2021 con respecto a la información contenida en el Plan Presupuestario, mientras que ambas fuentes asumen un nivel similar para 2022, lo que presenta un aumento del gasto público para este año y, por tanto, un mayor estímulo económico durante dicho ejercicio¹⁶.

¹⁶ Además del análisis de la variación del saldo estructural, el marcado nivel negativo que esta variable continuará registrando en 2022 sugiere que la política fiscal seguirá proporcionando un estímulo económico durante ese año. En este mismo sentido, en un informe reciente, el Consejo Fiscal Europeo aboga por definir el tono de la política fiscal utilizando el nivel del saldo estructural primario. Así, esta institución recomienda referirse al cambio en el saldo estructural como «impulso fiscal» y al nivel como «posición fiscal» u «orientación presupuestaria».

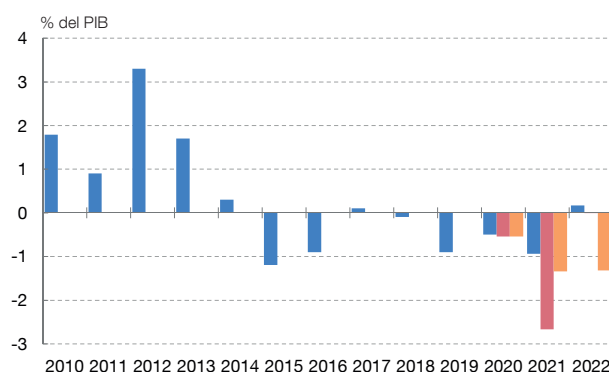
Gráfico 17

EN TODO CASO, SE MANTIENE UN TONO EXPANSIVO DE LA POLÍTICA FISCAL Y SE CONSTATA EL ELEVADO DETERIORO DEL DÉFICIT ESTRUCTURAL DURANTE LA CRISIS

1 SALDO ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



2 VARIACIÓN DEL SALDO ESTRUCTURAL



PLAN PRESUPUESTARIO 2022 (a) PLAN PRESUPUESTARIO CON MRR PLAN PRESUPUESTARIO CON MRR SEGÚN EL BANCO DE ESPAÑA (b)

FUENTES: Comisión Europea, Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

- a El saldo estructural del Plan Presupuestario para el período 2010-2019 se obtiene a partir de las previsiones de la Comisión Europea.
b Se obtiene combinando el saldo estructural contenido en el Plan Presupuestario con las estimaciones de gasto por el MRR del Banco de España.

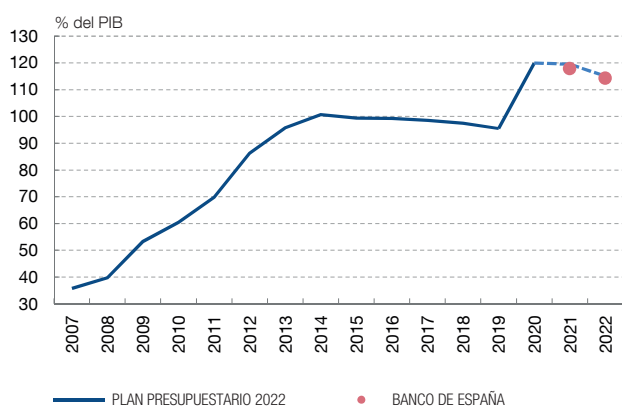
2.5 La deuda pública

Permítame que concluya esta sección de valoración del Proyecto de PGE con unos breves comentarios sobre la deuda pública. Según el Plan Presupuestario, la ratio de deuda pública sobre PIB habría alcanzado su máximo en 2020, momento a partir del cual empezaría una senda de reducción muy gradual. En 2022, el descenso alcanzaría los 4,5 pp, hasta situarse

Gráfico 18

DEUDA PÚBLICA: SE PREVÉ UNA REDUCCIÓN DE 4,5 PP DE PIB EN 2022, FRUTO DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO NOMINAL

1 DEUDA PÚBLICA



2 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA DE LAS AAPP SEGÚN EL PLAN PRESUPUESTARIO 2022

	2020	2021	2022
Deuda en porcentaje del PIB	120,0	119,5	115,1
Variación de la deuda (en puntos porcentuales del PIB)	24,4	-0,4	-4,5
<i>Debida a:</i>			
Saldo	8,7	6,2	3,0
Intereses pagados	2,2	2,1	2,0
Tasa de variación nominal	10,4	-8,7	-9,5
Ajuste flujo-fondo	3,0	-0,1	0,0

FUENTES: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

cerca del 115 %. Esta disminución se debería exclusivamente al crecimiento del producto nominal, que más que compensaría los aumentos de la deuda provocados por el déficit presupuestario y el pago de intereses¹⁷. En todo caso, la senda de esta variable está muy condicionada por los desarrollos macroeconómicos, de manera que una recuperación económica más lenta de lo esperado incidiría negativamente en la trayectoria proyectada de la ratio de deuda pública. En sentido contrario operaría un mayor crecimiento del deflactor del PIB de lo esperado.

¹⁷ Los ajustes flujo-fondo, que, según el Plan Presupuestario, no contribuirían a la variación de la ratio de deuda pública en 2022, reflejan el conjunto de operaciones y flujos que no afectan al déficit pero sí a la deuda (y viceversa). Así, por ejemplo, las transferencias recibidas en el marco del NGEU no tienen un impacto en el déficit público, pero sí pueden afectar a la deuda pública en la medida en que el volumen de esas transferencias no se corresponda, en un año en concreto, con los gastos ejecutados.

3 Los retos para la política fiscal

A continuación, en este tercer bloque de mi intervención, plantearé lo que a mi juicio son los dos principales retos a los que se enfrenta la política fiscal en el medio y largo plazo: por un lado, garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas y, por otro lado, mejorar su calidad, a través de una composición de gastos e ingresos públicos que favorezca el crecimiento económico.

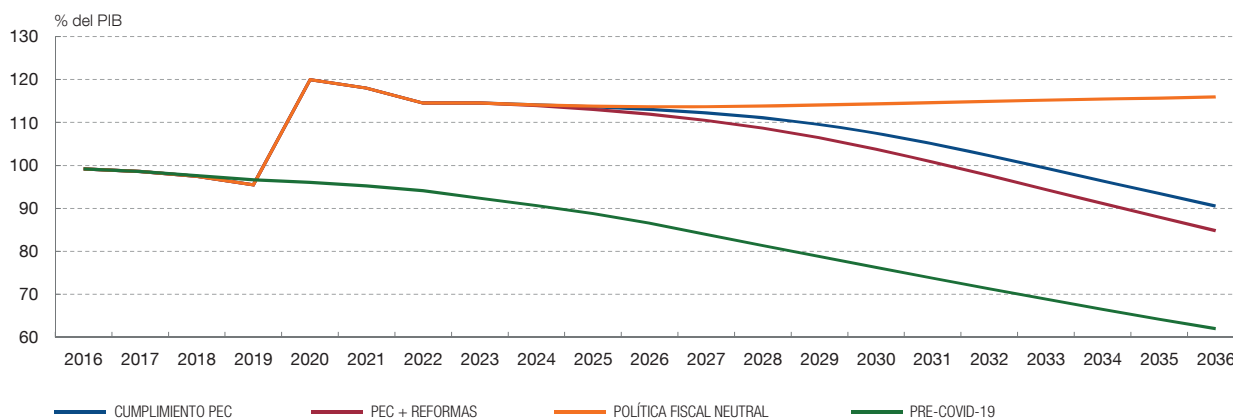
3.1 Reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas

Incluso con anterioridad a la crisis sanitaria, la situación de las finanzas públicas ya mostraba signos de fragilidad. La respuesta de la política fiscal, necesaria para combatir los efectos económicos de la pandemia, ha aumentado este deterioro. Este fenómeno se ha materializado en algunas métricas estándar de la salud de las finanzas públicas. Así, de acuerdo con las estimaciones del saldo estructural elaboradas por la Comisión Europea, este hubiera pasado del 3,7 % del PIB en 2019 —2,5 pp por encima del que se observaba en el promedio de las economías de la Unión Económica y Monetaria (UEM)— al 4,9 % en 2021. Esta tendencia también se traslada a la ratio de deuda pública sobre PIB, que ha registrado un aumento de más de 26 pp entre finales de 2019 y el tercer trimestre de 2021, cuando se situó en el 122,1 % del PIB. El valor alcanzado en el segundo trimestre, del 123 % del PIB, era sustancialmente más elevado que el promedio del área del euro (un 98,3 %).

Gráfico 19

NECESIDAD DE DISEÑAR CON RIGOR Y COMUNICAR CON PRONTITUD UN PLAN DE CONSOLIDACIÓN FISCAL PARA SU EJECUCIÓN GRADUAL UNA VEZ SUPERADA LA CRISIS

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA BAJO DISTINTOS SUPUESTOS



FUENTE: Banco de España.

Además, los ejercicios de simulación realizados por el Banco de España sugieren que, bajo supuestos plausibles sobre la evolución futura del crecimiento económico y los tipos de interés, en ausencia de políticas que corrijan los actuales desequilibrios presupuestarios, la ratio de deuda pública se mantendría en valores muy elevados durante los próximos 15 años.

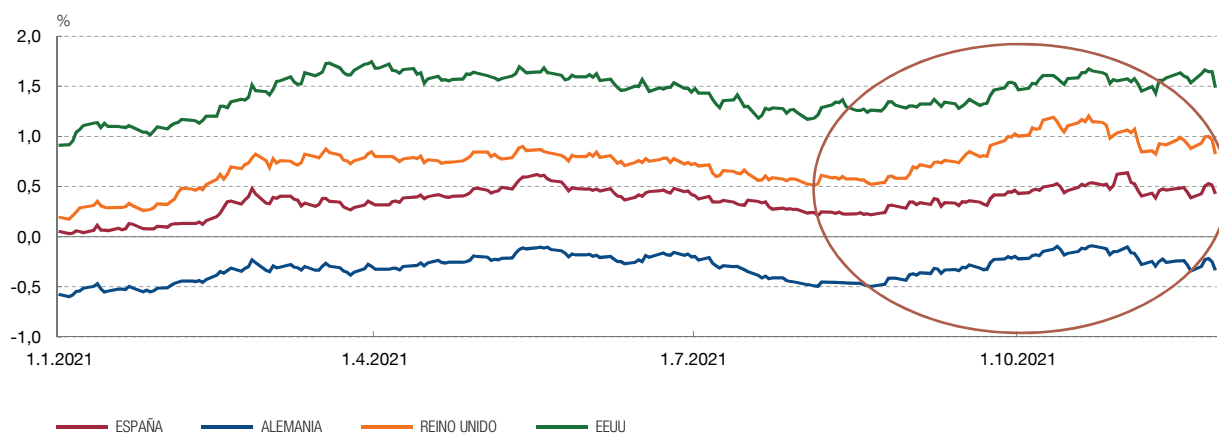
A este respecto, resulta necesario destacar que la evidencia de la que disponemos sugiere que el mantenimiento de un nivel de endeudamiento público durante un período prolongado de tiempo podría suponer, al menos, dos fuentes de vulnerabilidad.

En primer lugar, no se puede descartar que los mercados financieros registren una mayor volatilidad y se produzca un aumento en la tasa de rentabilidad exigida por los inversores para la compra de la deuda pública. En este sentido, y merced a las medidas extraordinarias implementadas por el BCE, los costes de financiación del Tesoro español han permanecido en niveles históricamente muy reducidos; el nuevo contexto macroeconómico, propiciado por una recuperación gradual de la actividad y los precios, ya ha comenzado a afectar a la rentabilidad exigida a los bonos soberanos en el largo plazo en los países de nuestro entorno. Sirva como ejemplo el caso de España, en el que el tipo de la deuda pública a diez años se sitúa actualmente en el entorno del 0,4 %, frente al 0 % observado a principios de año. El alargamiento observado en los últimos años de los plazos medios de vencimiento de la deuda pública española suavizaría, no obstante, la traslación de estos incrementos a la carga de intereses.

Gráfico 20

EL REPUNTE EN LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA DURANTE 2021 ILUSTRRA LA VULNERABILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS ANTE CAMBIOS EN LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

TIPOS DE INTERÉS. BONOS A DIEZ AÑOS



FUENTE: Refinitiv Datastream. Última observación: 26 de noviembre de 2021.

En segundo lugar, el elevado endeudamiento público origina una absorción de recursos para su financiación, ya sea en forma de mayores impuestos o de reducción de gasto potencialmente productivo, que podrían dedicarse a usos alternativos. Además, puede afectar negativamente a las condiciones de financiación de los agentes privados.

Sobre la base de estos argumentos, y como he subrayado ya en distintas ocasiones, el deterioro de las finanzas públicas es un desafío que exige una respuesta en forma de un

plan de consolidación fiscal que permita dotar a las autoridades fiscales de márgenes de maniobra para actuar ante posibles perturbaciones económicas negativas en el futuro. Este plan debería ser diseñado con rigor y prontitud, para su ejecución gradual una vez que la recuperación sea sólida. El plan debería especificar los objetivos presupuestarios, los detalles de la composición del ajuste que van a permitir lograr esos objetivos y los plazos en los que se va a desarrollar. Estas características ayudarían a dotar al proceso de credibilidad. En este sentido, la elaboración de la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) de España que debe presentarse en la primavera próxima puede ser un buen momento para sentar las bases de dicho plan.

3.2 Mejorar la calidad de las cuentas públicas

Además de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, España se enfrenta a otro gran reto en materia fiscal: mejorar la calidad de las cuentas públicas. Estos dos grandes retos no han de verse de manera aislada: una recomposición de las finanzas públicas que contribuya a la transformación estructural que ha de abordar la economía española en los próximos años redundará en un mayor crecimiento potencial y, por tanto, en una mejora de la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Para abordar el análisis de este segundo gran reto, voy a articular mis comentarios en torno a dos dimensiones: la composición y eficiencia de los gastos e ingresos públicos en nuestro país, y el papel que puede desempeñar el programa NGEU.

3.2.1 La composición y eficiencia de los gastos e ingresos públicos

La importancia relativa que cada capítulo de gastos o ingresos representa sobre las cuentas públicas debería obedecer a las preferencias que la sociedad muestra por las políticas que esas rúbricas representan. Sin embargo, esto no es óbice para que dichas decisiones estén acompañadas de un análisis riguroso sobre si tanto las partidas de gastos como las de ingresos logran su fin de manera eficaz y eficiente. Como punto de partida, puede resultar útil comparar la estructura de dichas partidas con los países de nuestro entorno.

La estructura y eficiencia del gasto público en España

De la comparación en la composición del gasto público entre España y el conjunto de la UE¹⁸ en los niveles previos a la crisis (en concreto, en el año 2019), se encuentra que España muestra un nivel de gasto en relación con el PIB en educación e inversión pública del 4 % y el 2,8 % del PIB, respectivamente, inferior en 0,9 pp y 1,5 pp con respecto a los registrados en el promedio de la UE¹⁹.

¹⁸ Las cifras de la Unión Europea (UE) que se detallan en esta sección se corresponden con las que se observan en la media aritmética de los 27 países que conforman actualmente la UE más el Reino Unido.

¹⁹ En comparación con la media europea, España también dedica una menor asignación presupuestaria al gasto en I+D (1,2 %, frente al 1,4 % del total de gasto público en 2019, según datos de Eurostat).

Estas diferencias son relevantes en cuanto que se refieren a capítulos que determinan la acumulación de capital físico y de capital humano en la economía²⁰. En efecto, la evidencia sugiere que la acumulación de capital público productivo tiene un efecto dinamizador en la inversión privada, conduciendo a ganancias de productividad para el conjunto de la economía. De manera similar, el gasto en educación aumenta el nivel de capital humano, redundando en un aumento del conjunto de habilidades y conocimientos tanto de trabajadores como de empresarios, conduciendo así a mejoras en sus niveles de productividad²¹. Asimismo, la acumulación del capital físico y del capital humano, en cuanto que afectan a la productividad de la economía y, por tanto, a su capacidad de crecimiento, tienen un impacto positivo en la mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas²².

En sentido contrario, hay otras partidas de gasto público en las que España muestra un mayor peso en relación con su economía que el conjunto de la UE. Este es el caso del gasto en protección social (que incluye, fundamentalmente, el pago de las pensiones y de otras prestaciones, como las de desempleo, enfermedad e incapacidad) y el pago de intereses. Ambas partidas se situaban en niveles del 17,4 % y el 2,3 % del PIB en 2019, respectivamente, lo que supone 1,3 pp y 0,9 pp por encima de los valores referentes al promedio de la UE. En este caso, sin embargo, las comparaciones entre países están muy condicionadas por las diferencias en las estructuras demográficas, las tasas de desempleo o los niveles de deuda pública. En particular, el proceso de envejecimiento poblacional en que la sociedad española se encuentra inmersa permitiría explicar una parte muy relevante del incremento en el peso del gasto en protección social que se ha producido en los últimos 20 años (de 8 pp de PIB) y del que, como señala la APE, previsiblemente tendrá lugar en los próximos años (un incremento adicional de 2 pp, hasta suponer el 43 % del gasto total de las AAPP en 2024).

Me gustaría aprovechar este contexto para comentar algunas cuestiones que considero relevantes en relación con nuestro sistema de pensiones.

Permítanme destacar que, como es bien sabido por todos, las tendencias demográficas que se esperan en los próximos años y, en particular, el fuerte aumento en la tasa de dependencia²³ generarán una elevada presión sobre el sistema de pensiones. Las reformas aprobadas en 2011 y 2013 buscaban afrontar estas presiones introduciendo

20 De hecho, el escaso dinamismo de la inversión pública en nuestro país en los últimos años se ha traducido en una progresiva reducción del *stock* de capital público, pues el volumen de inversión que se ha ejecutado no ha sido suficiente para cubrir la depreciación del capital ya instalado. Este hecho es incluso más acusado en el caso de los activos inmateriales, que agrupan las inversiones más relacionadas con el crecimiento económico (como es el caso de las inversiones en I+D). Véase Fundación BBVA (2021), *El stock de capital en España y sus comunidades autónomas. Revisión metodológica y evolución reciente de la inversión y el capital 1995-2020*.

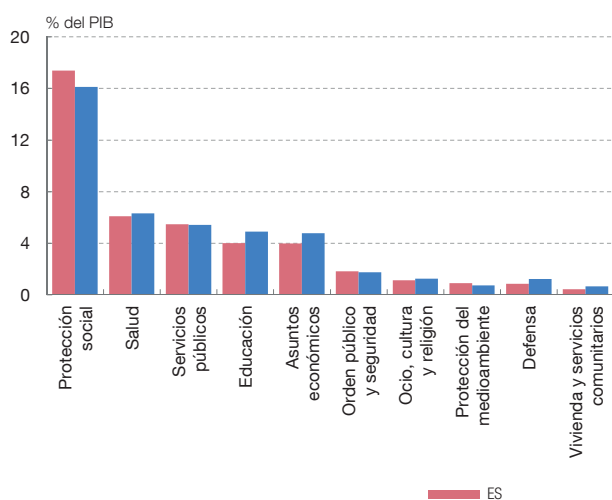
21 Además, es importante destacar que estas partidas de gasto público también contribuyen a reforzar la equidad intergeneracional. Véase D. Card, C. Domnisoru y L. Taylor (2018), *The Intergenerational Transmission of Human Capital: Evidence from the Golden Age of Upward Mobility*, Documento de Trabajo 25000, NBER.

22 Véase el capítulo 3 del *World Economic Outlook* de octubre de 2021 del FMI, «Research and innovation: Fighting the pandemic and boosting long-term growth».

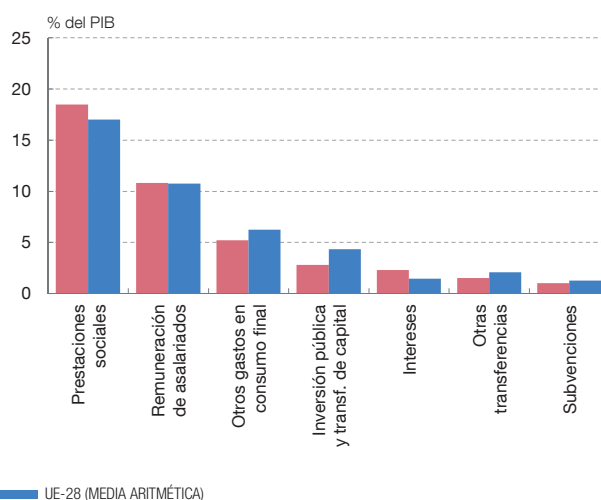
23 De acuerdo con los escenarios base del INE, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) y Eurostat, esta tasa, definida como la ratio entre la población con al menos 65 años y la población entre 16 y 64 años, se elevará desde el 30 % actual hasta un rango comprendido entre el 57 % y el 61 % en 2050.

NECESIDAD DE MEJORAR LA EFICIENCIA Y LA COMPOSICIÓN DEL GASTO PÚBLICO PARA FAVORECER EL CRECIMIENTO POTENCIAL

1 GASTO FUNCIONAL (2019)



2 GASTO CATEGORÍAS ECONÓMICAS (2019)



FUENTE: Eurostat.

mecanismos que relacionasen los ingresos y los gastos esperados del sistema (el llamado «índice de revalorización de las pensiones») o que estableciesen un vínculo entre el importe inicial de las prestaciones y la evolución de la esperanza de vida. Estos mecanismos mejoraban de manera significativa la sostenibilidad financiera del sistema en el medio plazo, si bien, en el caso de que no se incorporaran nuevos ingresos, el ajuste se producía sobre todo a través de una reducción de la tasa de beneficio²⁴.

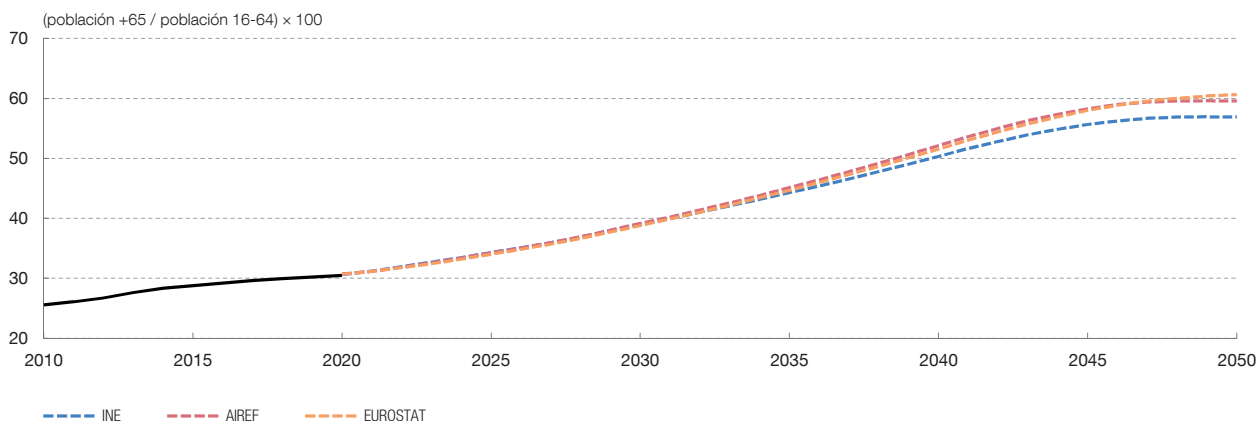
Estos mecanismos han sido desactivados recientemente, y sustituidos, en primer lugar, por un sistema de actualización de las prestaciones con la inflación. Se espera que esta decisión, contenida en el Proyecto de Ley de garantía del poder adquisitivo de las pensiones y de otras medidas de refuerzo de la sostenibilidad financiera y social del sistema de pensiones, redunde en un aumento del gasto en pensiones, de modo que dicho gasto aumentaría 3,3 pp de PIB entre 2019 y 2050, de acuerdo con las últimas estimaciones de la AIReF. A estas estimaciones se añadiría el incremento de gasto derivado de revocar el factor de sostenibilidad aprobado en 2013, que se estimaría en 0,9 puntos de PIB entre 2019 y 2050, según la AIReF.

Adicionalmente, el Proyecto de Ley de Reforma de las Pensiones establece un aumento permanente de las transferencias del Estado a la Seguridad Social con objeto de hacer frente a los denominados «gastos impropios» de esta, cifrados en, aproximadamente, el 2 % del PIB. Las mayores transferencias del Estado implican la corrección del déficit

²⁴ Para más detalles, véase P. Hernández de Cos (2021), *El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia*, Documentos Ocasionales, n.º 2106, Banco de España.

DE ACUERDO CON LAS ESTIMACIONES DISPONIBLES, CUBRIR LOS INCREMENTOS DE GASTOS EN PENSIONES DERIVADOS DEL INCREMENTO DE LA TASA DE DEPENDENCIA, INCORPORANDO EL IMPACTO DE LA VUELTA A LA INDICIACIÓN CON LA INFLACIÓN Y LA DEROGACIÓN DEL FACTOR DE SOSTENIBILIDAD, REQUERIRÁ DE MEDIDAS ADICIONALES POR EL LADO DE LOS INGRESOS O LOS GASTOS A LAS ESPECIFICADAS HASTA EL MOMENTO EN EL PROYECTO DE LEY ACTUALMENTE EN TRÁMITE PARLAMENTARIO

ESCENARIOS BASE DE LA TASA DE DEPENDENCIA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal y Eurostat.

actual del Sistema de la Seguridad Social, pero, obviamente, tienen un efecto nulo sobre el conjunto de las cuentas de las AAPP y, por tanto, sobre su sostenibilidad.

Por otra parte, se han incluido distintas medidas, con objeto de alinear la edad efectiva de jubilación con la edad legal, que pueden suponer un alivio para el balance del sistema, si bien la estimación de su efectividad está sujeta a una elevada incertidumbre. El Gobierno estima un impacto, en términos de menor gasto, de entre 1,1 pp y 1,6 pp de PIB en 2050.

Finalmente, el factor de sostenibilidad será sustituido por el denominado «Mecanismo de Equidad Intergeneracional», que contempla, a través de un incremento finalista de las cotizaciones sociales, aumentar la dotación del Fondo de Reserva de la Seguridad y la adopción de nuevas medidas a partir del año 2032 en función de cómo evolucione la ratio de gasto en pensiones sobre PIB. La concreción de estas nuevas medidas tendrá que ser negociada en su momento. De acuerdo con la estimación gubernamental, el incremento de las cotizaciones sociales inicial ascendería al 0,2 % del PIB entre 2023 y 2032, y podría generar unos ingresos acumulados en el Fondo de Reserva del 2,3 % del PIB en el año 2032, que incluye la posible revalorización del *stock* a lo largo del tiempo. Adicionalmente, se ha establecido que el ajuste llevado a cabo por el Mecanismo de Equidad Intergeneracional, incluidas las potenciales nuevas medidas, no puede superar 8 décimas de PIB al año.

En conjunto, por tanto, de acuerdo con las estimaciones disponibles, cubrir los incrementos de gasto en pensiones derivados del incremento de la tasa de dependencia, incorporando el impacto de la vuelta a la indiciación de las pensiones con la inflación y la derogación del factor de sostenibilidad, requerirá de medidas por el lado de los ingresos o los gastos adicionales a las especificadas hasta el momento en el proyecto de ley actualmente en trámite parlamentario.

Para concluir mi análisis sobre la calidad del gasto público, permítanme subrayar la importancia de la eficiencia con la que se diseña y ejecuta dicho gasto. Este punto es, si cabe, particularmente importante ante la necesidad de adoptar un proceso gradual de consolidación fiscal. En este sentido, los proyectos que la AIReF ha desarrollado recientemente sugieren la existencia de elevadas ganancias en lo concerniente a capítulos de gasto especialmente relevantes, como son el gasto farmacéutico, las subvenciones o las políticas activas de empleo²⁵. Por eso, como ya he señalado en otras ocasiones, considero conveniente que estas recomendaciones sirvan como guía sistemática para el proceso de elaboración de las cuentas públicas.

La estructura y eficiencia de los ingresos públicos en España

El objetivo de reformar la estructura de las finanzas públicas debe centrarse, además, en una revisión integral del sistema tributario, para que este tenga una estructura que favorezca el crecimiento económico. Con este fin, el pasado mes de abril, el Ministerio de Hacienda creó un comité de expertos, cuyo dictamen se espera para febrero del año próximo.

Sin embargo, permítanme, por favor, aprovechar esta oportunidad para destacar lo que a mi juicio son los aspectos relevantes que debería abordar una reforma del sistema impositivo español.

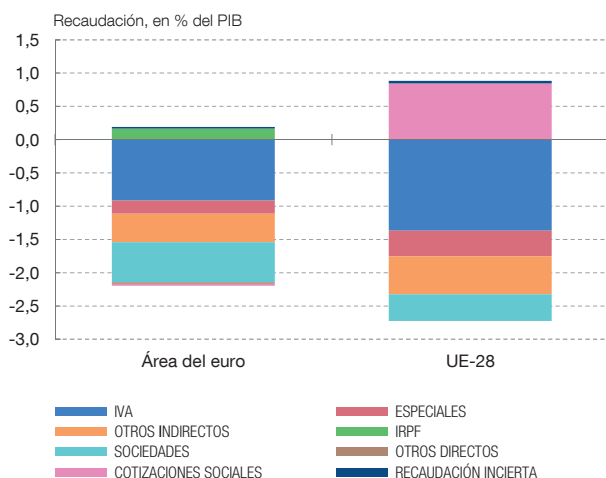
El primer punto se refiere a la recomposición de la estructura de ingresos públicos en España. Al igual que ocurre con el gasto, una comparación con los países de nuestro entorno puede resultar útil como punto de partida. De este ejercicio de comparación se aprecia que España presenta una inferior presión fiscal proveniente de la imposición indirecta, y en particular del IVA, donde la diferencia en recaudación con respecto a la media de la UE asciende a 1,5 pp de PIB en 2019. Esta brecha contribuye a explicar una parte de la menor recaudación impositiva que presenta España con respecto al conjunto de la UE en ese mismo año (un 39,2 %, frente a un 43,1 %). Las diferencias en recaudación también se extienden a la imposición societaria, donde España recauda cerca de 0,7 pp menos sobre el PIB que la media de los países de la UE. Por el contrario, nuestro sistema tributario obtiene una mayor recaudación relativa de la imposición sobre la renta de las personas físicas y las cotizaciones sociales.

El segundo punto que me gustaría destacar es la necesidad de que el sistema impositivo contribuya a reducir los efectos negativos derivados del cambio climático. El

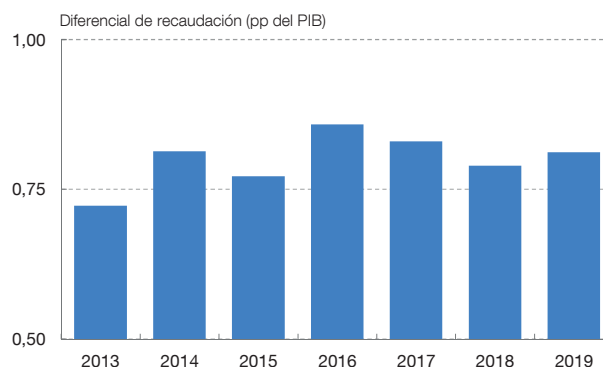
²⁵ Véase la *Spending Review* de la AIReF.

NECESIDAD DE UNA REVISIÓN INTEGRAL DEL SISTEMA TRIBUTARIO

1 DIFERENCIAS ENTRE LA ESTRUCTURA IMPOSITIVA DE ESPAÑA Y LAS MEDIAS DE LA UE Y EL ÁREA DEL EURO EN 2018



2 DIFERENCIA EN LA RECAUDACIÓN IMPOSITIVA MEDIOAMBIENTAL ENTRE LA MEDIA UE-27 Y ESPAÑA



FUENTE: Eurostat.

cumplimiento de los ambiciosos objetivos que España ha asumido en el medio y largo plazo comprende el despliegue de una amplia batería de medidas de gasto, una gran parte de ellas impulsadas por el conjunto de las AAPP²⁶. La consecución de estos objetivos se vería facilitada si nuestro sistema impositivo promoviese una tributación medioambiental que se acercase a la de los países de nuestro entorno (en 2019, la recaudación por estos impuestos fue 0,8 pp de PIB inferior a la media de la UE).

El tercer punto que creo relevante subrayar se refiere a la necesidad de revisar de manera rigurosa el amplio espectro de beneficios fiscales que contempla nuestro sistema tributario. En muchos casos es la existencia de elevadas bonificaciones, y no los tipos impositivos más reducidos, lo que explica la baja recaudación fiscal en España. En la actualidad, los beneficios fiscales no solo son de una cuantía elevada —la *Memoria de beneficios fiscales* que acompaña a los PGE cuantifica en 41,9 mm la pérdida de recaudación asociada a estos—, sino que en algunas instancias su funcionamiento actual no respondería a los objetivos para las que fueron creados²⁷.

En cualquier caso, me gustaría terminar mi valoración sobre las posibles mejoras de nuestro sistema tributario recordando la idoneidad de que las reformas impositivas en ciertos ámbitos —como en los impuestos sobre el capital y los beneficios empresariales, o en materia medioambiental— sean consensuadas a nivel internacional. De esta forma, se evitarían las distorsiones derivadas del hecho de que haya bases fiscales fácilmente

²⁶ La Ley de Cambio Climático y Transición Energética, aprobada este año, pretende movilizar más de 200 mm de euros de inversión adicional a lo largo de la década 2021-2030. Véase *Ley 7/2021*, de 20 de mayo.

²⁷ Véase AIREF (2020), *Estudio Beneficios Fiscales*.

deslocalizables. A este respecto, resulta esperanzador constatar los consensos que se están logrando en los últimos meses en materia de armonización fiscal.

3.2.2 El papel del programa NGEU

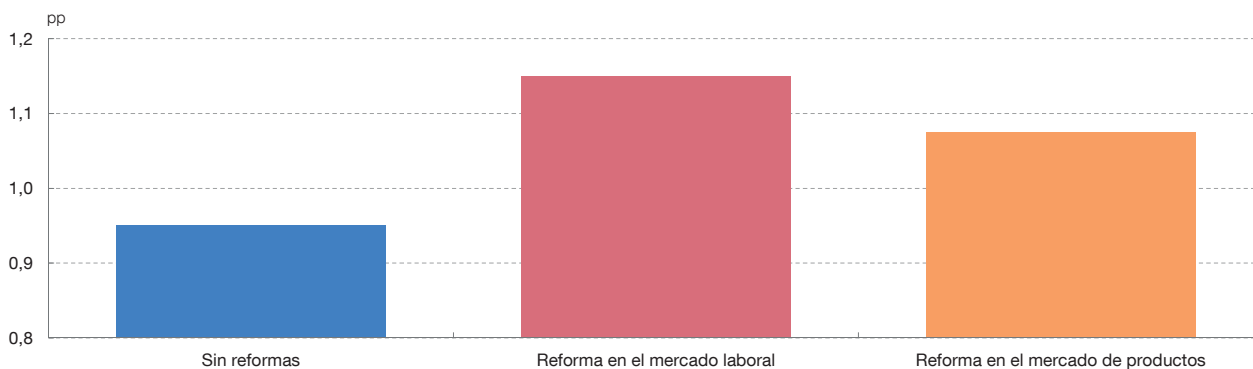
La doble vocación del programa NGEU —que persigue sustentar la recuperación económica y, a la par, facilitar la transformación estructural de la economía—, así como la magnitud de su dotación, brindan una oportunidad inédita para España. Esta orientación podría contribuir parcialmente a compensar los déficits de la economía española en cuanto a acumulación de capital humano y capital físico productivo a los que me he referido anteriormente, a la vez que permitiría destinar recursos a los retos a los que se enfrenta la economía española, como son la creciente digitalización de la actividad, la transición ecológica y el envejecimiento poblacional. Además, en cuanto que los objetivos del programa NGEU persiguen aumentar el crecimiento potencial y la modernización y digitalización de las AAPP, cabría esperar un impacto positivo en la eficiencia y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Permítanme efectuar algunas consideraciones en relación con cómo afrontar la implementación en el uso de estos fondos.

Gráfico 24

MAXIMIZAR LA CAPACIDAD TRANSFORMADORA DE LOS FONDOS NGEU EXIGE QUE SE ACOMPAÑEN DE UN AMPLIO CONJUNTO DE REFORMAS ESTRUCTURALES Y DE UN SISTEMA DE EVALUACIÓN EN TIEMPO REAL DE LA EFICACIA DE LOS PROYECTOS

MULTIPLICADOR FISCAL FEDER CON Y SIN REFORMAS



FUENTE: Banco de España.

En primer lugar, el potencial transformador de este programa se maximizaría si se acompañase de medidas estructurales que favorezcan la reasignación de recursos entre empresas y sectores. De acuerdo con un reciente estudio elaborado por el Banco de España, existe un grado de complementariedad muy significativo entre dichas reformas y el efecto expansivo de los fondos europeos a medio y largo plazo.

En segundo lugar, el éxito del programa NGEU dependerá crucialmente de una cuidadosa y rigurosa selección de proyectos, de forma que estos se alineen con los

objetivos de transformación estructural de la economía española en el medio y largo plazo. Para ello, dicha selección debería basarse en una evaluación rigurosa previa y en un seguimiento en tiempo real que permitan corregir a tiempo las posibles desviaciones con respecto a los objetivos establecidos. *A posteriori*, siguiendo las mejores prácticas, debería facilitarse la evaluación del impacto por parte de la comunidad investigadora y de organismos independientes.

En tercer y último lugar, desde una perspectiva europea, este programa debería servir como embrión para una iniciativa de estabilización macroeconómica de carácter permanente. En este sentido, el efecto reputacional que se desprende de la correcta ejecución de los fondos NGEU podría contribuir a crear un clima a nivel europeo que favorezca la eventual instauración de este mecanismo en el seno del sistema de gobernanza fiscal de la UE.

3.3 La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Para finalizar mi análisis de los retos a los que se enfrenta la política fiscal, permítanme que enumere unas breves reflexiones sobre la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que, en estos momentos, se encuentra en discusión²⁸.

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA REFORMA DEL PEC

- 1 Un marco de reglas fiscales que permita garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas es absolutamente necesario para el buen funcionamiento de la UEM.
- 2 Hay que dotar a la UEM de un mecanismo de estabilización macroeconómico permanente que complemente la labor de la política monetaria.
- 3 Las reglas fiscales de la UE deben alinearse mejor con las transformaciones económicas estructurales que han tenido lugar desde que se formularon, incluidas la caída secular de los tipos de interés y la evolución del crecimiento potencial de las economías.
- 4 Existe una necesidad de simplificar el marco actual y de mejorar su hasta ahora escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en épocas de bonanza que puedan utilizarse en los períodos de crisis.
- 5 Finalmente, sería conveniente contar con un mecanismo europeo de financiación de las importantes inversiones necesarias para afrontar los retos climáticos que no dependa del espacio fiscal de cada uno de los países.

Primero, la existencia de un marco de reglas fiscales que permita garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas es absolutamente necesario para el buen funcionamiento de la UEM. Más allá de la necesaria separación entre la política monetaria y la fiscal para garantizar la independencia del BCE en pos de dar cumplimiento a su mandato en materia de estabilidad de precios, la ausencia de un presupuesto común para los países miembros de la UEM hace que las políticas fiscales nacionales sean las responsables de la estabilización económica de cada país. Sin embargo, estas acciones de política fiscal, si no resultan compatibles con la sostenibilidad de la deuda pública, podrían tener un efecto negativo en el conjunto de la Unión. Este efecto se derivaría del posible aumento de los costes de financiación del resto de los países miembros ante la presunción, contraria a

²⁸ Véase M. Alloza *et al.* (2021), *La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico*, Documentos Ocasionales, n.º 2121, Banco de España.

la cláusula de no rescate instaurada en el Tratado de Maastricht, de que estos últimos tuviesen que asumir una parte de la deuda pública del país que no haya podido garantizar su solvencia. Es en este contexto en el que la disciplina inducida por un marco de reglas creíble resulta imprescindible.

Mi segunda observación se refiere a la ausencia de un mecanismo de estabilización macroeconómico permanente en la UEM que complemente la labor de la política monetaria. Si bien, como he comentado anteriormente, la puesta en marcha del programa NGEU representa un notable avance en esta dirección, a día de hoy no cabe considerarlo como el elemento de estabilización supranacional que necesita la UEM, toda vez que su carácter es transitorio y carece de una dotación suficiente y de una capacidad impositiva propia. Un verdadero mecanismo de estabilización macroeconómica debería tener carácter permanente y dotación suficiente, así como capacidad impositiva y de endeudamiento.

En tercer lugar, me gustaría destacar la necesidad de reformar las reglas fiscales que determinan la gobernanza de la UE para alinearlas mejor con las transformaciones económicas estructurales que han tenido lugar desde que se formularon. Por un lado, la caída secular de los tipos de interés a largo plazo hace que se puedan mantener niveles de deuda más elevados sin comprometer las finanzas públicas en el largo plazo, siempre que el crecimiento potencial no se haya reducido en paralelo. Por otro lado, la experiencia de la última década ha demostrado que los riesgos de cola podrían no ser manejables exclusivamente en el ámbito nacional. Así pues, se hace necesario un nuevo marco en el que las autoridades fiscales nacionales y supranacionales se complementen entre sí, con las primeras actuando como garantes de la sostenibilidad de la deuda nacional en el medio plazo y las segundas respondiendo a las perturbaciones extremas, a la vez que completan la actuación de la política monetaria mediante la determinación del tono agregado de la política fiscal en el área del euro.

Mi cuarta reflexión se centra en la conveniencia de simplificar el marco actual y de mejorar su hasta ahora escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en épocas de bonanza que puedan utilizarse en los períodos de crisis. Este objetivo requeriría un mejor diseño del esquema de incentivos que rige el cumplimiento de las reglas, así como, probablemente, un reforzamiento del papel que desempeñan las autoridades independientes de responsabilidad fiscal, como la AIREF.

Por último, me parece también conveniente destacar el reciente debate sobre la posibilidad de que el gasto público realizado con el objeto de combatir el cambio climático sea excluido a la hora de evaluar el cumplimiento de las reglas fiscales. Si bien esta propuesta es conceptualmente atractiva, dado su posible efecto positivo a la hora de lograr los objetivos climáticos adoptados por España, también cabe recordar que no está ausente de inconvenientes. Estos se centrarían en la dificultad que entraña el delimitar una definición de gasto que pueda acogerse a esta iniciativa, así como el hecho que, al tratarse de un problema global, la lucha contra el cambio climático debería articularse desde una dimensión supranacional, y no limitarse al ámbito nacional.

4 Conclusiones

En mi intervención ante esta cámara he intentado poner de manifiesto la importancia de que cada proyecto de PGE se adecue a las necesidades coyunturales de cada ejercicio económico. Es razonable suponer que, ante una recuperación aún parcial y con notables elementos de incertidumbre, la política fiscal continúe dando un apoyo selectivo a aquellas áreas donde su actuación se considere justificada.

CONCLUSIÓN

- 1 En la coyuntura actual, en la que la economía se está recuperando gradualmente de la profunda crisis económica provocada por la pandemia, si bien aún de forma incompleta, desigual y sujeta a múltiples incertidumbres, se hace necesario mantener el apoyo de la política monetaria y fiscal.
- 2 Las medidas de estímulo de la política presupuestaria deben ser muy selectivas y focalizadas, y evitar incrementos adicionales del déficit público estructural y el posible «recalentamiento» de los sectores más tensionados.
- 3 En paralelo, debe diseñarse una estrategia de consolidación fiscal cuya ejecución permita, una vez superada la crisis, reducir la vulnerabilidad de las cuentas públicas y reconstruir los márgenes fiscales. En la medida en que dicha estrategia se diseñe con rigor, se anuncie con prontitud y goce de amplios consensos, su efectividad se verá incrementada notablemente.
- 4 Se hace necesaria también una revisión integral del gasto y del sistema impositivo que mejore su contribución al crecimiento económico.
- 5 Finalmente, hay que maximizar el impacto transformador de los fondos NGEU con una selección cuidadosa de los proyectos, su evaluación continua y la implementación complementaria de un conjunto integral y ambicioso de reformas estructurales que reduzcan los obstáculos que limitan la capacidad de crecimiento de nuestra economía.

Al mismo tiempo, sin embargo, he querido remarcar que, desde una perspectiva temporal más amplia, resulta necesario reconocer la fragilidad de la situación de las cuentas económicas de nuestro país, que ya existía antes de la crisis y que la necesaria respuesta a la pandemia ha aumentado adicionalmente, con un déficit estructural y un nivel de endeudamiento público muy elevados.

Esta fuente de vulnerabilidad exige una respuesta decidida de la política fiscal en tres frentes. En primer lugar, mediante el planteamiento de una política fiscal rigurosa que, aun manteniendo el tono expansivo que pueda requerir la coyuntura económica, sea eficiente y selectiva en el uso de recursos públicos y someta a una rigurosa valoración aquellos aumentos del gasto público que tengan un carácter permanente.

En segundo lugar, mediante el planteamiento temprano y una ejecución gradual, una vez que la recuperación sea sólida, de un proceso de saneamiento de las finanzas públicas que permita dotar a la política fiscal del margen de maniobra necesario para actuar en respuesta a posibles crisis futuras.

Por último, quiero llamar la atención sobre la conveniencia de adecuar nuestra estructura de ingresos y gastos públicos a un diseño que favorezca el crecimiento económico y facilite la transformación estructural que necesita nuestro país. En este sentido, los fondos NGEU ofrecen una oportunidad única para, a través de una minuciosa selección

de los proyectos y su acompañamiento con reformas estructurales ambiciosas, mejorar el crecimiento potencial de la economía en el medio y largo plazo.

Abordar estos desafíos adecuadamente requiere un esfuerzo conjunto y duradero en el tiempo. Pero, de materializarse completamente, sus potenciales beneficios impactarían positiva y persistentemente en nuestra economía y en el bienestar de la ciudadanía.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 2020 ROBERTO BLANCO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2021 MAR DELGADO-TÉLLEZ, IVÁN KATARYNIUK, FERNANDO LÓPEZ-VICENTE y JAVIER J. PÉREZ: Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2022 EDUARDO GUTIÉRREZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: Medidas de contención, evolución del empleo y propagación del Covid-19 en los municipios españoles. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2023 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: La economía española ante la crisis del Covid-19. Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados, 18 de mayo de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2024 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Los principales retos de la economía española tras el Covid-19. Comparecencia en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19 / Congreso de los Diputados, el 23 de junio de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2025 ENRIQUE ESTEBAN GARCÍA-ESCUDERO y ELISA J. SÁNCHEZ PÉREZ: Los *swaps* de divisas entre bancos centrales. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2026 PABLO AGUILAR, ÓSCAR ARCE, SAMUEL HURTADO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN, GALO NUÑO y CARLOS THOMAS: La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del Covid-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2027 EDUARDO GUTIÉRREZ, ENRIQUE MORAL-BENITO y ROBERTO RAMOS: Tendencias recientes de la población en las áreas rurales y urbanas de España.
- 2028 ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Efectos de los cambios en la composición del empleo sobre la evolución de los salarios en la zona del euro: un análisis con datos de panel. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2029 MIGUEL GARCÍA-POSADA GÓMEZ: Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del Covid-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2030 ÁNGEL GÓMEZ-CARREÑO GARCÍA-MORENO: Juan Sebastián Elcano: 500 años de la Primera vuelta al mundo en los billetes del Banco de España. Historia y tecnología del billete.
- 2031 OLYMPIA BOVER, NATALIA FABRA, SANDRA GARCÍA-URIBE, AITOR LACUESTA y ROBERTO RAMOS: Firms and households during the pandemic: what do we learn from their electricity consumption?
- 2032 JÚLIA BRUNET, LUCÍA CUADRO-SÁEZ y JAVIER J. PÉREZ: Fondos públicos de contingencia para situaciones de emergencia: lecciones de la experiencia internacional. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2033 CRISTINA BARCELÓ, LAURA CRESPO, SANDRA GARCÍA-URIBE, CARLOS GENTO, MARINA GÓMEZ y ALICIA DE QUINTO: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2017 wave.
- 2101 LUNA AZAHARA ROMO GONZÁLEZ: Una taxonomía de actividades sostenibles para Europa.
- 2102 FRUCTUOSO BORRALLÓ, SUSANA PÁRRAGA-RODRÍGUEZ y JAVIER J. PÉREZ: Los retos de la fiscalidad ante el envejecimiento: evidencia comparada de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2103 LUIS J. ÁLVAREZ, M.ª DOLORES GADEA y ANA GÓMEZ LOSCOS: La evolución cíclica de la economía española en el contexto europeo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2104 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2021. Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados, el 4 de noviembre de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2105 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: La independencia de las autoridades y supervisores económicos. El caso del Banco de España. Comparecencia del gobernador del Banco de España ante la Comisión para la Auditoría de la Calidad Democrática / Congreso de los Diputados, el 22 de diciembre de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2106 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia. Contribución del Banco de España a los trabajos de la Comisión de Seguimiento y Evaluación de los Acuerdos del Pacto de Toledo. 2 de septiembre de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).

- 2107 EDUARDO BANDRÉS, MARÍA-DOLORES GADEA y ANA GÓMEZ-LOSCOS: Datado y sincronía del ciclo regional en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2108 PABLO BURRIEL, VÍCTOR GONZÁLEZ-DÍEZ, JORGE MARTÍNEZ-PAGÉS y ENRIQUE MORAL-BENITO: Real-time analysis of the revisions to the structural position of public finances.
- 2109 CORINNA GHIRELLI, MARÍA GIL, SAMUEL HURTADO y ALBERTO URTASUN: Relación entre las medidas de contención de la pandemia, la movilidad y la actividad económica. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2110 DMITRY KHAMETSHIN: High-yield bond markets during the COVID-19 crisis: the role of monetary policy.
- 2111 IRMA ALONSO y LUIS MOLINA: A GPS navigator to monitor risks in emerging economies: the vulnerability dashboard.
- 2112 JOSÉ MANUEL CARBÓ y ESTHER DIEZ GARCÍA: El interés por la innovación financiera en España. Un análisis con Google Trends.
- 2113 CRISTINA BARCELÓ, MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE, ANA REGIL y ERNESTO VILLANUEVA: Los efectos del salario mínimo interprofesional en el empleo: nueva evidencia para España.
- 2114 ERIK ANDRES-ESCAIOLA, JUAN CARLOS BERGANZA, RODOLFO CAMPOS y LUIS MOLINA: A BVAR toolkit to assess macrofinancial risks in Brazil and Mexico.
- 2115 ÁNGEL LUIS GÓMEZ y ANA DEL RÍO: El impacto desigual de la crisis sanitaria sobre las economías del área del euro en 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2116 FRUCTUOSO BORRALLO EGEA y PEDRO DEL RÍO LÓPEZ: Estrategia de política monetaria e inflación en Japón. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2117 MARÍA J. NIETO y DALVINDER SINGH: Incentive compatible relationship between the ERM II and close cooperation in the Banking Union: the cases of Bulgaria and Croatia.
- 2118 DANIEL ALONSO, ALEJANDRO BUESA, CARLOS MORENO, SUSANA PÁRRAGA y FRANCESCA VIANI: Medidas de política fiscal adoptadas a partir de la segunda ola de la crisis sanitaria: área del euro, Estados Unidos y Reino Unido. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2119 ROBERTO BLANCO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2120 MATÍAS PACCE, ISABEL SÁNCHEZ y MARTA SUÁREZ-VARELA: El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2121 MARIO ALLOZA, JAVIER ANDRÉS, PABLO BURRIEL, IVÁN KATARYNIUK, JAVIER J. PÉREZ y JUAN LUIS VEGA: La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2122 MARIO ALLOZA, VÍCTOR GONZÁLEZ-DÍEZ, ENRIQUE MORAL-BENITO y PATROCINIO TELLO-CASAS: El acceso a servicios en la España rural. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2123 CARLOS GONZÁLEZ PEDRAZ y ADRIAN VAN RIXTEL: El papel de los derivados en las tensiones de los mercados durante la crisis del COVID-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2124 IVÁN KATARYNIUK, JAVIER PÉREZ y FRANCESCA VIANI: (De-)Globalisation of trade and regionalisation: a survey of the facts and arguments.
- 2125 BANCO DE ESPAÑA STRATEGIC PLAN 2024: RISK IDENTIFICATION FOR THE FINANCIAL AND MACROECONOMIC STABILITY: How do central banks identify risks? A survey of indicators.
- 2126 CLARA I. GONZÁLEZ y SOLEDAD NÚÑEZ: Markets, financial institutions and central banks in the face of climate change: challenges and opportunities.
- 2127 ISABEL GARRIDO: La visión del Fondo Monetario Internacional sobre la equidad en sus 75 años de vida. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2128 JORGE ESCOLAR y JOSÉ RAMÓN YRIBARREN: Las medidas del Banco Central Europeo y del Banco de España contra los efectos del COVID-19 en el marco de los activos de garantía de política monetaria y su impacto en las entidades españolas. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2129 BRINDUSA ANGHEL, AITOR LACUESTA y FEDERICO TAGLIATI: Encuesta de Competencias Financieras en las Pequeñas Empresas 2021: principales resultados.
- 2130 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Comparecencias ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados, el 25 de octubre de 2021, y ante la Comisión de Presupuestos del Senado, el 30 de noviembre de 2021, en relación con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2022.