
25.10.2021

Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados en relación con el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2022

Congreso de los Diputados

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Señorías:

Comparezco una vez más en esta Comisión con motivo de la presentación y discusión en sede parlamentaria de los Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social (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.

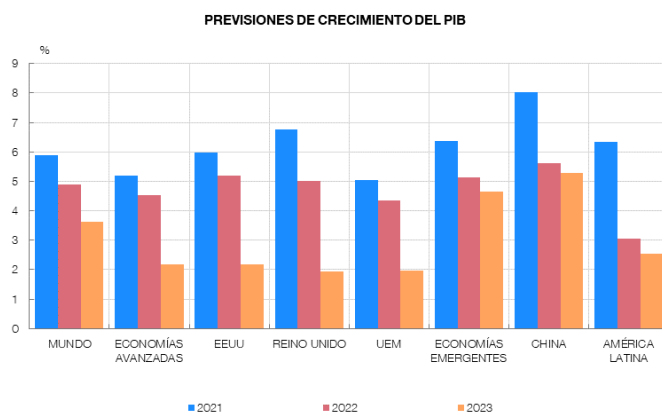
Un año después, la extensión del proceso de vacunación permite que podamos encarar el futuro con mayor optimismo y menor incertidumbre. Estos presupuestos han de ser, por tanto, un instrumento que facilite la transición desde el objetivo de mitigar las consecuencias de la pandemia sobre nuestros hogares 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.



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 5,8% en 2021 y del 3,9% y 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

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.

pandemia, la evolución de los desajustes entre la oferta y 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.

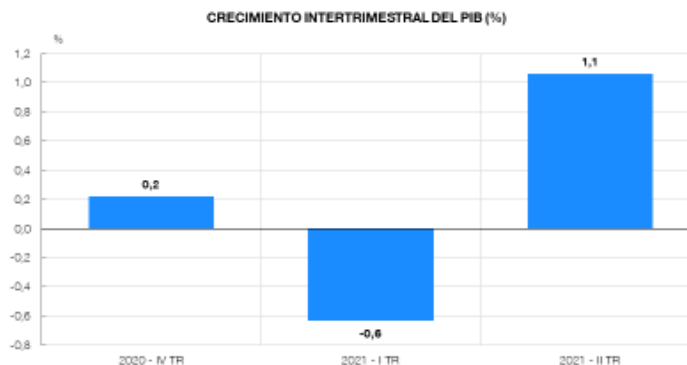
EL CONTEXTO GLOBAL: LA EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA, LOS DESAJUSTES ENTRE DEMANDA Y OFERTA DE MANUFACTURAS Y EL REPUNTE DE LA INFLACIÓN, CONDICIONANTES DE LA RECUPERACIÓN



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 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.

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

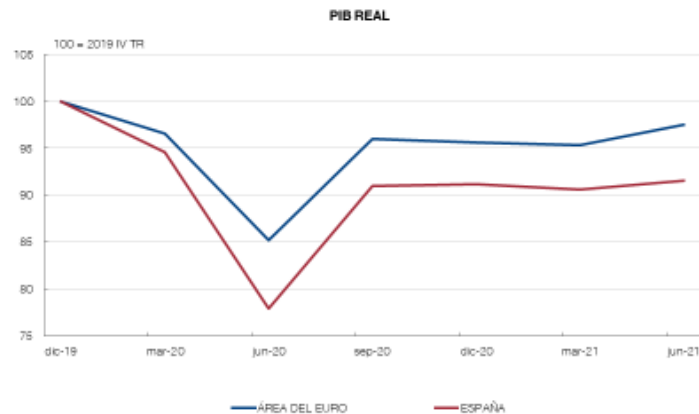


A partir de la primavera de este año se produjo el retorno a la senda de crecimiento que se había interrumpido en el tramo final del año pasado en paralelo al avance del proceso de vacunación. El PIB creció un 1,1% del PIB en tasa intertrimestral en el segundo trimestre,

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 pp frente al observado al final de 2019. Esa brecha era de 2,5 pp en el área del euro.

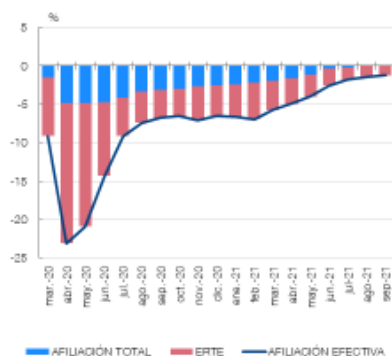
ESPAÑA: EL NIVEL DE PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE TODAVÍA SE SITUABA 8,4 PP FRENTE AL OBSERVADO A FINALES DE 2019 (2,5 PP EN EL ÁREA DEL EURO)



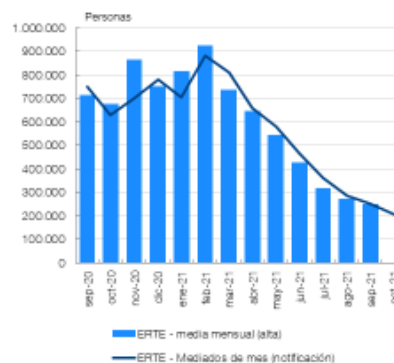
En cuanto al mercado de trabajo, el impacto fue también muy severo en la etapa inicial de la pandemia. En abril de 2020, casi una de cada cuatro personas que se encontraban afiliadas a la Seguridad Social antes de la irrupción del COVID-19 o bien había perdido su empleo o bien se encontraba en situación de 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.

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)

VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN TOTAL, ERTE Y AFILIACIÓN EFECTIVA RESPECTO A FEBRERO DE 2020
(Series de afiliación total desestacionalizadas)



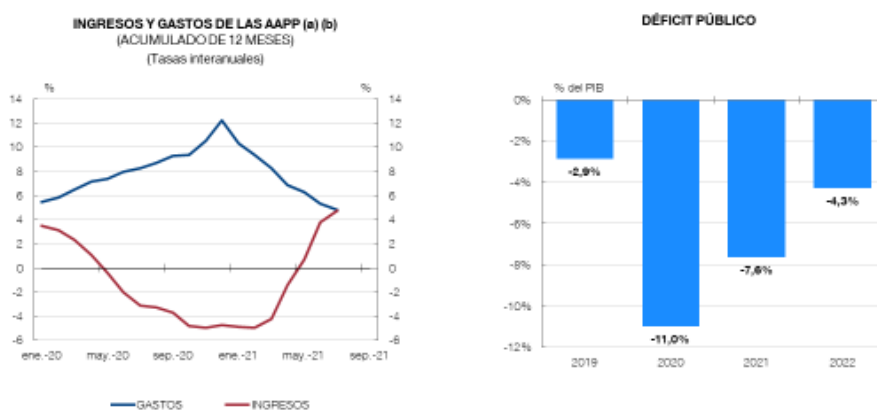
TRABAJADORES EN ERTE



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 pre-crisis.

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 3,7pp 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 a 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.

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% (ACUM. DE 12 MESES)



Fuentes: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) e IHE.
(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 CCLL.
(b) Datos ajustados distribuyendo en el conjunto del año los gastos e ingresos públicos 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 doce 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 pre-crisis. 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, transporte, hostelería y 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, transporte, hostelería y 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 y -5,6 pp, mientras que en Murcia y Asturias fue positiva, con aumentos de 1,2 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 mayor que entonces, en los individuos de mayor edad, en 0,3 pp).

Las diferencias por Comunidades Autónomas 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 y 3 pp por debajo, respectivamente (y 8,4 y 5,6 pp en términos efectivos). Por el contrario, en Murcia y Asturias se registraron aumentos, que fueron de 1,2 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 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.

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

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS: TRAS LA PUBLICACIÓN DE LAS PROYECCIONES DEL BdE 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 BdE 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 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.

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



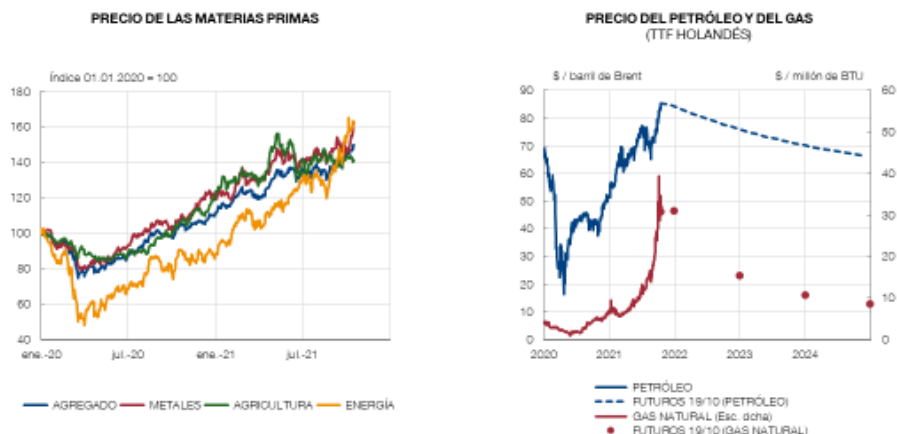
En segundo lugar, se han producido algunos cambios en el entorno económico global, que se venían fraguando en meses pasados y que en las últimas semanas han cobrado una mayor relevancia. Me refiero a las alteraciones en las cadenas globales de suministros y al encarecimiento de los costes de algunos 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 a la estimación provisional, el PMI compuesto de producción de la UEM disminuyó en octubre casi dos 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 6 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.

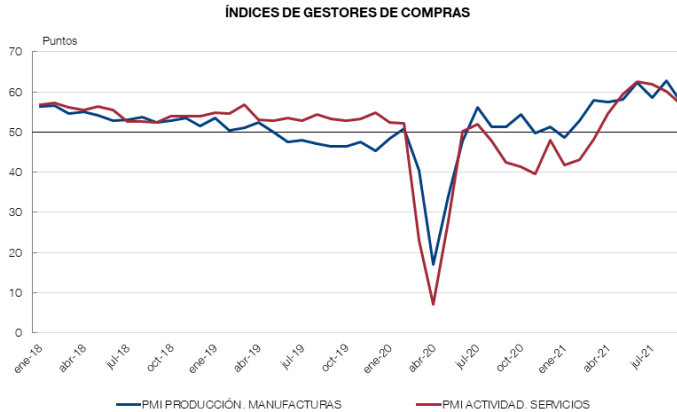
ENTORNO EXTERIOR MENOS FAVORABLE POR CUELLOS DE BOTELLA Y ALZAS DE PRECIOS EN MATERIAS PRIMAS Y BIENES ENERGÉTICOS



Finalmente, el resto de 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.

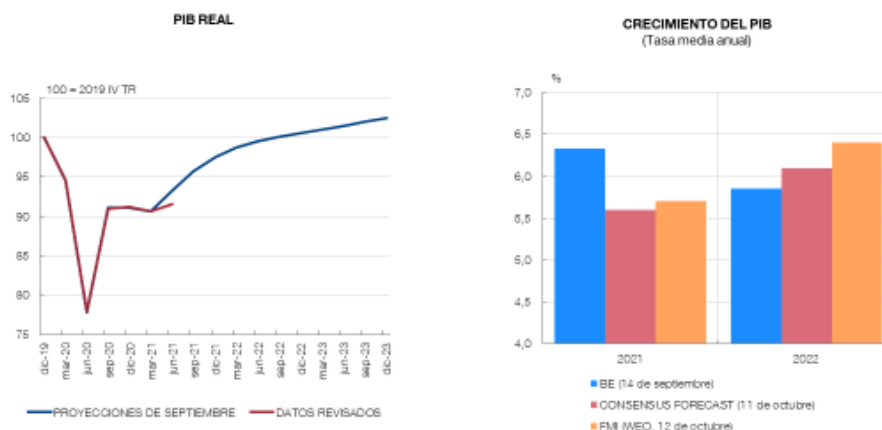
LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD SE HABRÍA PROLONGADO A LO LARGO DEL VERANO, CON ALGUNOS INDICIOS DE ESTABILIZACIÓN EN LOS ÚLTIMOS MESES



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 porque la evolución del empleo está siendo notablemente más favorable que la de la actividad, como se ha puesto de manifiesto singularmente tras la revisión de la CNTR³.

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

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



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.

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:

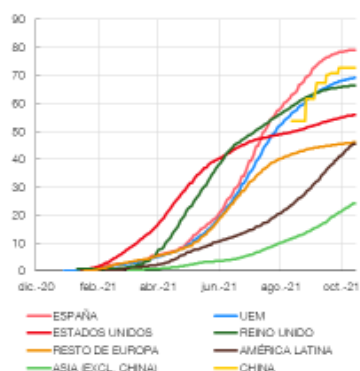
La persistencia e intensidad de las alteraciones de las cadenas de producción globales

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

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.

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

% DE LA POBLACIÓN TOTALMENTE VACUNADA



Fuente: Reuters (izquierda; última actualización: 19 de octubre) e INE (derecha).

TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES ESPAÑOLES

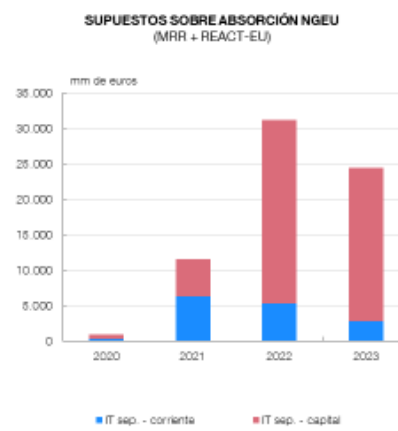
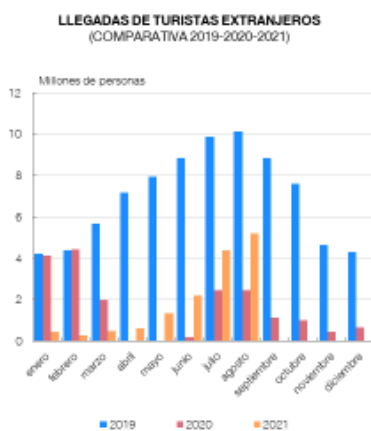


No obstante, no se puede excluir una evolución epidemiológica más desfavorable. La amplia circulación del virus en algunas regiones del globo en las que el proceso de inmunización de la población está menos avanzado podría, por ejemplo, favorecer la aparición de variantes con mayor capacidad infecciosa 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.

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



Fuentes: INE 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 de 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 en 2021 y 31 mm en 2022, lo que se traduciría en impactos sobre la tasa de crecimiento del PIB de esos dos años de 0,6 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 los mismos priorice aquellos con un efecto multiplicador más elevado. Esto último se vería favorecido si los proyectos se acompañan 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 ha 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 recupera a un ritmo insuficiente para compensar los efectos de la retirada de los 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,

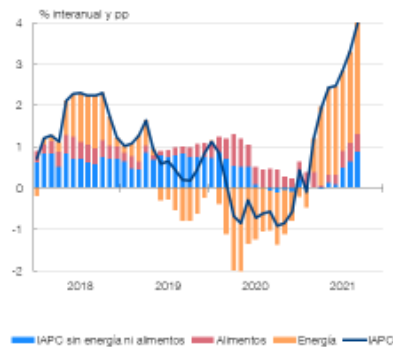
la existencia de los cuellos de botella habría reducido el nivel de las exportaciones en el primer semestre de 2021 en un 7% para el conjunto del área del euro⁵.

En séptimo y último lugar, un factor con capacidad de afectar de forma adversa 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, habría contribuido en los últimos años a mantener las presiones de la demanda en niveles relativamente moderados.

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

CONTRIBUCIONES (pp) A LA TASA INTERANUAL DEL IAPC (%)



IAPC: PREVISIONES



Fuentes: INE y Banco de España.

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.

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

Las causas del repunte actual reflejan una serie de determinantes de naturaleza distinta a 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 ha 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 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 al mismo. 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 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 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.

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 del mismo se consideran igualmente indeseables. Para mantener esta simetría, la nueva estrategia reconoce la importancia de tener en cuenta las implicaciones del límite inferior a 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

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

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 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 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 dirige 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 pre-concursales 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 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 (II)

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 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, 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

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.

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*.

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 de 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.

2. El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de Seguridad Social

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 del mismo, 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.

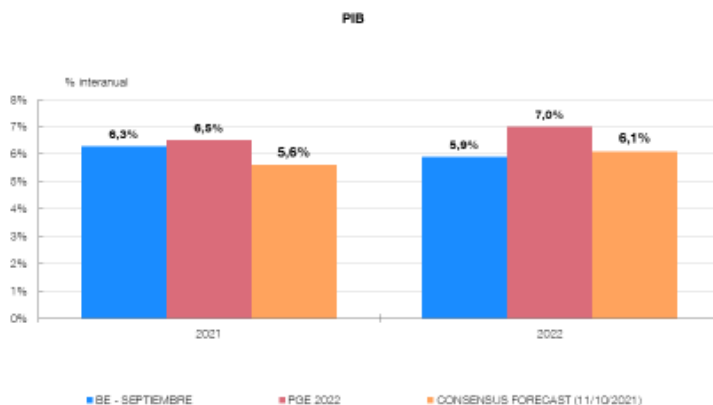
Por otro lado, la disponibilidad del Plan Presupuestario que el Gobierno publicó el pasado 15 de octubre me permitirá valorar las perspectivas fiscales para el conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP) y no solo para el Estado y la Seguridad Social. Asimismo, me gustaría aclarar que, salvo indicación 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 los 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 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 un punto porcentual 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.

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



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Función Pública, INE y Banco de España.
al Fecha de cierre de las proyecciones: 14 de septiembre de 2021.

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, el PGE prevé un crecimiento del deflactor del consumo privado del 1,3%, dos 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

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

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 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) 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.

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 PROYECTO PGE-2022

millones de euros		Ppto. inicial 2021	Avance Liq. 2021	Diferencias (Liq.-Ppto.)
IMPUESTOS RECOGIDOS EN PGE-2021		1412	1012	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 DEL PGE-2021		3170	498	2675
IMPUESTOS MEDIOAMBIENTALES:	Envases plásticos	491		491
	Residuos en vertederos	901		901
OTROS IMPUESTOS INDIRECTOS:	Servicios Digitales	968	155	813
	Transacciones Financieras	850	340	510
TOTAL		4582	1507	3075
en % del PIB		0,38	0,12	0,26

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 por debajo del presupuesto inicial. Esta desviación sería el resultado de que el mejor comportamiento esperado de los ingresos por cotizaciones (+3,6 mm) no sería suficiente para compensar una recaudación tributaria que se situaría por debajo de lo presupuestado inicialmente (-6,7mm).

Aproximadamente la mitad de la desviación en los ingresos tributarios (3,0 mm) 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. Ordenadas 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.

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.

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

miliones de euros		Efecto incremental	
		2022	2023
MEDIDAS INCORPORADAS EN PGE-2022		0	488
IRPF:	Reducción adicional en deducciones planes de pensiones		77
IMPUESTOS SOCIEDADES:	Tributación mínima del 15% y reducción bonificación arrendamiento viviendas		421
TOTAL		0	488
en % del PIB		0	0,04

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 al 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.

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 y -0,3mm, respectivamente) y por una evolución del consumo privado menos favorable de lo proyectado en el 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 PGE2021).

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: CONDICIONADO 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



Fuente: 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 PGE-22.

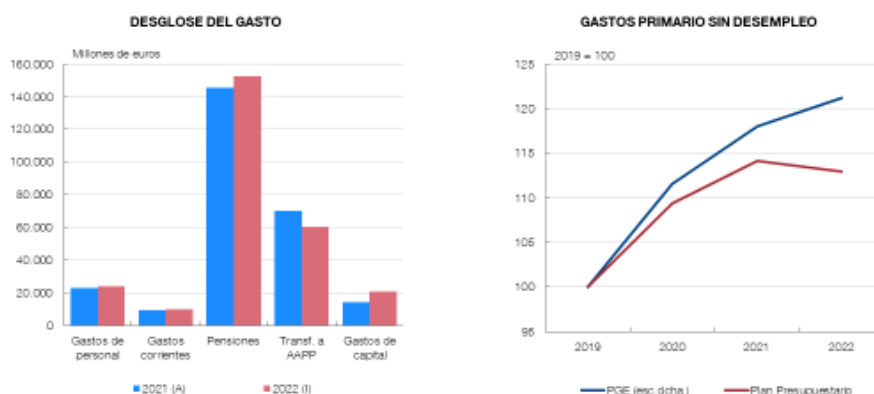
Por otro lado, la propia evolución del entorno macroeconómico contemplada en los PGE que, como he señalado anteriormente, se encuentra sujeta a riesgos a la baja, cuya materialización podría redundar en un menor dinamismo de las propias bases impositivas.

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 AAPP relacionadas con la gestión de la emergencia sanitaria. En lo que sigue, articularé mis comentarios en torno 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) en las transferencias corrientes al resto de AAPP, como resultado del menor gasto relacionado con la gestión de la pandemia por parte, sobre todo, de las Comunidades Autónomas (CCAAAs). Por otro lado, se esperan incrementos del gasto en pensiones y en personal en unos 7 mm y 1 mm, respectivamente, así como en el conjunto de la formación bruta de capital fijo y las transferencias de capital en 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.

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



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 en 2022 (frente a los 20,5 mm 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 Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (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 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 PGE. En concreto, el gasto en pensiones podría situarse, de acuerdo con el análisis del Banco de España, en torno a 1,5 mm 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 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.

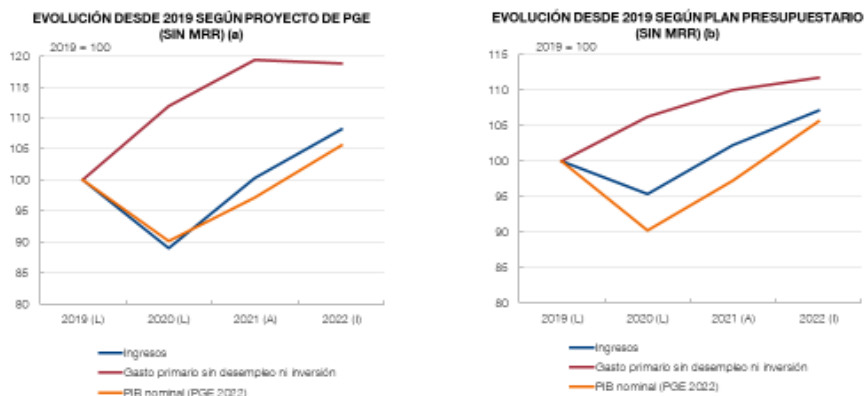
Con todo, la composición del gasto en el Proyecto de PGE implica un cierto trasvase de gastos asociados a la gestión de la emergencia sanitaria y la crisis económica hacia gastos vinculados no solo a proyectos de inversión, sino también a otras partidas de gasto corriente, como las pensiones. Este hecho podría explicar, al menos en parte, las diferente evolución prevista entre el gasto del Estado y la Seguridad Social en el Proyecto de PGE y el del conjunto de 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 CCAAs, 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 al 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 habrá que acometer una vez se consolide la recuperación tras la pandemia en la medida que este incremento del gasto tenga un componente estructural importante, es decir, que no estén ligadas a gastos cíclicos o relacionados con la pandemia.

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 será 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 el primero se basa en un criterio de caja, el segundo se elabora en base al principio de devengo de la Contabilidad Nacional.

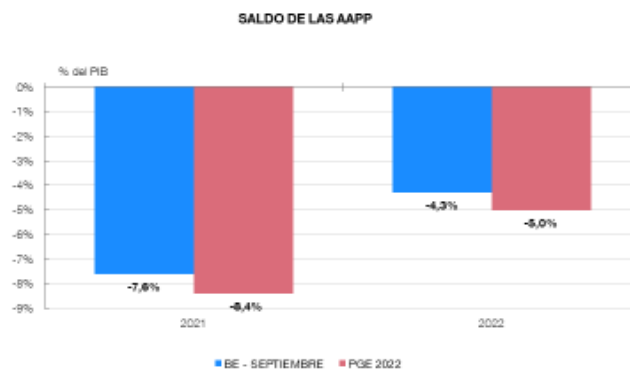
EL GASTO PÚBLICO PERMANECERÍA SUSTANCIALMENTE POR ENCIMA DE SU NIVEL PRECRISIS



2.3.- 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 a continuación analizar la incertidumbre existente en torno a estos objetivos.

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, INE y Banco de España.
a) Fecha de cierre de las proyecciones: 14 de septiembre de 2021.

De acuerdo al análisis de las partidas de gastos e ingresos que acabo de desgarnar, 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 u *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 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 a 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.

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: Plan Presupuestario 2022 y 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.

2.4.- 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 4,5pp, 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.



Fuentes: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España

31

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, 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 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 el PIB se ha elevado en más de 27 pp en España, hasta el

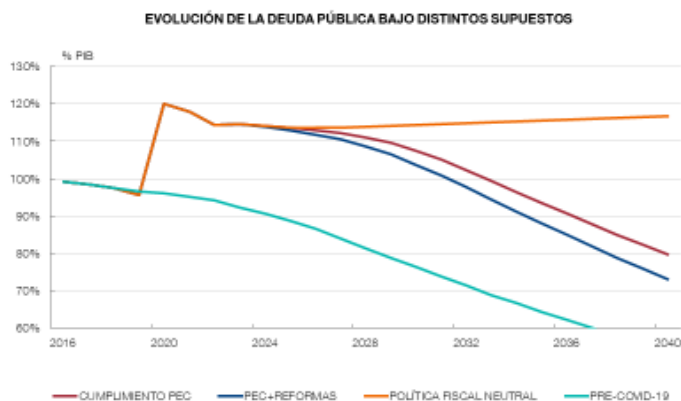
123%, porcentaje asimismo muy superior al que se registra en el promedio del área del euro (un 100,5% en el primer trimestre de 2021).

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 reestablecer 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 periodo, 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 periodo 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.

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



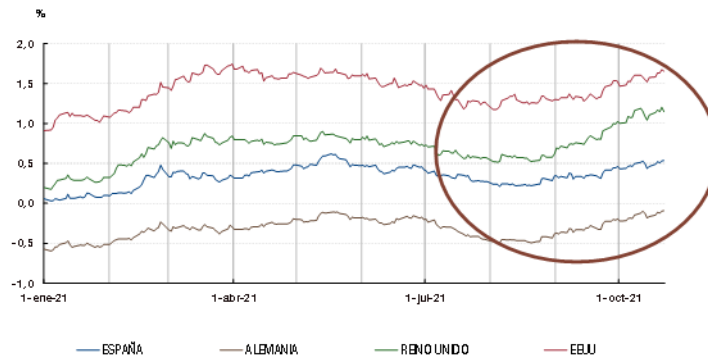
Fuente: Banco de España.

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 10 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 ILUSTRRA LA VULNERABILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS ANTE CAMBIOS EN LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

TIPOS DE INTERÉS. BONOS A 10 AÑOS



Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 22/10/2021

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 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.

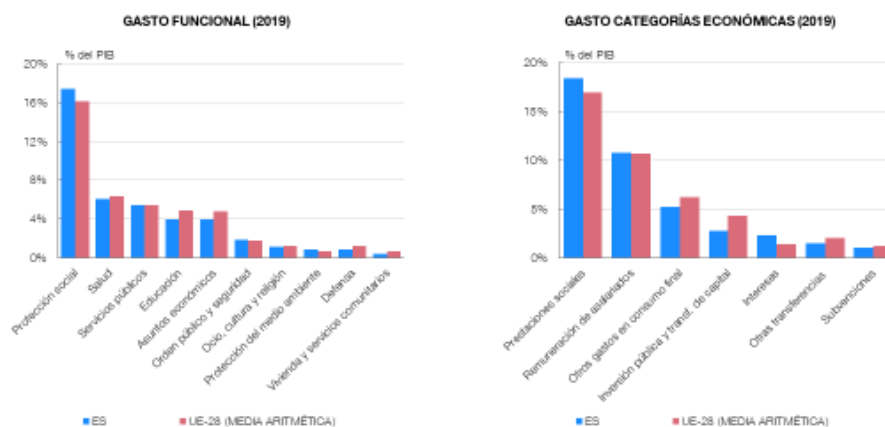
En todo caso, es fundamental que estas decisiones estén basadas en un análisis previo que, de forma rigurosa, valore en qué medida cada una de las partidas de gastos e ingresos públicos puede alcanzar los objetivos propuestos de manera eficiente. Del mismo modo, también puede resultar informativo comparar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

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 Unión Europea más el Reino Unido.

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



Fuente: Eurostat.

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 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 veinte años (un incremento de 8 pp de PIB) y del que, como señala la Actualización del Programa

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 IVIE señalan que, en 2018, el stock de capital disponible en este ámbito aún permanecía en el mismo nivel que hace veinte 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](#)”.

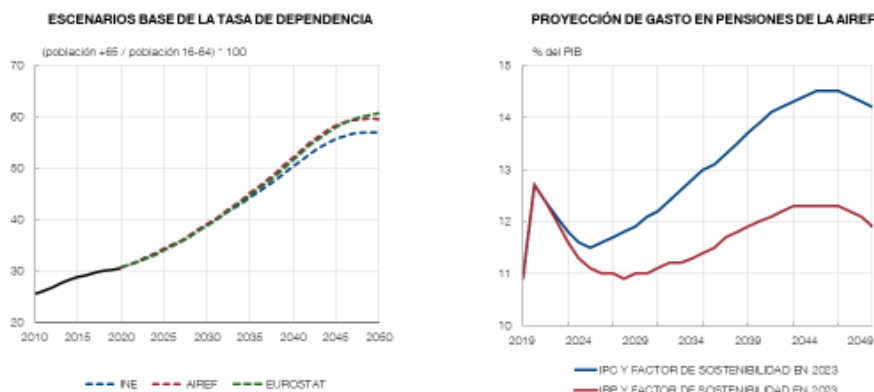
²⁰ Véase Card, D., C. Domnisoru, y L. Taylor (2018), “[The Intergenerational Transmission of Human Capital: Evidence from the Golden Age of Upward Mobility](#)”, Documento de Trabajo 25000, NBER.

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](#)”.

de Estabilidad (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).

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 las mismas 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 AIReF²⁴, esta decisión supondrá un incremento adicional del gasto público en pensiones de entre 2,3 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 un punto porcentual más de gasto en 2050.

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: INE, AIReF 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, esto se produce a costa de aumentar las obligaciones financieras del Estado, por lo que el

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 Hernández de Cos (2021), “[El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia](#)”, Documento Ocasional 2106, Banco de España.

²⁴ Véase AIReF, “[Actualización previsiones demográficas y de gasto en pensiones](#)”.

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.

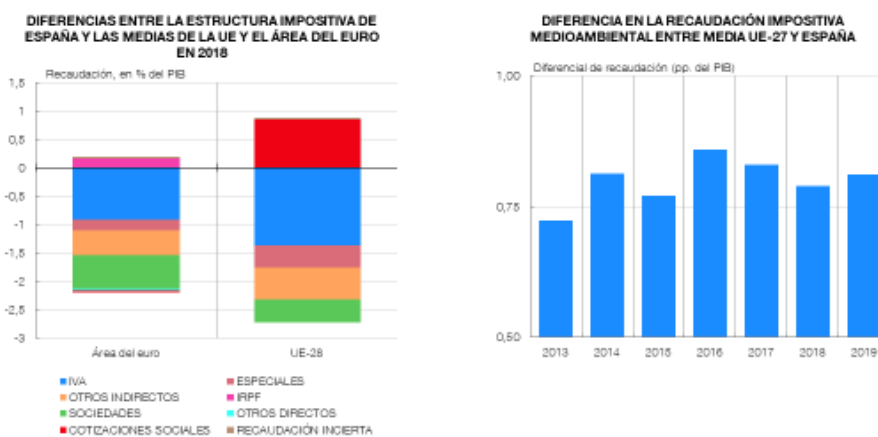
En este sentido, el pasado mes de abril, el Ministerio de Hacienda creó un comité de expertos cuyo mandato es, precisamente, realizar un análisis en profundidad del sistema tributario con el objetivo de mejorar su eficiencia, garantizar los recursos públicos y adaptarlo a los nuevos retos que afectan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

²⁵ Véase la [Spending Review](#) de la AIReF.

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 impuesto sobre la renta de las personas físicas 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.

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.



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 países de la UE–, la Ley de cambio climático y transición energética aprobada este año pretende movilizar más de 200.000 millones 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

²⁶ Véase [Ley 7/2021](#), de 20 de mayo.

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

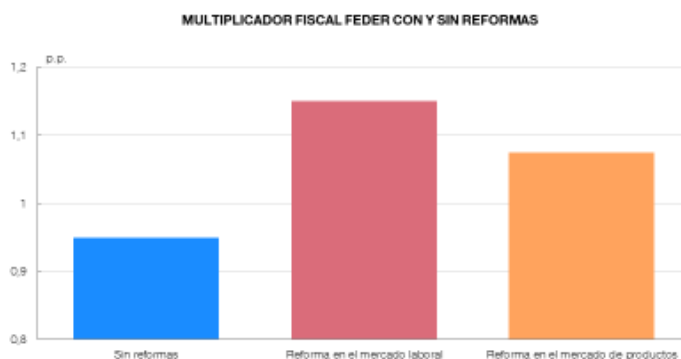
El programa europeo NGEU supone, por su elevada cuantía y por su enfoque estructural, una oportunidad única para impulsar el crecimiento de la economía española en el corto plazo y para facilitar su transformación estructural en el medio y largo plazo ante los considerables desafíos que plantean, entre 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 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

²⁷ Véase AIREF (2020), [Estudio Beneficios Fiscales](#).

española que pueda resultar de la ejecución de este programa también ayudaría a reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

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



Fuente: Elaboración propia. Banco de España.

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. 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

²⁸ Véase Albrizio y Geli (2021), “[Un análisis empírico de los factores que pueden potenciar la efectividad del programa Next Generation EU](#)”, Artículo Analítico 4/2021, Banco de España.

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](#)”.

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 de 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 Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que, en estos momentos, se encuentra en discusión³⁰.

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

1. Un marco de reglas fiscales que permita garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas es absolutamente necesario para el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (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, incluida 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 periodos 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 la Unión Económica y Monetaria (UEM). Más allá de la necesaria separación entre la política monetaria y 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 de ser responsabilidad exclusiva de los países. Por ello, se incluyó en los tratados fundacionales de la UE una

³⁰ Véase Alloza et al. (2021), "[La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico](#)", Documento Ocasional 2121, Banco de España.

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 garanticen la misma 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 del 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 Pacto de Estabilidad y Crecimiento, 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. Parece necesario un mayor automatismo en la corrección de las desviaciones

y un reforzamiento del papel de las autoridades independientes de responsabilidad fiscal, como la AIREF.

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 Presupuestos Generales del Estado 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 periodo 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 están recuperando gradualmente, si bien aún de forma incompleta y desigual, de la profunda crisis económica provocada por la pandemia del COVID-19, el despliegue de una política fiscal que atienda selectivamente a las necesidades aún existentes está justificada. Más aun 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 la misma 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 los mismos. 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 la propia sostenibilidad de la misma.