
17.10.2022

Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados en relación con el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2023

Congreso de los Diputados

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

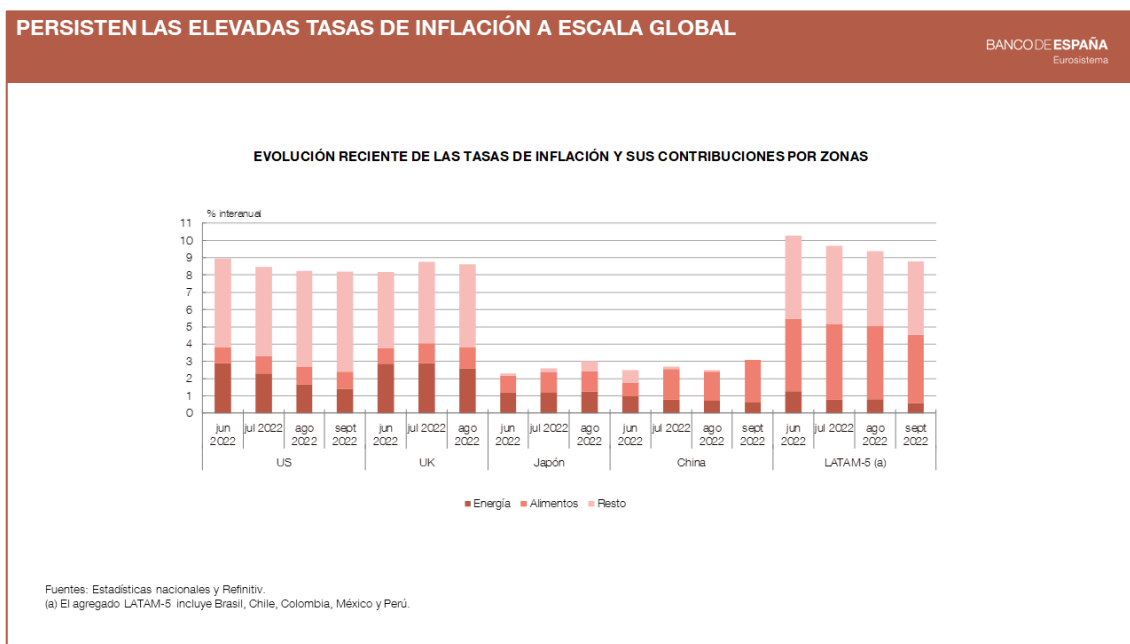
Señorías:

Comparezco una vez más en esta Comisión con motivo de la presentación y discusión de los Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social (en adelante, PGE) para el año 2023.

A lo largo de mi intervención revisaré, en primer lugar, la evolución y las perspectivas macroeconómicas de la economía española en un contexto internacional extraordinariamente incierto caracterizado, entre otros aspectos, por las elevadas tasas de inflación a escala global y las múltiples implicaciones adversas de la injustificada invasión rusa de Ucrania. En segundo lugar, analizaré qué papel habrían de desempeñar, en semejante coyuntura, las diversas políticas económicas. En el tercer bloque ofreceré mi visión acerca de los principales aspectos del Proyecto de PGE para 2023 así como del Plan Presupuestario 2023 publicado el pasado 15 de octubre, para lo cual resultará de utilidad ofrecer, primero, un análisis de los diferentes canales a través de los cuales el actual episodio inflacionista puede impactar sobre las finanzas públicas. Por último, concluiré 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

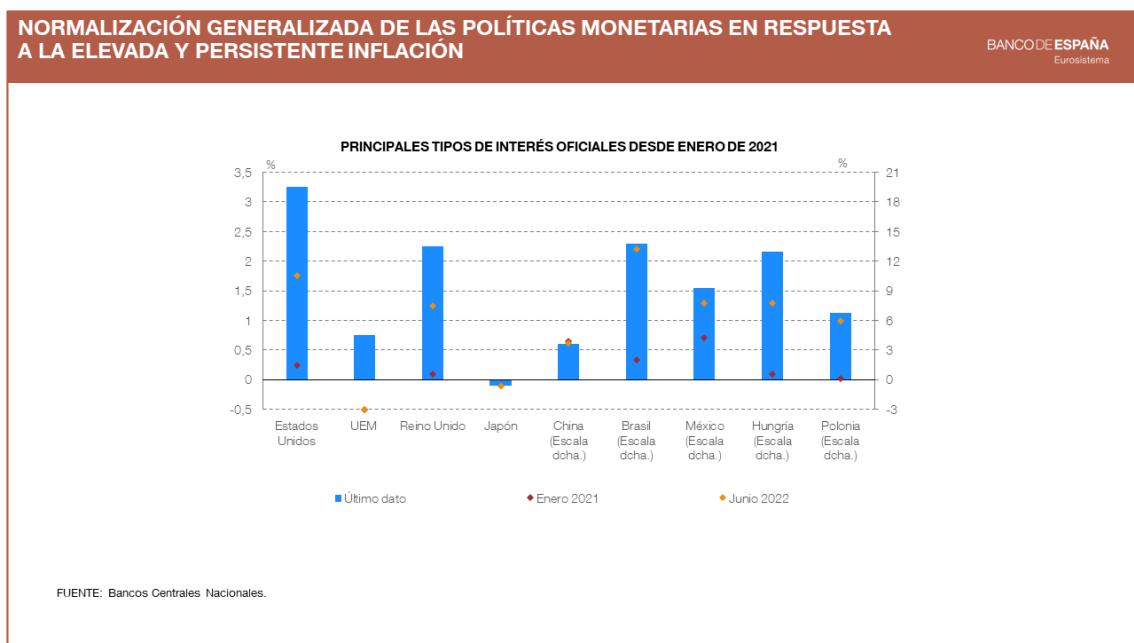
1.1 El contexto global y europeo



En los últimos meses, la actividad económica global ha venido perdiendo dinamismo de manera apreciable. Ello ha sido consecuencia de una serie de factores adversos que estarían interactuando entre sí. En particular, el repunte de la inflación mundial se ha intensificado en los últimos trimestres hasta alcanzar niveles inéditos en varias décadas. Ello está motivando una reacción contundente de los principales bancos centrales, que, a su vez, está dando lugar a un endurecimiento significativo de las condiciones financieras globales.

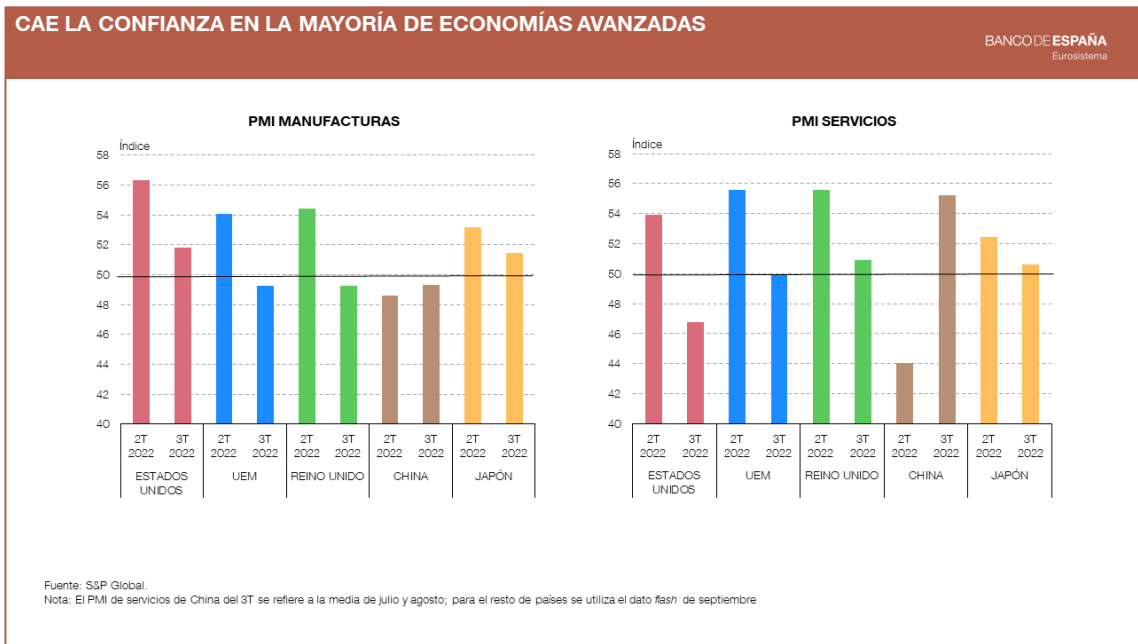
Además, una parte elevada de la aceleración de los precios de consumo está viniendo determinada por el incremento del coste de muchas materias primas importadas, lo que está reduciendo el poder de compra de las rentas de hogares y empresas.

A su vez, el encarecimiento de numerosas materias primas se ha visto acrecentado por las consecuencias de la guerra en Ucrania, que, adicionalmente, ha alimentado la incertidumbre acerca de la seguridad del suministro energético en Europa, e incluso acerca de la posibilidad de que se produzca una escalada significativa de las tensiones geopolíticas globales.



La confluencia de todos estos factores, junto con la persistencia de diversos cuellos de botella que —a pesar de algunas señales incipientes de moderación— siguen incidiendo negativamente en el funcionamiento de las cadenas globales de producción y suministros, ya habría contribuido, por ejemplo, a una notable desaceleración de la actividad en las dos principales economías mundiales.

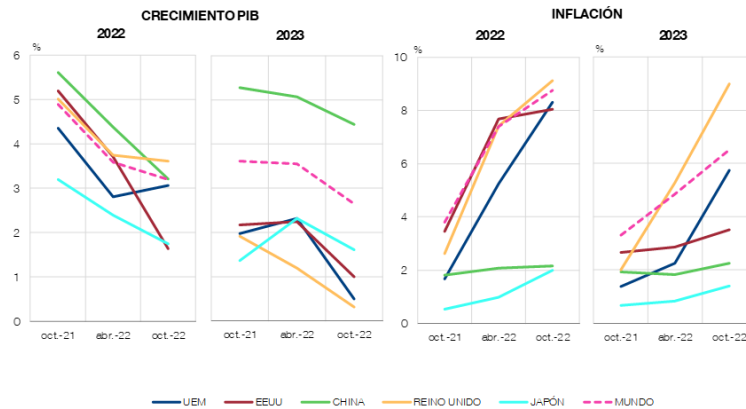
En particular, en Estados Unidos, el PIB real se redujo en los dos primeros trimestres del año, mientras que, en China, en parte como consecuencia de la política de cero-COVID aplicada por las autoridades de este país y de la fragilidad de su sector inmobiliario, el PIB también se contrajo en el segundo trimestre del ejercicio.



En estos momentos, las señales de ralentización de la economía mundial son ya muy generalizadas, tanto entre países como entre indicadores. Así se deduce, por ejemplo, de la evolución de los indicadores de confianza en el tercer trimestre. Tanto los PMI de manufacturas como los de servicios se han contraído de forma apreciable en las principales economías mundiales —con la notable excepción de China, donde dicha contracción fue particularmente intensa en el segundo trimestre—, situándose ya, en muchos casos, en territorio contractivo. La menor actividad también se refleja en una peor evolución del comercio internacional, que empezó a desacelerarse en primavera, y en una moderación desde mediados del año de los precios de la mayor parte de las materias primas.

En conjunto, estos desarrollos han conducido a que, a lo largo de los últimos meses, una gran mayoría de analistas haya venido revisando, de forma sistemática y muy significativa, sus previsiones de crecimiento económico a la baja, al tiempo que han corregido repetidamente al alza las de inflación. Asimismo, la probabilidad que los mercados financieros otorgan a una recesión global ha aumentado de manera importante.

SE APRECIAN CLAROS SÍNTOMAS DE UNA DESACELERACIÓN ECONÓMICA GLOBAL Y SE REVISAN A LA BAJA LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO Y AL ALZA LAS DE INFLACIÓN

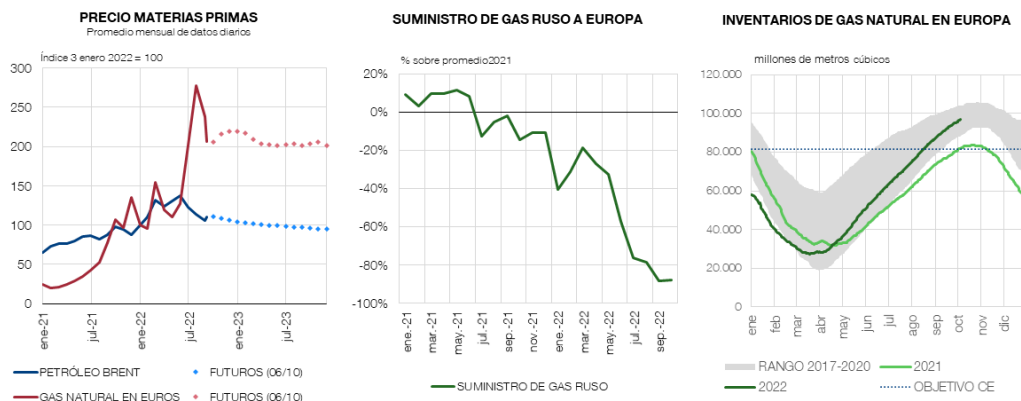


Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Un ejemplo reciente de este patrón son las últimas previsiones publicadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) la semana pasada. En dichas previsiones se anticipa una moderación del ritmo de crecimiento de la economía global desde el 6 % en 2021, al 3,2 % en 2022, y al 2,6 % en 2023. Estas tasas de crecimiento para 2022 y 2023 son 0,4 pp y 1 pp menores, respectivamente, que las que el FMI proyectaba en su informe de abril.

En cambio, la mayor intensidad y la generalización del repunte inflacionista han acarreado una notable revisión al alza en las previsiones de inflación. En particular, las nuevas proyecciones del FMI de inflación a nivel global la sitúan en el 8,7 % en 2022 y el 6,3 % en 2023, 1,3 pp y 1,5 pp por encima, respectivamente, de las proyectadas en abril.

EUROPA SE VE PARTICULARMENTE AFECTADA POR LOS PROBLEMAS DERIVADOS DE LOS CORTES DE SUMINISTRO DE GAS RUSO



Fuentes: Refinitiv, ENTSO-G y Gas Infrastructure Europe.

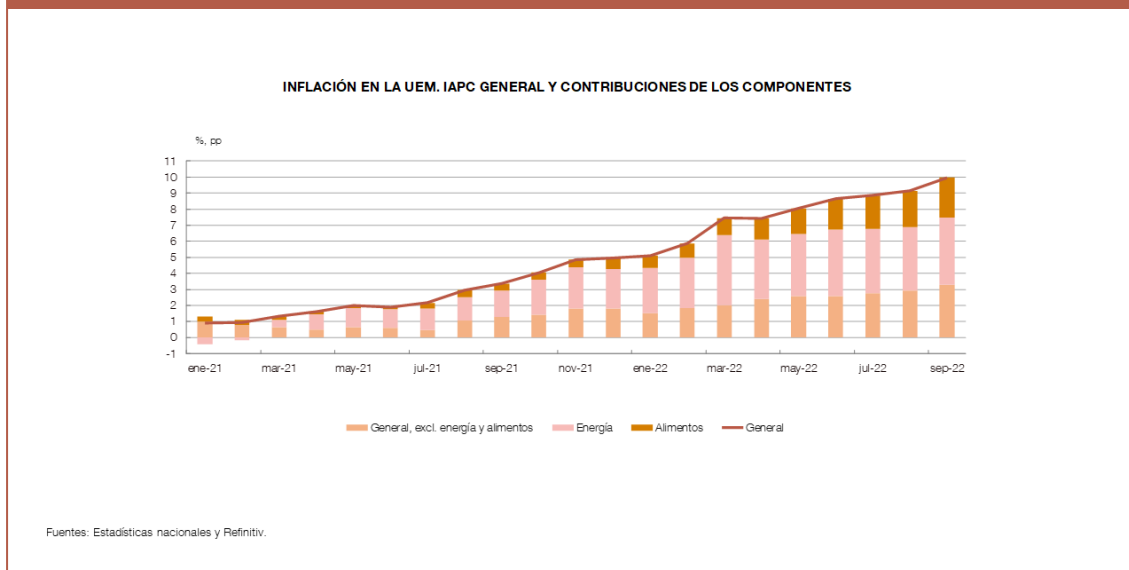
Europa está particularmente expuesta a algunos de estos desarrollos. Así, por ejemplo, el continente europeo presenta una considerable sensibilidad a la guerra en Ucrania, tanto por la proximidad geográfica al escenario bélico como, especialmente, por su dependencia de las materias primas importadas desde Rusia y, en concreto, del gas, que es utilizado como fuente de energía primaria por hogares y empresas, y también en la producción de electricidad.

La guerra ha supuesto alteraciones cada vez mayores en el suministro de este hidrocarburo fósil, a las que Europa está haciendo frente a través de varias vías complementarias, que incluyen la diversificación geográfica de las importaciones de gas, la utilización de las limitadas posibilidades existentes en el corto plazo para su sustitución por otras fuentes de energía y la reducción del consumo, todo lo cual ha redundado en una elevada utilización de la capacidad de almacenamiento de gas.

No obstante, las actuaciones desarrolladas hasta la fecha no garantizan plenamente la ausencia de interrupciones en el suministro durante el próximo invierno —especialmente, en algunos países centroeuropeos—, interrupciones que, en las circunstancias menos favorables, podrían tener efectos adversos muy severos sobre la actividad¹.

Según las estimaciones realizadas por el Banco de España, una hipotética interrupción de las importaciones energéticas procedentes de Rusia acarrearía un impacto sobre el PIB de la UE de entre un 2,5 % y un 4,2 % del PIB en el primer año, en función del supuesto que se considere sobre la capacidad de sustituir las fuentes energéticas rusas. El impacto se situaría entre un 1,9 % y un 3,4 % para Alemania, un 1,2 % y un 2 % para Francia, y un 2,3 % y un 3,9 % para Italia. Un escenario de esta naturaleza daría lugar además previsiblemente a un mayor repunte de la inflación en el corto plazo. El impacto sobre la economía española sería sensiblemente más reducido, habida cuenta de que nuestro país tiene una menor dependencia energética de Rusia y una mayor diversificación de sus proveedores. De acuerdo con estas simulaciones, dicho impacto se situaría entre un 0,8 % y un 1,4 % del PIB. Prácticamente la mitad de estos efectos surgirían del impacto en el resto de países europeos. En todo caso, estos valores deben considerarse como efectos a corto plazo cuya magnitud iría reduciéndose según aumentase la sustitución de las importaciones energéticas rusas.

¹ Véase J. Quintana (2022), «[Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea](#)», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 2/2022, Banco de España.



En gran medida como consecuencia del agravamiento de la crisis energética en Europa, en los últimos meses, las presiones inflacionistas se han intensificado en el área del euro y evidencian una mayor persistencia que la que se estimaba unos meses atrás.

Así, la tasa de inflación de la UEM alcanzó el 10 % en septiembre. En términos de composición, alrededor de un 40% de la inflación se explica por el componente energético, cuyo incremento se ha ido trasladando con intensidad al resto de precios de bienes y servicios, de forma que se estima que habría contribuido “indirectamente” en un tercio al aumento observado de la inflación subyacente (10 % de la inflación general).

Los precios de las materias primas alimenticias también han mostrado fuertes incrementos, como resultado de la fortaleza de la demanda mundial, factores climáticos adversos y el aumento de los costes del transporte marítimo internacional y de algunos insumos esenciales, como los combustibles y los fertilizantes. Alrededor de un 25% del incremento de la inflación se debe, de hecho, al componente de alimentos, que también se habría trasladado, en alguna medida, al resto de bienes y servicios.

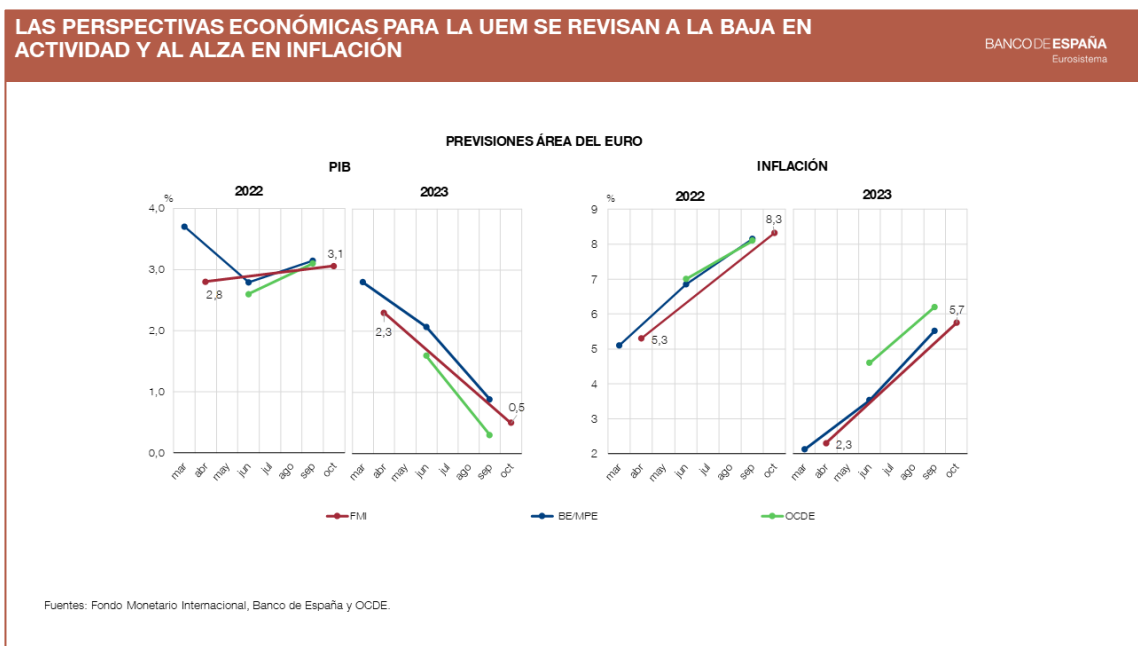
En cualquier caso, al margen de la evolución de los precios de la energía y los alimentos, también hemos asistido a una generalización de las presiones inflacionistas en los últimos meses, que han llevado a la inflación subyacente al 4,8 % en septiembre, en un contexto en el que aún persisten ciertas restricciones de oferta en algunos sectores y en el que recientemente se ha producido una intensa reorientación de la demanda hacia los servicios de mayor contacto social². De hecho, en agosto, más del 40% de las rúbricas de la inflación subyacente alcanzaron tasas de inflación superiores al 4 %.

En cuanto a la evolución de la actividad, si bien el crecimiento del PIB en la UEM sorprendió al alza en la primera mitad del año — con incrementos intertrimestrales del 0,7 % y del 0,8 % en los dos primeros trimestres de 2022 —, en gran medida como consecuencia de los efectos positivos de la “reapertura” de la economía tras la eliminación de la práctica

² Véase M. Pacce, A. Del Rio e I. Sánchez (2022), «[Evolución reciente de la inflación subyacente en el área del euro y en España](#)», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 3/2022, Banco de España.

totalidad de las restricciones establecidas para contener la propagación de la pandemia, los indicadores de actividad más recientes —especialmente los de confianza, pero también los de consumo y los de producción industrial, entre otros— evidencian una pérdida notable de dinamismo en el tercer trimestre.

Ello sería reflejo, fundamentalmente, de las pérdidas acumuladas de poder adquisitivo de los hogares, de la crisis energética y sus efectos sobre las industrias más intensivas en energía, del debilitamiento de la demanda global, del endurecimiento de las condiciones financieras como resultado de la normalización de la política monetaria, y de la incertidumbre tanto en el plano económico como geopolítico. En la medida en que la incidencia de este amplio conjunto de factores probablemente siga siendo relativamente elevada en los próximos meses, cabe esperar que su impacto adverso sobre la actividad seguirá siendo apreciable en el corto plazo.



En este sentido, las proyecciones económicas más recientes referidas al área del euro contemplan una moderación de la actividad muy intensa en 2023. Así, por ejemplo, según el último ejercicio de previsiones del FMI, la tasa de crecimiento del PIB para el conjunto de la UEM pasaría del 3,1 % en 2022 al 0,5 % en 2023. Estas previsiones implican una revisión a la baja muy notable en cuanto al crecimiento en 2023 pues, en su informe de abril, el FMI esperaba un crecimiento del 2,3 % en ese año.

En lo que respecta a las previsiones de inflación, el consenso de los analistas ha venido revisando en los últimos meses estas previsiones significativamente al alza, tanto para 2022 como para 2023. En particular, el último informe del FMI sitúa la inflación de la UEM en el 8,3 % en el promedio de 2022 y en el 5,7 % en 2023, tasas 3,1 pp y 3,5 pp por encima, respectivamente, de las que esta misma institución proyectaba en abril.

En líneas generales, estas previsiones del FMI —a las que he venido refiriéndome en esta comparecencia por ser las más recientes, al haberse publicado la semana pasada— son coherentes con las de otras instituciones, como, por ejemplo, con las publicadas por el BCE y la OCDE el pasado mes de septiembre.

En cualquier caso, querría destacar que, en este momento, las proyecciones económicas están rodeadas de una extraordinaria incertidumbre. Incertidumbre que se refleja, por ejemplo, en la propia dispersión en las perspectivas económicas a un año para el área del euro que contemplan el conjunto de los analistas. En la actualidad, esta dispersión se sitúa en niveles muy elevados en el caso del PIB —cercanos a los observados en la crisis financiera de 2008— y en máximos históricos en el caso de las perspectivas de inflación.

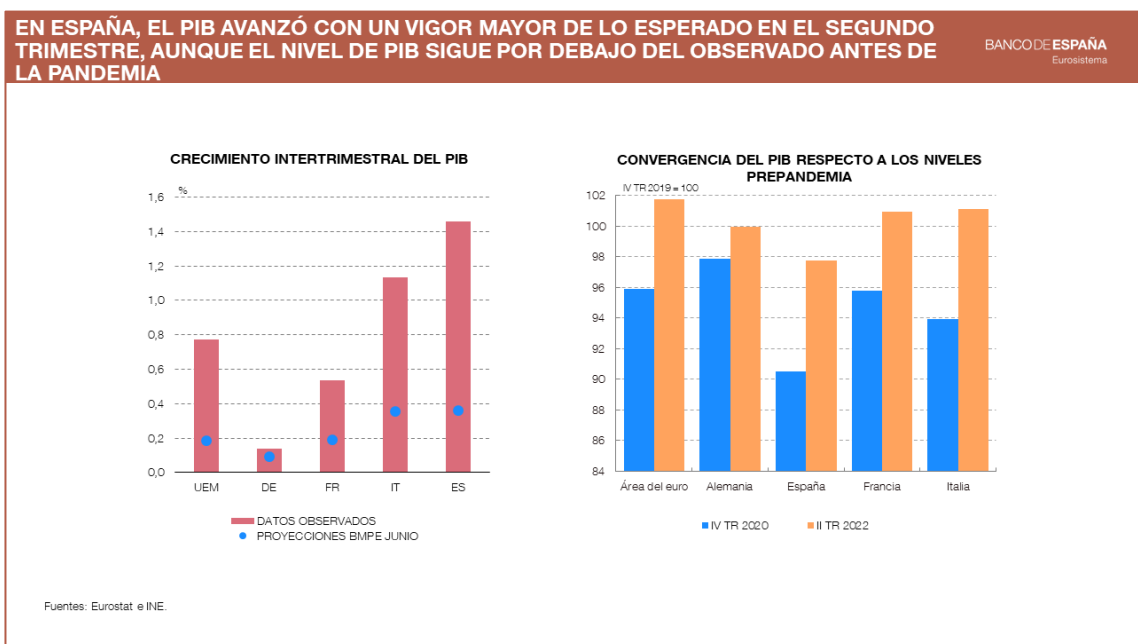
En concreto, tanto las perspectivas de crecimiento como las de inflación están condicionadas muy sensiblemente por la evolución del conflicto bélico en Ucrania, pues de ella depende, en gran medida, el comportamiento de los precios de las materias primas energéticas —principalmente, del gas y de la electricidad—, la posibilidad de que se produzcan interrupciones en el suministro de energía y cortes en la producción en algunas economías de la región —especialmente, en el caso de que el próximo invierno sea particularmente frío—, la severidad de los cuellos de botella en las cadenas de producción y de suministros, y la evolución futura de la confianza de los agentes económicos, entre otros aspectos.

En este sentido, las últimas previsiones del BCE incorporan un escenario adverso en el que se contempla la materialización de algunos de estos riesgos a la baja, así como de otros que tienen que ver, por ejemplo, con la evolución de los mercados financieros. En este escenario, el PIB de la UEM podría llegar a contraerse un 0,9 % en 2023 y la inflación promedio en dicho ejercicio podría ascender hasta el 6,9 %.

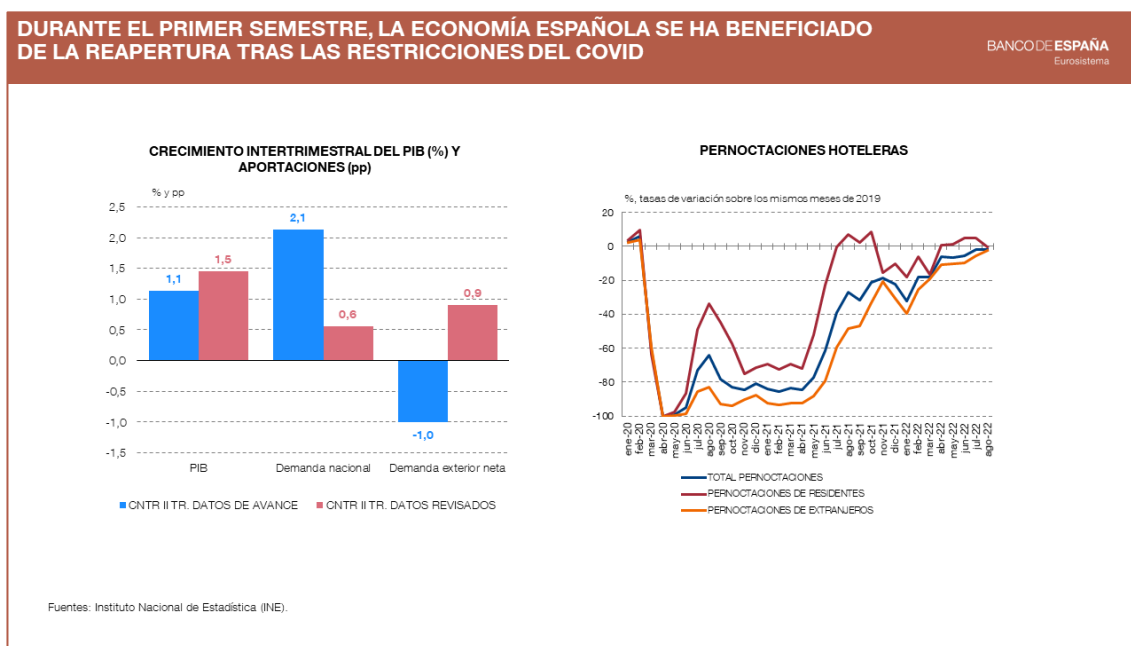
En conjunto, por tanto, se puede afirmar que los riesgos sobre los escenarios centrales de las proyecciones se encuentran orientados a la baja en el caso del crecimiento y al alza en el de la inflación.

Por supuesto, como detallaré a continuación, esta elevada incertidumbre y una gran mayoría de estos factores de riesgo también afectan al análisis y a las previsiones referidas a la economía española.

1.2 Los desarrollos recientes de la economía española

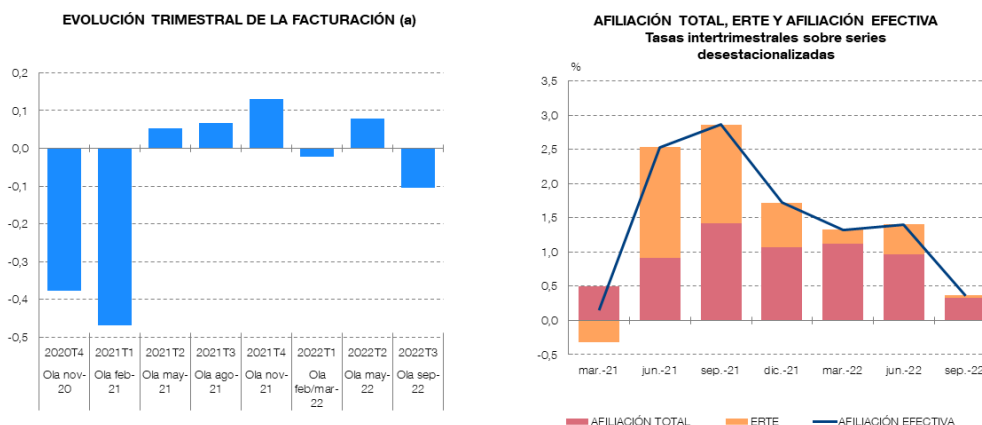


En España, el levantamiento a lo largo de los últimos meses de la práctica totalidad de las restricciones sanitarias —que se habían desplegado en las fases más agudas de la pandemia— impulsó de forma muy significativa la actividad en el segundo trimestre de este año, especialmente la de aquellos sectores más dependientes del contacto social. Así, en dicho trimestre, el crecimiento del PIB alcanzó el 1,5 % intertrimestral, tasa muy por encima del 0,4 % que se anticipaba en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España publicado en junio y también del ritmo de avance que el PIB mostró durante el mismo período en el conjunto del área del euro —del 0,8 %—.



Este crecimiento estuvo apoyado, fundamentalmente, en el dinamismo de las exportaciones, del consumo privado y de la inversión en construcción. Por el lado de la oferta, los mayores crecimientos procedieron de las ramas de servicios de mercado, especialmente de las vinculadas al ocio y al turismo, mientras que las ramas industriales mostraron una evolución algo más débil, como consecuencia, entre otros factores, de las dificultades de suministro y del encarecimiento de la energía. Además, este avance de la actividad vino acompañado de la prolongación de la fortaleza en la creación de empleo, sobre todo en términos del número de horas trabajadas, que crecieron más de un 3 % en el primer semestre del año.

En todo caso, a pesar de esta fuerte expansión del producto, en el segundo trimestre, el nivel del PIB de la economía española aún se encontraba 2,2 pp por debajo del alcanzado a finales de 2019. En cambio, en el conjunto del área del euro el nivel de actividad ya se situaba, en el segundo trimestre del año, 1,8 pp por encima de dicha referencia. En el caso del mercado de trabajo, la brecha es inferior, pero aún negativa, del -0,7 % y -0,8 %, respectivamente, según se mida en términos de las horas totales trabajadas o del número de personas ocupadas, frente a las correspondientes brechas levemente positivas (del 0,6 % y 1,7 %) que se observan en la eurozona.



Fuente: Banco de España (EBAE), Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.
(a) Índice calculado como Descenso significativo = -2; Descenso leve = -1; Estabilidad = 0; Aumento leve = 1; Aumento significativo = 2

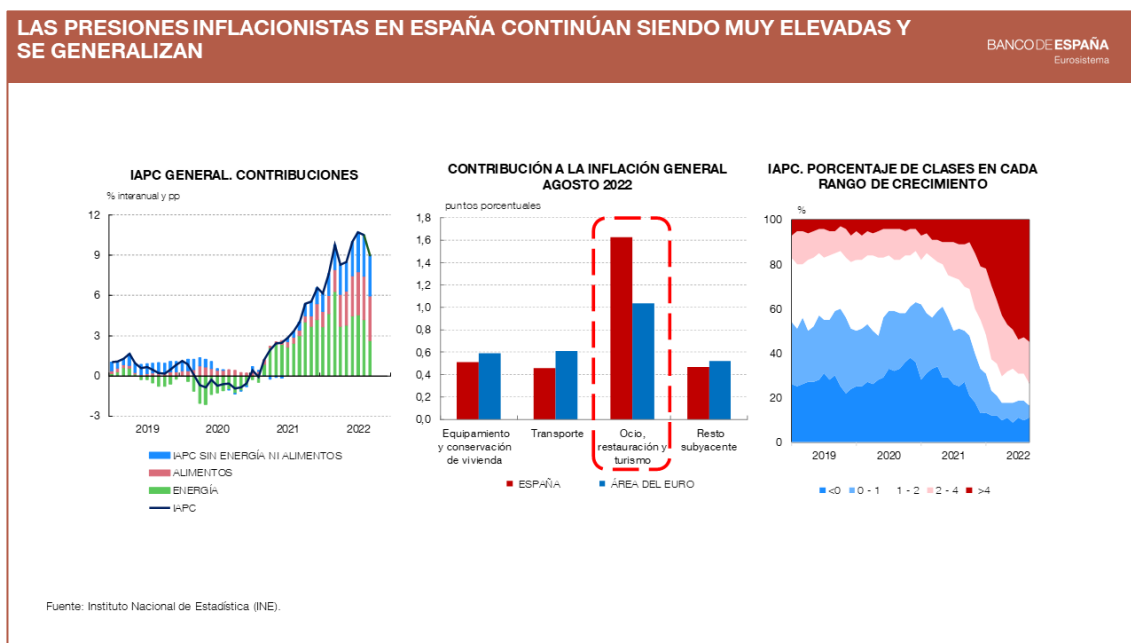
Más recientemente, un amplio abanico de indicadores apunta a que el ritmo de crecimiento de la economía española se habría desacelerado de forma significativa en el tercer trimestre. Así, por ejemplo, el avance de la afiliación a la Seguridad Social, cuyo vigor había sorprendido al alza durante la primera mitad del año, se ralentizó de manera apreciable en el tercer trimestre —mostrando un crecimiento intertrimestral desestacionalizado del 0,3 %, 0,7 pp por debajo del observado en el segundo trimestre—. Otros indicadores cuantitativos apuntan en la misma dirección, si bien para algunos de ellos aún no se dispone de toda la información referida al trimestre. Es el caso, por ejemplo, de diversos indicadores de gasto —como los relativos a las ventas minoristas y a la matriculación de automóviles— y de actividad —como el índice de producción industrial—.

Por su parte, los indicadores cualitativos disponibles confirman esta pérdida de impulso de la actividad en los meses de verano. En particular, los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)³ sugieren que se habría producido un descenso de la facturación de las empresas españolas en el tercer trimestre, después de la mejora observada en el trimestre anterior. En la misma línea apuntan los PMI —el indicador compuesto cayó hasta el nivel de 48,4 puntos en septiembre, en terreno contractivo, frente a los 53,6 puntos registrados en junio— y el indicador de sentimiento económico —que retrocedió hasta los 96,7 puntos en septiembre, 5,2 pp por debajo de los niveles alcanzados en junio—.

En todo caso, esta evolución reciente de la actividad económica presentaría una notable heterogeneidad sectorial. En particular, como ya se observó en el segundo trimestre, las ramas más beneficiadas por el fin de las restricciones sanitarias asociadas a la pandemia —como la hostelería y el ocio— estarían mostrando en los últimos meses un mayor dinamismo relativo, especialmente en comparación con las manufacturas.

³ Véase M. Izquierdo (2022), «[Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2022](#)», Notas Económicas, Boletín Económico, 3/2022, Banco de España.

Al igual que sucede en el contexto global y europeo, esta desaceleración reciente de la actividad económica española sería fundamentalmente el reflejo del impacto adverso sobre la misma de un cúmulo de factores, que, en gran parte, estarían muy influidos por el desarrollo de la guerra en Ucrania. Entre dichos factores destacan, sin duda, la persistencia de tasas de inflación elevadas, el endurecimiento de las condiciones financieras, el mantenimiento de determinadas distorsiones o cuellos de botella por el lado de la oferta, la reducción de la confianza de los agentes, y la existencia de un elevado grado de incertidumbre. Estos factores no solo habrían contribuido a un debilitamiento de la actividad en el tercer trimestre de este año, sino que, previsiblemente, seguirán presionando a la baja las perspectivas de la actividad económica española en los próximos trimestres.



Antes de presentar dichas perspectivas, permítanme que detalle cuál ha sido la evolución reciente de los precios en nuestro país. El IAPC se situó en septiembre en el 9%. Como en el caso del área del euro, alrededor de un 50% y un 30% de este incremento interanual se debe a la evolución de los componentes energético y de alimentos, respectivamente, incluidos sus efectos indirectos sobre la inflación subyacente.

De hecho, el retroceso de la inflación en septiembre —desde el 10,5 % registrado en agosto— estuvo explicado, fundamentalmente, por la desaceleración de los precios energéticos y, en menor medida, por la de los precios de los servicios. Ello fue parcialmente compensado por el mayor ritmo de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos.

En todo caso, incidiendo en la persistencia y en el carácter generalizado de las actuales presiones inflacionistas, la inflación subyacente se situó en el 4,8 % en septiembre —solo una décima menos que en agosto— y, en este mismo periodo, un 55 % de las partidas del IAPC registraron avances interanuales de los precios por encima del 4 % —en enero de este año, este porcentaje se encontraba por debajo del 25 %—. Estas dinámicas se han visto favorecidas, sin duda, por la persistencia y la magnitud del incremento de los precios de la energía y de otras materias primas en los últimos trimestres, repuntes que se han ido

trasladando al precio del resto de bienes y servicios de consumo con una intensidad mayor a la observada antes de la pandemia⁴.

Hay que tener en cuenta, además, que, de acuerdo a las estimaciones del Banco de España, las distintas medidas adoptadas por las autoridades para contener la inflación habrían contribuido a reducir la tasa de la inflación general (en agosto) en algo más de 3 pp, siendo el mecanismo para limitar el precio del gas utilizado en la generación de electricidad la medida que habría tenido un impacto mitigador más elevado —ligeramente superior a 1 pp—.

Por otra parte, no se aprecian, por el momento, efectos de segunda vuelta significativos sobre la inflación a través de los salarios, mientras que los márgenes empresariales se mantienen relativamente contenidos en términos agregados.

Así, con información hasta el mes de septiembre, los convenios colectivos con vigencia en 2022 han pactado un incremento salarial medio del 2,6 %⁵, si bien el porcentaje de trabajadores cubiertos por cláusulas de salvaguarda frente a la inflación ha repuntado hasta casi el 25 % —desde el 16,1 % registrado en 2021⁶—, lo que eleva los riesgos de que puedan llegar a producirse en el futuro efectos de segunda ronda sobre la inflación más intensos que los observados hasta la fecha.

En lo que respecta a los márgenes empresariales, durante la primera mitad de este año, el margen de explotación de la empresa mediana de la Central de Balances Trimestral del Banco de España mostró una cierta estabilidad, situándose en niveles similares a los observados antes del comienzo de la pandemia⁷. Por su parte, según la información de las cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales, la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de las sociedades no financieras, que había recuperado los niveles previos a la pandemia a finales de 2021, experimentó una caída en los dos primeros trimestres de 2022. En cualquier caso, es importante destacar que estos desarrollos agregados ocultan una considerable heterogeneidad entre sectores y empresas⁸. Así, por ejemplo, la información por ramas de actividad de la Contabilidad Nacional Trimestral apunta a un comportamiento más dinámico de los márgenes empresariales del sector manufacturero y de las industrias extractivas, de energía y agua, en contraste con la atonía que muestran los márgenes en el sector de la construcción.

⁴ Véase González Mínguez, J.M., Hurtado, S., Leiva-León, D. y Urtasun, A. (2022), “De la energía al resto de componentes: la generalización del fenómeno inflacionista”, Artículos Analíticos, Boletín Económico, Banco de España, de próxima publicación.

⁵ Este aumento refleja mayoritariamente lo pactado en convenios firmados en años anteriores. El incremento salarial acordado hasta septiembre de este año en los convenios de nueva firma también se ha mantenido relativamente contenido, en torno al 2,9 %.

⁶ Este porcentaje se elevaría hasta el 45% con la información parcial disponible referida al año 2023.

⁷ Para más detalles, véase A. Menéndez y M. Mulino (2022), «[Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2022](#)», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 3/2022, Banco de España.

⁸ Para más detalles sobre la heterogeneidad en la evolución de los márgenes a nivel empresa, véase R. Blanco, A. Menéndez y M. Mulino (2022), «[Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2022](#)», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 3/2022, Banco de España.

1.3. Las proyecciones macroeconómicas de la economía española

**ELEMENTOS PRINCIPALES QUE CARACTERIZAN LAS PROYECCIONES
MACROECONÓMICAS 2022-2024 DEL BANCO DE ESPAÑA**

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

Con respecto al ejercicio de junio:

Además:

- Sorpresa positiva en el **crecimiento de 2T**
- Reiteradas **sorpresas al alza en la inflación**
- Corte de la práctica totalidad del **suministro de gas ruso** por gaseoducto hacia Europa
- **Tipos de interés** más altos
- **Coste de la energía** más elevado a futuro
- Menor **demanda externa**
- **Euro** más depreciado
- Menor despliegue del **programa NGEU** en 2022 y 2023, pero algo mayor en 2024

- Sin medidas severas de **raционamiento de gas** (capacidad moderada para sustituir el gas ruso en el corto plazo)
- Sin escalada adicional en la **guerra en Ucrania**, pero sin una resolución temprana del conflicto, ...
- ... ni de los **cuellos de botella** (mejora muy gradual a lo largo de 2023) ...
- Sin **efectos de segunda vuelta** significativos
- Solo con **medidas de política económica** ya aprobadas y por la duración anunciada

El Banco de España publicó el pasado 5 de octubre la actualización de sus proyecciones macroeconómicas para la economía española⁹. Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 10 de junio, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces y hasta finales de septiembre. Dicha información incluye, en particular, los datos más recientes de la Contabilidad Nacional Anual, de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) y de las Cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales. En conjunto, esta nueva información, especialmente el dato de crecimiento del PIB del segundo trimestre de este año, configura un punto de partida de la actividad en el actual ejercicio de proyección algo más favorable de lo que se anticipaba en junio, lo cual tiene una especial relevancia, al alza, en términos de la tasa media de crecimiento del PIB en 2022.

El nuevo ejercicio de previsiones también incorpora los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de distintas variables clave en el ejercicio. En línea con los desarrollos que he comentado a lo largo de mi intervención, las diferencias más destacadas entre los supuestos actuales y los de junio se refieren a los precios de la energía —más reducidos en el caso del petróleo, en línea con el menor dinamismo de la actividad global, pero significativamente más elevados en lo que respecta al gas—, a los tipos de interés —más altos que entonces tanto a corto como a largo plazo—, al tipo de cambio del euro —más depreciado ahora— y a los mercados de exportación —cuyo ritmo de crecimiento se ha revisado a la baja en 2023 y, en menor medida, en 2024—.

Como ya he mencionado, tras el repunte de la actividad del segundo trimestre, diversos desarrollos —que se han visto potenciados por la guerra en Ucrania— han incidido negativamente sobre la actividad en los meses de verano y han ensombrecido las

⁹ Véase “[Proyecciones macroeconómicas para la economía española \(2022-2024\)](#)”, «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 3/2022, Banco de España.

perspectivas económicas a escala global, europea y española de cara a los próximos trimestres. En particular, el aumento de la incertidumbre geopolítica y el recrudecimiento reciente de la crisis energética en Europa —como consecuencia de las interrupciones del suministro de gas procedente de Rusia— han tenido consecuencias globales, lastrando el crecimiento económico e incrementando las presiones inflacionistas. Todo ello ha afectado a las decisiones de gasto de los agentes privados, en España y en otros países, al dañar su confianza y exacerbar la pérdida de renta real que ya estaban experimentando con anterioridad. Además, la persistencia de las pronunciadas sorpresas al alza en el crecimiento de los precios de consumo ha llevado a un endurecimiento de las políticas monetarias a escala internacional, lo que ha dado lugar a una menor laxitud de las condiciones financieras.

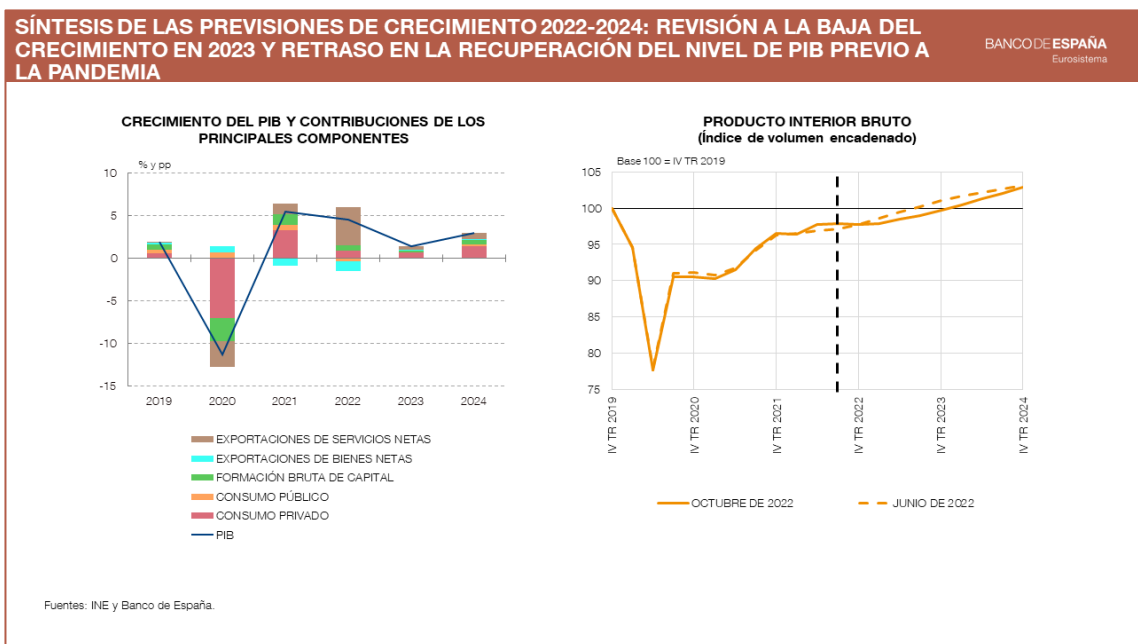
En esta coyuntura tan compleja, y con las cautelas que se desprenden del hecho de que la información cuantitativa disponible para los meses de agosto y septiembre es todavía incompleta, se estima que el crecimiento del PIB español en el tercer trimestre del año podría haberse situado en el 0,1 % en tasa intertrimestral, lo que implica una desaceleración significativa del ritmo de avance del producto, desde el 1,5 % observado en el segundo trimestre. No obstante, como indicación de la elevada incertidumbre que rodea esta previsión, cabe mencionar que el rango de previsiones oscila entre el +0,5% y el -0,5% de acuerdo con los diferentes modelos econométricos utilizados en el Banco de España.

De cara a los próximos trimestres, un supuesto crucial sobre el que descansan las proyecciones son las sendas de los precios del gas y de la electricidad. En concreto, las proyecciones se construyen tomando como base las cotizaciones del gas en los mercados de futuros del Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS)¹⁰. Esto supone asumir que los precios negociados en estos mercados resumen toda la información relevante acerca del escenario más probable con respecto a las posibilidades de que las economías europeas puedan continuar diversificando geográficamente sus importaciones de gas —de forma que sustituyan las que hasta ahora procedían de Rusia por las de otros países productores—, reemplazando el gas por otras fuentes de energía y poniendo en marcha medidas de ahorro energético. Además, las cotizaciones del gas en los mercados de futuros estarían capturando de algún modo el escenario más probable acerca del ritmo al que se irá desvaneciendo el impacto de la incertidumbre actual sobre las decisiones de gasto de los agentes.

En los trimestres más inmediatos, los elevados precios del gas y de la electricidad afectarán adversamente a la actividad económica. Sin embargo, el propio encarecimiento del gas, junto con las medidas adoptadas a escala europea para contener su utilización, limitarán la demanda de esta materia prima. Ello permitiría que, aunque el suministro a la Unión Europea de gas procedente de Rusia se interrumpiera por completo, no fueran necesarios, bajo este escenario central, racionamientos severos de esta materia prima.

¹⁰ En concreto, se toman los precios del gas en los mercados de futuros hasta el plazo de un año. A partir de entonces, se considera que, debido a la escasa liquidez del mercado, los precios negociados no son muy representativos, por lo que se opta por mantener constante el precio de esta materia prima en los niveles a los que cotizan los futuros para octubre de 2023 hasta el final del horizonte de proyección. Por su parte, la senda de precios de la electricidad se obtiene a partir de una fórmula que aproxima la eficiencia técnica de la generación eléctrica a partir del gas con la tecnología actualmente existente. Además, se añade el coste de los permisos de emisión de CO₂. El supuesto acerca de la trayectoria de este coste coincide con el utilizado por el personal técnico del BCE en las Proyecciones macroeconómicas del BCE para el área del euro de septiembre. Finalmente, en el cálculo de la senda de precios de la electricidad se tiene en cuenta el mecanismo del tope del precio del gas hasta mayo de 2023 y la reversión de las medidas impositivas una vez transcurrido el plazo para el que han sido aprobadas.

La actividad recobraría un vigor creciente a partir de la primavera, cuando se vería impulsada por la conjunción de diversos factores. Estos incluyen un alivio gradual de las tensiones imperantes en los mercados de la energía —lo que traería consigo una recuperación progresiva de las rentas reales de los agentes, una mejora de la confianza y un fortalecimiento de la demanda exterior—, la resolución paulatina de las alteraciones que persisten en las cadenas de aprovisionamiento global y un mayor despliegue relativo de los fondos vinculados al programa Next Generation EU (NGEU)¹¹. Los flujos turísticos procedentes del exterior, que ya han recuperado prácticamente los niveles previos a la crisis sanitaria, actuarían también como soporte de la actividad, aunque su dinamismo se verá moderado en el corto plazo por los efectos del repunte inflacionista sobre las rentas reales de los potenciales turistas.

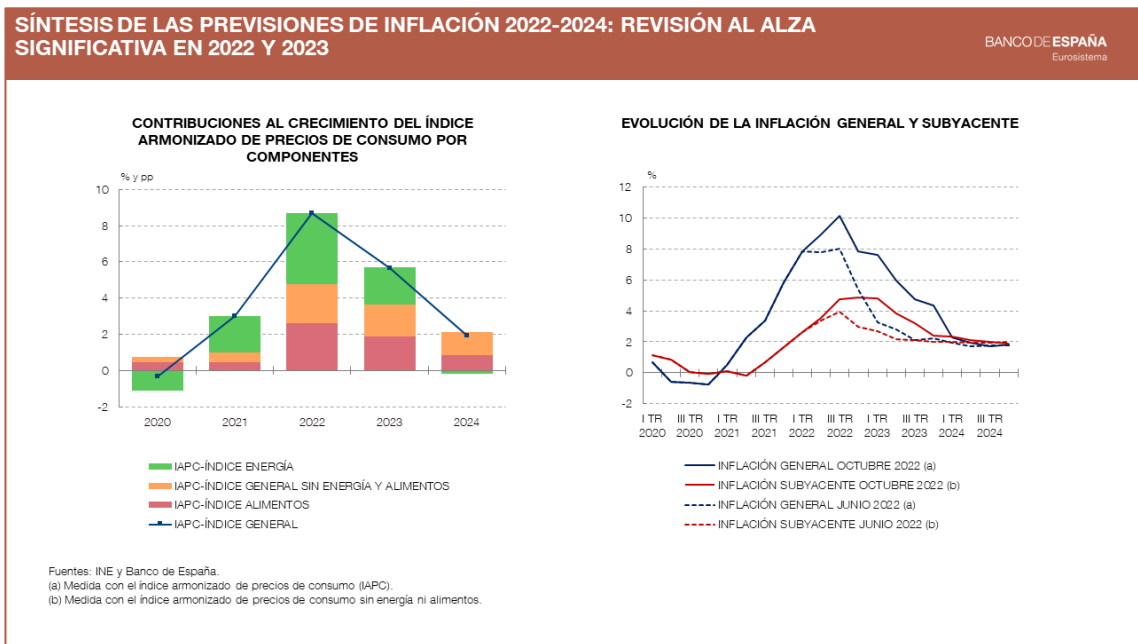


En términos de la tasa media anual, se prevé que el PIB se elevará un 4,5 % en 2022. Dada la significativa desaceleración que se prevé en la actividad económica durante la segunda mitad del año, este avance del producto reflejaría, fundamentalmente, los repuntes de la actividad que ya se han materializado hasta el segundo trimestre.

En 2023, el crecimiento del PIB se moderaría muy significativamente, hasta situarse en el 1,4 %, a resultas de la debilidad de la actividad en el segundo semestre de este año y en el primer trimestre del próximo. Cabe recordar, en este sentido, que un menor crecimiento del producto en la parte final de un año limita sensiblemente, a través de los efectos arrastre, la tasa media de crecimiento del siguiente. Por otra parte, el mayor dinamismo económico a partir de la primavera de 2023 se intensificará progresivamente, lo que permitirá que en 2024 el avance del PIB alcance el 2,9 %. La recuperación del nivel del producto previo a la pandemia se retrasaría probablemente hasta el primer trimestre de 2024, esto es, unos dos trimestres más tarde de lo proyectado en junio.

¹¹ La ejecución de proyectos asociados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) del NGEU se está desarrollando con un cierto retraso con respecto a las proyecciones de junio. Esto se traduce en una contribución más reducida al crecimiento económico en el corto plazo y más elevada hacia el final del horizonte de proyección.

En comparación con las proyecciones anteriores, las actuales comportan una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2022, de 0,4 pp, pero una revisión a la baja, de 1,5 pp, en el crecimiento proyectado en 2023.



En cuanto a la inflación, se contempla una moderación gradual de la tasa de variación del IAPC general desde sus niveles actuales. Ello responde, fundamentalmente, a la reducción esperada del ritmo de crecimiento de los componentes de energía y alimentos, en consonancia con las sendas de los precios del petróleo, del gas y de las materias primas alimenticias de los mercados de futuros.

Sin embargo, no se espera que la inflación subyacente descienda desde sus elevados niveles actuales hasta la próxima primavera. La razón es que, en los próximos meses, continuaría completándose la traslación de los recientes incrementos de costes de las empresas a sus precios de venta. Eventualmente, la culminación de esa transmisión, junto con la prolongación de los indicios recientes de desvanecimiento gradual de las persistentes distorsiones que afectan a las cadenas globales de suministro, permitirá una moderación paulatina de la inflación subyacente. Así, en términos de las tasas medias anuales, este indicador alcanzará el 3,9 % este año, y se moderará hasta el 3,5 % y el 2,1 % en 2023 y 2024, respectivamente. Por su parte, la inflación general se desacelerará desde el 8,7 % de 2022 hasta el 5,6 % y el 1,9 %, respectivamente, de cada uno de los dos años siguientes.

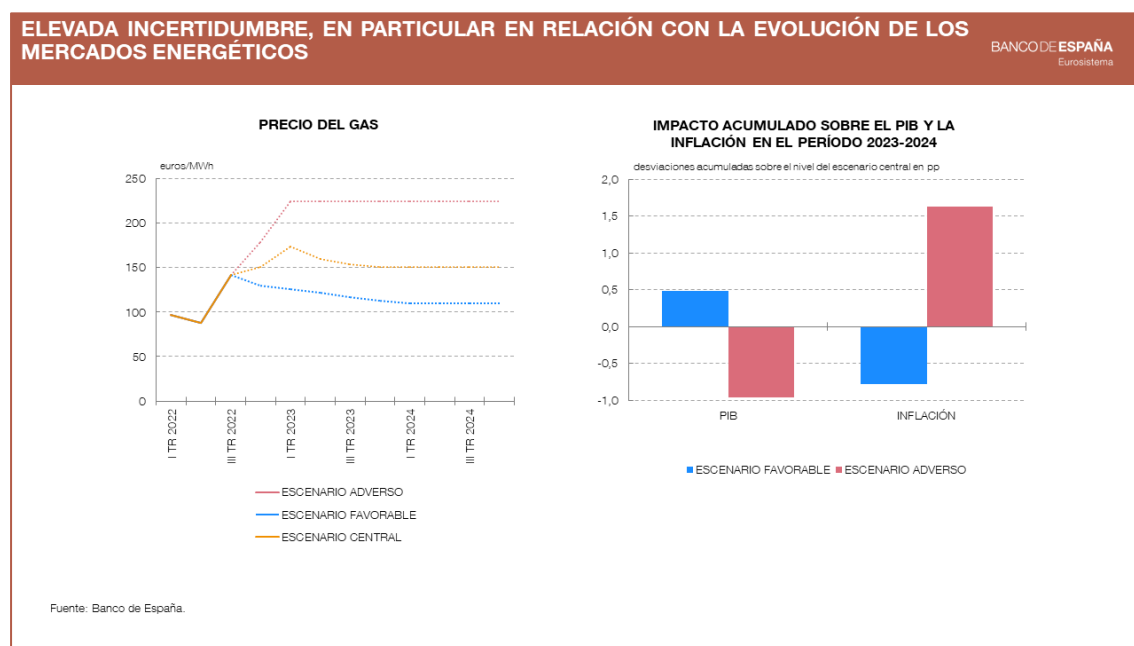
Estas proyecciones descansan sobre dos supuestos muy relevantes. Por un lado, la evidencia disponible indica que los precios de los bienes y servicios no energéticos han respondido a las perturbaciones de los precios de la energía de forma más rápida en el episodio inflacionista actual de lo que lo han hecho, por término medio, en el pasado. Por este motivo, se asume que la traslación por parte de las empresas de los aumentos de costes energéticos pasados a los precios de venta finales se encuentra ya en un estado relativamente avanzado de culminación. Por otro lado, la respuesta de los salarios al repunte inflacionista ha sido, hasta la fecha, moderada. De cara al futuro, se considera que

esta respuesta continuará siendo relativamente contenida, lo que evitará que se desencadenen fenómenos de retroalimentación entre los crecimientos de los salarios y los de los precios finales.

En comparación con las proyecciones de junio, las sorpresas recientes en el avance de los precios —que se explican, en gran medida, por un encarecimiento de las materias primas energéticas y alimenticias mayor del esperado entonces, y por una transmisión más rápida de dicho encarecimiento hacia los precios de otros bienes y servicios— comportan un punto de partida más elevado. Este nuevo punto de partida, junto con las nuevas sendas previstas de cara al futuro para los precios de la energía y un euro más depreciado, implica tasas para la inflación general y para la subyacente más elevadas y persistentes en el tiempo de lo proyectado en junio.

1.4 Los elementos de riesgo sobre las proyecciones

Como ya he mencionado anteriormente, al referirme a las previsiones del consenso de los analistas para la economía mundial y para la del área del euro, las perspectivas para la economía española que acabo de describir están sometidas a un elevado grado de incertidumbre, y los riesgos sobre las mismas se encuentran orientados a la baja para la actividad y al alza para la inflación.



El principal riesgo se deriva de la materialización de desarrollos en los mercados energéticos que puedan diferir significativamente de los contemplados en el escenario central. Estos riesgos, que, en principio, se localizarían fundamentalmente en el mercado del gas, podrían manifestarse tanto a través de la evolución de los precios —que pueden seguir una trayectoria inferior o una superior a la del escenario central— como a través de las cantidades —de modo que puedan observarse mayores problemas de suministro de los considerados o bien una ausencia plena de restricciones al uso del gas—.

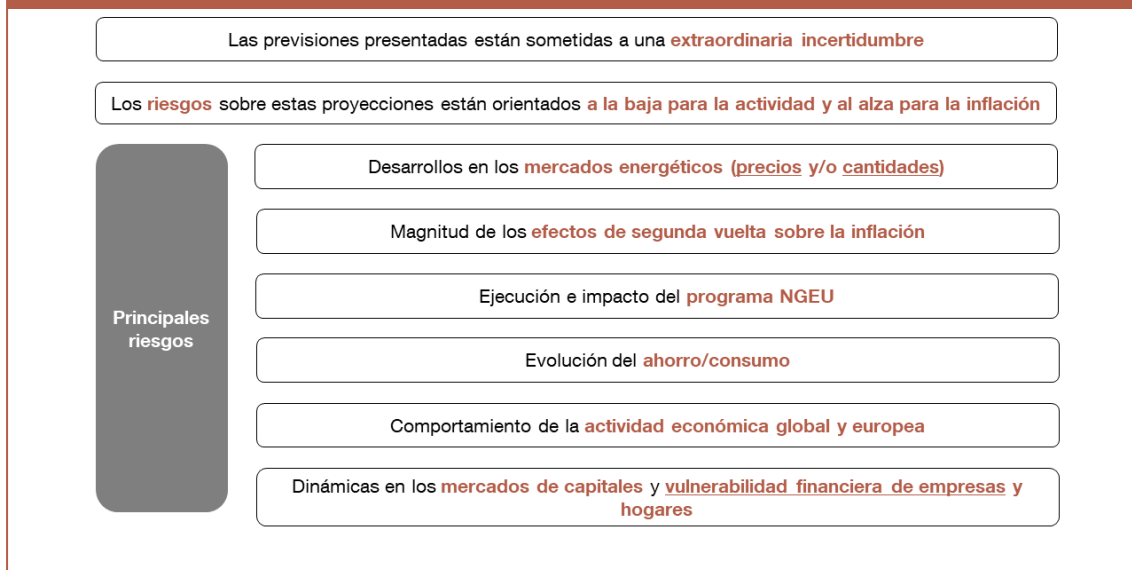
En este contexto, la realización de distintos ejercicios de sensibilidad resulta de utilidad para valorar el impacto que, sobre el crecimiento y la inflación, podrían tener algunas variaciones relevantes en los supuestos relativos a las dinámicas del mercado del gas natural contemplados en el escenario central. Esta es la vía que el Banco de España ha seguido a la hora de presentar sus proyecciones más recientes.

En primer lugar, en el caso de la evolución de los precios del gas, se considera un escenario desfavorable en el que el precio de esta materia prima se incrementa gradualmente hasta situarse, en enero de 2023, en el máximo que alcanzó el pasado mes de agosto, nivel de precios que se mantendría durante el resto del horizonte de proyección. Las simulaciones realizadas con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) sugieren que, bajo este escenario, el nivel del PIB en 2024 sería 1 pp inferior al implícito en las actuales proyecciones, mientras que la inflación sería 1,1 pp más elevada en 2023 y 0,5 pp superior en 2024.

En segundo lugar, también se contempla un escenario favorable, en el que, en comparación con el central, los precios del gas se sitúan en niveles más reducidos desde octubre de 2022. En concreto, el supuesto realizado es que los precios disminuyen linealmente hasta enero de 2024, momento en que alcanzan el nivel marcado en los mercados de futuros para las operaciones a ese horizonte temporal. Posteriormente, se estabilizan en esa cota hasta diciembre de 2024. Este escenario daría lugar a una mayor reducción de las tasas de inflación y a unos ritmos de avance de la actividad más intensos a partir de 2023 de lo proyectado bajo el escenario central. En concreto, el nivel del PIB aumentaría en 0,5 pp, en términos acumulados hasta 2024, en relación con el previsto en el escenario central, mientras que la inflación sería 0,8 pp menor.

Finalmente, en lo que respecta a las cantidades, se ha elaborado un único escenario alternativo. En dicho escenario, se asume que la capacidad de Europa para sustituir en el corto plazo las importaciones de gas procedentes de Rusia es limitada —ya sea porque no resulta sencillo encontrar suministradores alternativos, porque no es fácil sustituir el gas por otra fuente de energía, porque la demanda es elevada ante un invierno más frío de lo habitual, o por cualquier otra causa—¹². En este caso, la actividad crecería, en el bienio 2023-2024, 0,4 pp menos de lo previsto en el escenario central, mientras que la inflación sería 0,2 pp más elevada.

¹² En concreto, se asume que esta capacidad de sustitución se sitúa en la parte baja del rango de elasticidades de sustitución considerado en Quintana (2022). En cambio, en el escenario central se asume que esa elasticidad de sustitución se encontraría en la parte alta de dicho rango —como consecuencia de los preparativos que muchos países europeos han venido desplegando en los últimos meses para limitar el impacto económico de un corte en el suministro de gas ruso—, lo que se correspondería con una capacidad de sustitución relativamente moderada en el corto plazo. Véase Quintana, J. (2022), [“Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea”](#), Boletín Económico 2/2022, Banco de España.



Las proyecciones están sometidas, además, a otros elementos de riesgo adicionales.

Una primera fuente de incertidumbre está asociada al grado de traslación de los aumentos de precios y costes recientes al resto de los precios de la economía y a los salarios. En este sentido, la intensidad con la que está teniendo lugar la transmisión de los mayores costes de producción a los precios finales en los últimos meses, unida a la mayor presencia de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación en los convenios colectivos¹³, habría elevado la probabilidad de que se desencadenen efectos de segunda vuelta o de realimentación entre precios y salarios significativos, y, por tanto, de que se produzca un agravamiento adicional del proceso inflacionario, con consecuencias adversas sobre la competitividad exterior y sobre la actividad y el empleo.

En efecto, las simulaciones efectuadas con el MTBE sugieren que una eventual materialización de estos efectos de segunda vuelta podría tener —en comparación con un escenario en el que dichos efectos presentaran una incidencia relativamente contenida— un impacto negativo sobre el nivel de actividad y empleo superior a 1 pp en términos acumulados hasta 2024 y ligeramente por encima de 2 pp en el caso del nivel de precios¹⁴.

Además, la persistencia del actual episodio de elevados crecimientos de precios incrementa los riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, que han repuntado, aunque modestamente, en los últimos meses. Un eventual desanclaje de dichas expectativas afectaría, ya en el presente, a las decisiones de empresas y trabajadores en los procesos de formación de precios y salarios, lo que intensificaría aún más las actuales presiones inflacionistas y exigiría una respuesta más contundente de la política monetaria.

¹³ Las cláusulas de salvaguarda afectan ya al 24,4 % de los asalariados con convenio cerrado para 2022, frente al 16,1 % que suponían a finales de 2021. Para 2023, estas cláusulas afectan a un 45% de los asalariados con convenio cerrado para ese año, aunque estos convenios solo aplican, por el momento, a un número limitado de trabajadores.

¹⁴ Véase “[Proyecciones macroeconómicas para la economía española \(2022-2024\)](#)”, «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 1/2022, Banco de España.

Por otra parte, dado lo elevado de su magnitud, un foco adicional de incertidumbre tiene que ver con el ritmo con el que se implementen los proyectos de inversión asociados al programa NGEU y su impacto sobre la economía. La revisión del impacto que estos fondos han tenido en los últimos ejercicios de proyección del Banco de España son un buen ejemplo de esta incertidumbre. Así, en 2021, el Banco de España estimó inicialmente en marzo de ese año un impacto sobre el crecimiento del PIB del uso de los fondos de aproximadamente un punto porcentual. La información más reciente ha reducido este impacto a alrededor de 0,2 pp. De la misma manera, para 2022, las últimas proyecciones reducen este impacto a un punto porcentual en este año, frente al estimado a principios de año, de 1,4 pp. Respecto a 2023, las actuales proyecciones incluyen un impacto de 0,6 pp sobre la tasa de crecimiento del PIB. En la medida que el despliegue efectivo de los proyectos ligados a este programa sea más rápido o más lento respecto al asumido, esto tendría efectos potencialmente relevantes sobre la proyección de crecimiento e inflación.

Asimismo, en el contexto actual, de elevada incertidumbre, no puede descartarse un eventual repunte del ahorro por motivos precautorios que lastre el gasto de los hogares y el dinamismo del consumo agregado.

Por último, la duración e intensidad del proceso de normalización monetaria dependerá de la persistencia del episodio inflacionista actual, sobre el que, de nuevo, existe una elevada incertidumbre, relacionada también con las dudas sobre la persistencia de las perturbaciones que lo han generado. Una mayor persistencia obligaría a un endurecimiento mayor del incorporado en las proyecciones macroeconómicas, que incrementaría la vulnerabilidad de aquellos agentes con una situación económica y financiera menos saneada, lo que podría incidir sobre sus niveles de gasto en mayor medida que lo incorporado en las actuales proyecciones.

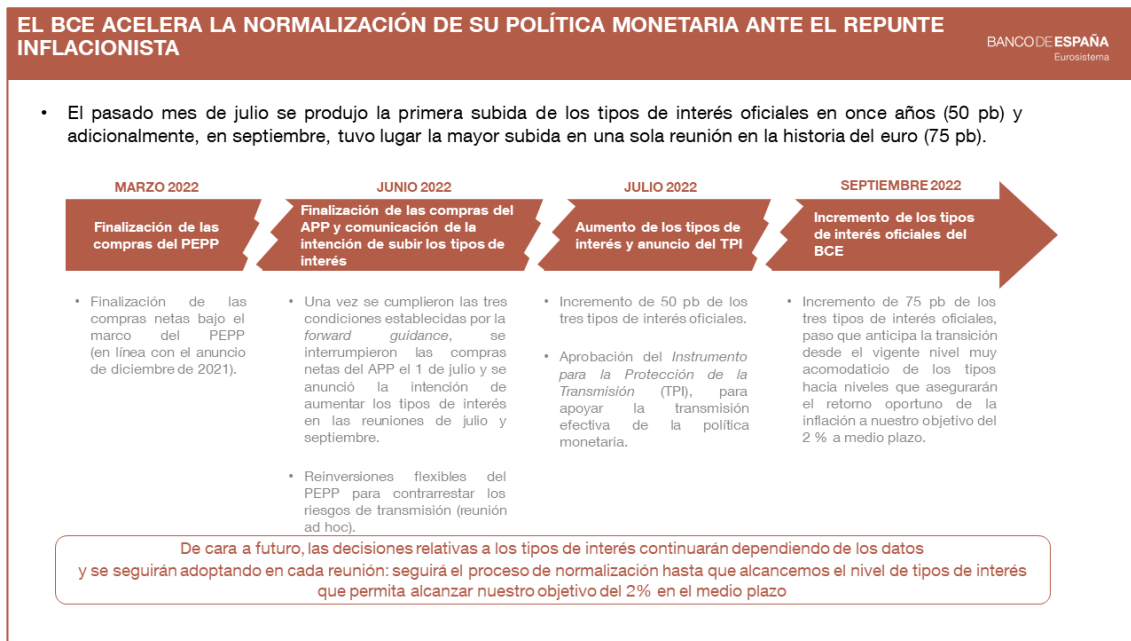
En particular, en el caso de las sociedades no financieras, de acuerdo con los resultados de un trabajo reciente del Banco de España¹⁵, el impacto del aumento observado de los tipos de interés sobre la mediana de la ratio de la carga financiera de las empresas con deuda podría suponer un incremento de la misma de unos 5,6 pp, bajo el supuesto de refinanciación total de las deudas y de los créditos a corto.

2 El papel de las políticas económicas en la coyuntura actual

En el segundo bloque de mi intervención, me gustaría compartir con sus señorías la que, en mi opinión, debería ser la respuesta de las políticas económicas a la compleja coyuntura actual, caracterizada, principalmente, como ya he venido desgranando, por una desaceleración económica y revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento para 2023, un retraso en la recuperación de los niveles de actividad tras la pandemia, unos efectos adversos muy significativos de la guerra en Ucrania sobre la economía, unas tasas de inflación más elevadas y persistentes de lo que se anticipaba unos trimestres atrás y una extraordinaria incertidumbre.

¹⁵ Para más detalles véase M. Mulino (2022), «[Una aproximación al posible impacto del aumento de los tipos de interés sobre la situación financiera de las empresas](#)», Recuadro 3, Boletín Económico, 3/2022, Banco de España.

2.1 La política monetaria del BCE



Comenzaré valorando el papel que habría de desempeñar la política monetaria en el contexto actual.

Es responsabilidad del BCE mantener la estabilidad de precios en el área del euro. Esta es la mejor contribución que la política monetaria puede efectuar para garantizar un crecimiento económico sostenible en el medio plazo, dadas las enormes distorsiones que la inflación genera sobre la actividad económica que, en buena medida, se concentran, además, en la población de rentas más bajas.

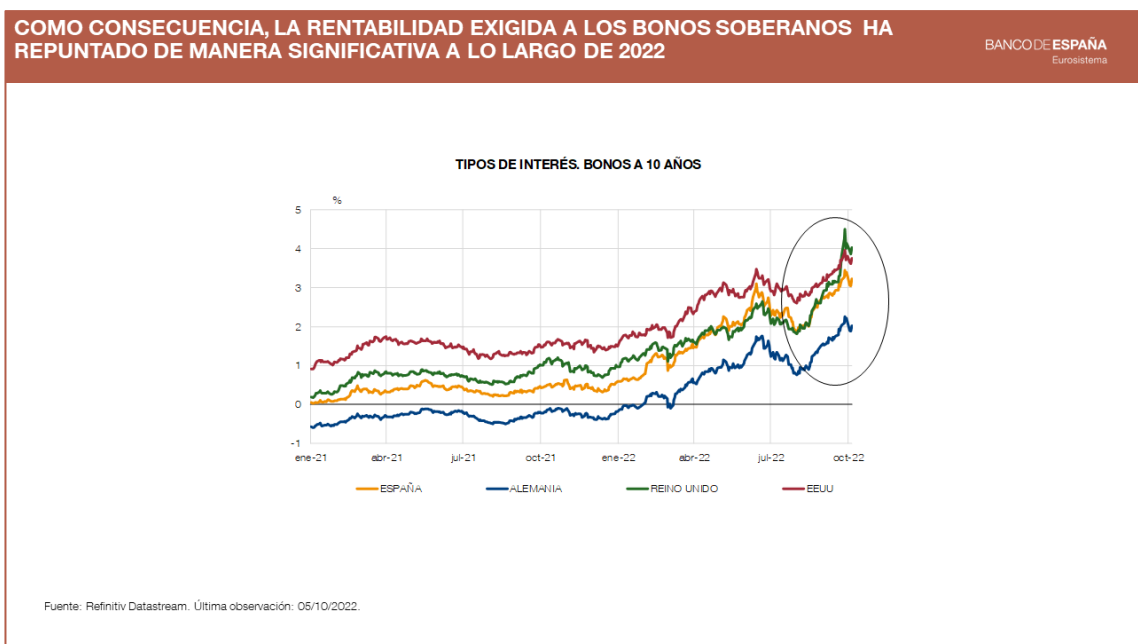
Pues bien, en el contexto de rápido repunte y elevada persistencia del episodio inflacionario, en el Consejo de Gobierno del BCE iniciamos, a finales de 2021, un proceso de normalización progresiva de nuestra política monetaria.

El primer paso fue la retirada del extraordinario estímulo monetario que implementamos al comienzo de la pandemia. Para ello, en marzo dimos por terminadas las compras netas del programa de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). El 1 de julio, una vez cumplidas las condiciones establecidas por nuestra *forward guidance*, dimos por terminadas las compras netas del programa de adquisición de activos (APP, por sus siglas en inglés). A finales de julio elevamos los tipos de interés en 50 puntos básicos, abandonando así los valores negativos por primera vez desde 2014. Y, en septiembre, los incrementamos en 75 pb, la mayor subida en la historia del euro.

Muy importantes han sido también las decisiones del BCE para lograr que la política monetaria se transmita de manera homogénea a todos los países del área del euro. Así, en una reunión ad hoc celebrada en el mes de junio, decidimos activar la flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera PEPP que vayan venciendo, como primera línea de defensa para contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión relacionados con la pandemia que estábamos observando.

Por su parte, en julio, aprobamos un nuevo instrumento, denominado Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés). Su creación surge de nuestro convencimiento de que la unicidad de nuestra política monetaria es condición indispensable para que el BCE pueda cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios. El TPI se suma así a nuestro conjunto de herramientas y, sujeto al cumplimiento de los criterios establecidos, podrá activarse para contrarrestar dinámicas de mercado no deseadas y desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la zona del euro. En concreto, bajo el TPI podremos comprar en el mercado secundario valores emitidos en jurisdicciones que experimenten un deterioro de las condiciones de financiación que no esté justificado por los fundamentos económicos con el fin de contrarrestar, en la medida en que sea necesario, los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Entre los criterios de elegibilidad para la activación del TPI, se tendrá en cuenta una serie de elementos que pretende evaluar si las jurisdicciones aplican políticas fiscales y macroeconómicas sólidas y sostenibles. Incluyen: (1) el cumplimiento del marco fiscal de la UE; (2) la ausencia de desequilibrios macroeconómicos graves; (3) que la trayectoria de la deuda pública es sostenible; (4) el cumplimiento de los compromisos recogidos en los planes de recuperación y resiliencia y las recomendaciones en el ámbito fiscal específicas formuladas en el contexto del Semestre Europeo.



Este proceso de normalización de la política monetaria se ha reflejado ya en un aumento significativo de los tipos de interés de mercado. Así, desde principios de año, el Euribor a 1 año se ha elevado en más de 318 puntos básicos y el tipo OIS a 10 años —que se suele utilizar como referencia de los tipos de interés libres de riesgo a ese plazo— lo ha hecho en unos 295 puntos básicos. Por su parte, estos aumentos han comenzado a transmitirse, parcialmente, al coste de la financiación bancaria de las empresas y las familias, lo que contribuirá a contener las presiones inflacionistas. En el caso español, la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo se ha incrementado en 2,9 pp en este año y la prima de riesgo respecto a la referencia alemana ha aumentado en 41 pb, si bien se ha mantenido estable desde la aprobación del TPI.

La actuación del BCE durante este período hay que entenderla sobre la base de la nueva estrategia de política monetaria aprobada en 2021, que establece un objetivo de inflación del 2 % en el medio plazo de carácter simétrico. El objetivo del BCE no es, por tanto, estabilizar la inflación actual observada, sino estabilizar la inflación a medio plazo. La orientación de medio plazo implica que nuestras decisiones no se basan en el último dato de inflación, ni siquiera en la que esperamos para los próximos trimestres, sino en la que prevemos en un horizonte de dos o tres años. Esto es así porque nuestras acciones afectan a la inflación de forma muy gradual, alcanzando su máximo impacto al cabo de unos dos años. Mantener el horizonte de medio plazo en la definición y consecución del objetivo es particularmente importante ante determinados tipos de shocks —como son los shocks adversos de oferta, que mueven la inflación y la actividad en direcciones opuestas en el corto plazo—.

Cabe señalar que la orientación a medio plazo no implica que los bancos centrales deban ignorar la evolución de la inflación a corto plazo, sino que significa que los datos de inflación más recientes importan en la medida en que contengan información sobre las presiones inflacionistas a medio plazo.

Por su propia naturaleza, la orientación a medio plazo requiere proyectar la senda de inflación futura. Las encuestas y los instrumentos de los mercados financieros nos proporcionan una herramienta útil a este respecto, dado que nos aportan evidencia de cómo creen los diferentes agentes (expertos, hogares, empresas y participantes en los mercados financieros) que evolucionará la inflación en el futuro. Además, los bancos centrales se basan en las previsiones de sus expertos sobre inflación y actividad económica —que generalmente se alimentan de una cantidad ingente de análisis económico y monetario— como elemento fundamental de su proceso de toma de decisiones.

De cara al futuro, de acuerdo con esta estrategia, sobre la base de que las proyecciones de inflación a medio plazo se sitúan por encima del 2%¹⁶, asegurar el retorno de la inflación a nuestro objetivo exigirá incrementos adicionales de los tipos de interés. En concreto, los tipos de interés deberán alcanzar un nivel que nos permita asegurar una convergencia progresiva a nuestro objetivo de inflación de medio plazo y la velocidad a la que lleguemos a ese nivel estará condicionada por el mismo objetivo.

En este diagnóstico, resulta relevante no solo el escenario central de proyecciones sino los riesgos asociados al mismo. En este sentido, existen distintos elementos de riesgo que juegan, y seguirán jugando a futuro, un papel fundamental en nuestras deliberaciones y decisiones de política monetaria.

El primero tiene que ver con un posible desanclaje de las expectativas de inflación de medio y largo plazo por encima del 2%. Una materialización de este riesgo sería el peor de los escenarios posibles, porque, como ya he mencionado, afectaría a las decisiones de empresas y trabajadores sobre precios y salarios en el presente. Ello elevaría aún más la

¹⁶ Hay que tener en cuenta, además, que las proyecciones de cada momento se basan, entre otros factores, en una senda futura de nuestros tipos de interés —implícita en la información de mercados financieros disponible en el momento de elaboración de las proyecciones—. Por ejemplo, las proyecciones del BCE de septiembre se elaboraron con la información disponible hasta el 22 de agosto de 2022 y asumían un nivel de tipos de interés de corto plazo del 0,2% en 2022, 2,0% en 2023 y 2,1% en 2024. Asimismo, la rentabilidad nominal de los bonos públicos a 10 años del área del euro en ese momento era del 1,6% en promedio en 2022, que aumentaba gradualmente hasta el 2,2% en 2024. Hay que tener en cuenta además que las expectativas de mercado de tipos de interés en cada momento incluyen no solo las expectativas de incrementos de tipos por parte del BCE, sino también un componente de prima de riesgo.

inflación y la haría aún más persistente, obligando a la política monetaria a adoptar medidas todavía más contundentes, con el consiguiente daño para la actividad y el empleo.

La información de la que disponemos hasta ahora no ofrece muestras de desanclaje de expectativas, pero sí algunas señales incipientes a las que hay que prestar atención. Las encuestas más recientes a expertos y analistas sitúan la inflación en 2024 en, o sólo ligeramente por encima de, el 2%. Lo mismo sugiere la información más reciente de los mercados de derivados financieros ligados a la inflación, una vez ajustada por la presencia de primas de riesgo. Sin embargo, la encuesta de expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), que elabora mensualmente el BCE, muestra en su última edición una expectativa mediana de inflación dentro de 3 años del 3%, cuando a principios de año se situaban solo ligeramente por encima del 2%. En los próximos meses permaneceremos extremadamente vigilantes a estos indicadores. De hecho, como he dicho antes, la necesidad de protegernos frente a este riesgo es uno de los motivos de la aceleración en la normalización monetaria que han supuesto nuestras últimas decisiones.

El segundo elemento de riesgo es el relativo a posibles efectos de segunda ronda, es decir, los que se producen cuando la alta inflación se traslada a los incrementos salariales y estos, a su vez, de nuevo a los precios de consumo en la medida en que las empresas busquen mantener (o aumentar) sus márgenes. Este es un escenario a evitar, toda vez que convertiría la inflación en un fenómeno mucho más persistente y, de esta forma, haría más probable el temido desanclaje de las expectativas de inflación.

Según la información disponible, no existe todavía evidencia de que se estén produciendo tales efectos, al menos de forma generalizada. Los salarios negociados en la UEM se han acelerado desde finales del año pasado, hasta alcanzar incrementos del 2,6% según los datos más recientes. Y si bien se espera una aceleración adicional en 2023, los crecimientos actualmente proyectados serían en principio compatibles con el objetivo de inflación del 2%, una vez se tiene en cuenta el crecimiento tendencial de la productividad. Por su parte, los márgenes empresariales se han mantenido también, en general, moderados, aunque con heterogeneidad entre sectores. No obstante, en la medida en que perdure la alta inflación actual, aumenta la probabilidad de que se produzcan estos efectos de segunda ronda.

Por supuesto, la magnitud de la desaceleración económica, sobre la que, como señalaba, existe una elevada incertidumbre, y sus efectos sobre la evolución salarial y los márgenes empresariales, será un determinante fundamental de las perspectivas de inflación de medio plazo y, por tanto, sobre nuestras decisiones de política monetaria.

En definitiva, nuestras próximas decisiones se basarán en la nueva información de la que dispongamos y sus implicaciones para el cumplimiento de nuestro objetivo de inflación en el medio plazo, en coherencia con el enfoque “reunión a reunión” que hemos adoptado. En todo caso, los tipos de interés deberán alcanzar un nivel que nos permita asegurar una convergencia progresiva a nuestro objetivo de inflación de medio plazo y la velocidad a la que lleguemos a ese nivel estará condicionado por el mismo objetivo.

2.2 El pacto de rentas

SE HACE NECESARIO UN PACTO DE RENTAS PARA EVITAR UNA ESPIRAL INFLACIONISTA

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- A través de este pacto, empresas y trabajadores acordarían compartir la inevitable merma de renta para la economía nacional que implica el aumento de los precios de las importaciones de materias primas.

¿Qué características debería tener este pacto?

SENSIBLE AL IMPACTO ASIMÉTRICO	Se ha de atender al impacto asimétrico de las perturbaciones actuales entre trabajadores, empresas y sectores. Esto es, debe evitarse el adoptar medidas excesivamente uniformes, que resultarían demasiado rígidas para algunos segmentos de agentes
SALARIOS	Sería deseable evitar fórmulas de indicación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguarda
PLURIANUAL	Sería conveniente contemplar compromisos plurianuales de incrementos salariales –donde las referencias nominales de la negociación deberían estar inspiradas en la evolución prevista de la inflación subyacente– y de protección del empleo
MÁRGENES EMPRESARIALES	Compromisos explícitos de moderación de los márgenes empresariales

Al margen de la política monetaria, en un escenario adverso como el actual, el resto de políticas económicas también deben jugar un papel fundamental a través de un pacto de rentas, un apoyo selectivo a los más vulnerables, un compromiso firme con la sostenibilidad fiscal, unas políticas de oferta decididas, y un refuerzo del proyecto europeo.

Como he reiterado en numerosas ocasiones, la evolución futura de nuestra economía está muy condicionada por el riesgo de que se produzca una realimentación de incrementos de precios y costes, que tendría efectos muy negativos sobre la competitividad exterior, lo que redundaría en pérdidas adicionales de empleo y crecimiento.

Para evitarlo, es imprescindible que los agentes económicos –fundamentalmente, empresas y hogares, pero también las Administraciones Públicas– interioricen la pérdida de renta que implica el encarecimiento de las materias primas importadas.

Como decía, hasta la fecha, las presiones inflacionistas se han trasladado de forma muy contenida a los salarios negociados y los márgenes empresariales se han mostrado relativamente estables. Sin embargo, la presencia de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación y la traslación de los incrementos de costes a los precios finales por parte de las empresas han aumentado. Por ello, sería deseable la firma de un pacto de rentas, en el marco del diálogo social, que acuerde el reparto de costes entre las empresas y los trabajadores, de forma que, en conjunto, todos ellos asuman una pérdida de renta real.

Este acuerdo debería tener en cuenta que las perturbaciones actuales están teniendo un impacto desigual entre distintos grupos de trabajadores, empresas y sectores. Por esta razón, el pacto debe evitar que las medidas sean de aplicación excesivamente general, de modo que no resultarían adecuadas para los diferentes segmentos de agentes. Además, sería deseable evitar fórmulas de indicación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguarda, para reducir el riesgo de que se desencadene una realimentación entre los incrementos de los salarios y los de los precios. El eventual pacto

de rentas debería contemplar compromisos plurianuales concernientes a los incrementos salariales y la evolución de los márgenes. Ello aportaría certidumbre a los hogares y a las empresas a la hora de tomar sus decisiones de gasto e inversión. Por lo que se refiere al gasto público, se debería evitar el uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas, en un contexto, además, en el que el margen fiscal se encuentra muy constreñido por el abultado endeudamiento público.

2.3 La política fiscal

LA POLÍTICA FISCAL ANTE EL ACTUAL EPISODIO INFLACIONISTA

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

La política fiscal debe evitar un impulso fiscal generalizado, que pudiera exacerbar las presiones inflacionistas ya existentes.

Las medidas que se implementen deben tener una naturaleza temporal, para no generar un incremento adicional del déficit público estructural, y deben centrarse en los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y en las empresas más vulnerables a esta perturbación.

Se deben también evitar cláusulas de iniciación automática del gasto público con el fin de acompañar el pacto de rentas del sector privado

Su diseño debe también evitar que se produzcan distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios.

Se debe acompañar del diseño de un programa de consolidación fiscal que permita reducir de manera gradual el déficit público estructural y la deuda pública

En la coyuntura actual, la política fiscal también debe jugar un papel muy relevante. En este sentido, es importante destacar que las elevadas presiones inflacionistas que venimos observando a lo largo de los últimos trimestres tienen una notable incidencia sobre algunas de las principales partidas presupuestarias. Al mismo tiempo, la política fiscal también puede condicionar sensiblemente la evolución presente y futura de los precios. Existe, por tanto, una relación bidireccional entre la inflación y la política fiscal. En el tercer bloque de mi intervención explicaré en detalle cómo la inflación puede afectar, en múltiples dimensiones, a los ingresos y gastos públicos y, por extensión, al saldo de las Administraciones Públicas (AAPP). Entretanto, permítanme que les exponga a continuación qué tipo de política fiscal sería deseable, en mi opinión, en el contexto actual.

En particular, me gustaría destacar cinco criterios a tener en cuenta en el diseño de las medidas fiscales que podrían implementarse en las actuales circunstancias.

En primer lugar, debería evitarse un impulso fiscal generalizado, no solo porque el margen de actuación de la política fiscal en nuestro país es relativamente limitado, sino también porque dicho impulso exacerbaría las actuales presiones inflacionistas. En este sentido, teniendo en cuenta que el despliegue de los proyectos de inversión asociados al programa europeo NGEU ya supone —incluso aunque la ejecución de dicho programa esté sufriendo algunos retrasos— un impulso fiscal apreciable, el resto de la política fiscal en nuestro país debería mantener un tono neutral o incluso ligeramente restrictivo. Esta combinación de un

uso intensivo de los fondos europeos —que no tiene efectos directos sobre el déficit público pero sí positivos sobre la actividad económica— y un tono neutral o ligeramente contractivo del resto de la política presupuestaria, permitiría mantener un cierto apoyo a la actividad económica —que puede ser necesario en un contexto en el que todavía no se han alcanzado los niveles de PIB previos a la pandemia— con una reducción gradual del elevado déficit público estructural que actualmente presentan las finanzas públicas en España.

En segundo lugar, dado el elevado nivel de incertidumbre actual, sería deseable que el tono de la política fiscal pudiera ajustarse con relativa celeridad en función de la materialización de los riesgos a los que me he referido con anterioridad. Por ejemplo, una mayor intensidad de las presiones inflacionistas podría requerir un mayor tono contractivo de la política presupuestaria. Esta aproximación flexible y pegada a la evolución de la actividad es, de hecho, como ya he mencionado, la que estamos aplicando en el BCE, de forma que hemos venido ajustando en los últimos meses el ritmo del proceso de normalización de la política monetaria en respuesta a la evolución de las perspectivas de inflación.

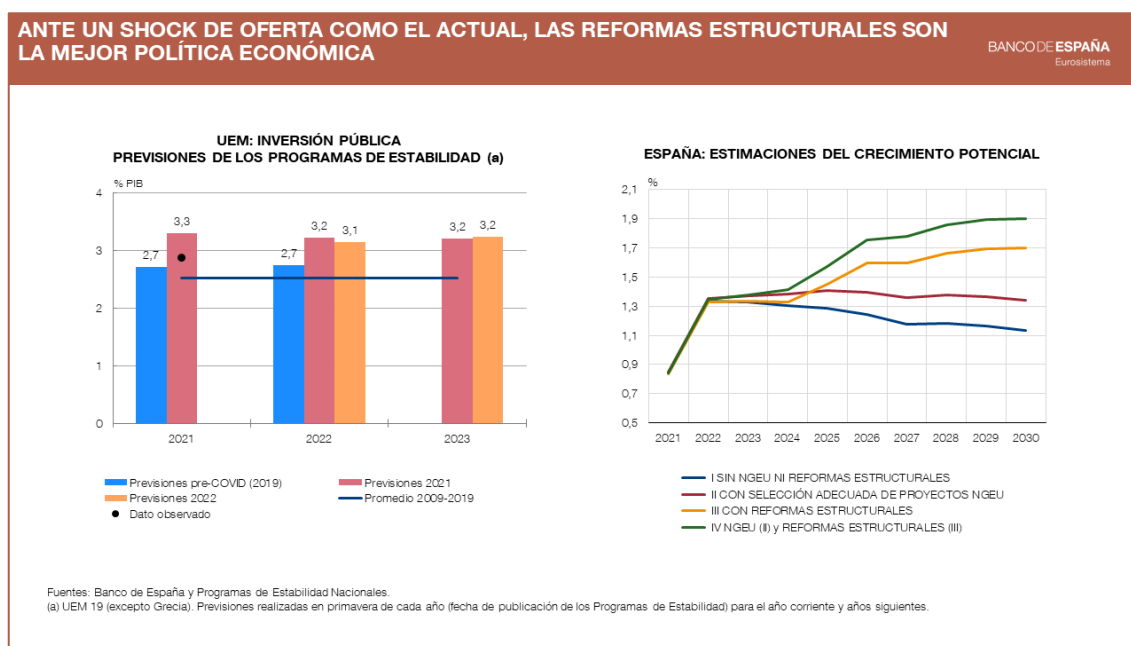
En tercer lugar, y relacionado con la necesidad de evitar un impulso fiscal generalizado, al margen del despliegue de distintos proyectos de inversión que incrementen la capacidad de crecimiento futuro de la economía española, en la coyuntura actual, sería deseable concentrar el apoyo de la política fiscal en nuestro país en los hogares de rentas más bajas —que son los que más padecen el incremento de la inflación— y en las empresas más vulnerables al marcado encarecimiento que viene observándose recientemente en muchas materias primas —energéticas y no energéticas— y a las disrupciones que persisten en algunas cadenas globales de suministro.

En cuarto lugar, las medidas que se implementen deberían tener una naturaleza temporal para no generar un incremento adicional del déficit público estructural, que, como he señalado, ya era muy elevado en la economía española incluso antes del estallido de la crisis sanitaria.

En quinto lugar, sería deseable que el diseño de las medidas fiscales que se desplieguen evite que se produzcan distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios y sobre los incentivos de los agentes económicos.

Por último, como detallaré en el último bloque de mi comparecencia, el refuerzo de la sostenibilidad de las cuentas públicas ha de desempeñar un papel determinante en las actuales circunstancias. Dicho refuerzo requiere de la definición de un plan de consolidación fiscal plurianual. Este plan debería contar con un amplio consenso político y social, acompañarse de una revisión integral de la eficiencia del gasto público y del sistema impositivo, e incorporar a todos los niveles de las administraciones públicas. Además de los beneficios de dicha estrategia en el medio y largo plazo, la definición temprana de este plan generaría mayor certidumbre y confianza en las políticas públicas, lo cual resulta particularmente relevante en el contexto de normalización de la política monetaria que he descrito.

2.4 Las políticas de oferta y el NGEU



Compensar los efectos negativos de la perturbación de oferta que estamos sufriendo exige también una aplicación ambiciosa de políticas que incrementen las tasas de crecimiento de la productividad y del PIB potencial. Es decir, la respuesta óptima de la política económica a un shock de oferta negativo, como el actual, incluye reformas estructurales —que abarquen, como no puede ser de otra manera, al mercado energético— que reduzcan las tensiones por el lado de la oferta.

El instrumento común europeo para hacer realidad esta ambición es el programa NGEU. Explotar todo el potencial que ofrece dicho programa 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 cuatro aspectos que, en mi opinión, son prioritarios.

En primer lugar, si se quiere potenciar la capacidad transformadora de los fondos NGEU, se hace necesario, como prevé el [Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia](#) (PRTR) español, que la ejecución de este programa se acompañe de la adopción de un amplio conjunto de reformas estructurales ambiciosas. 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 este sentido, en un trabajo reciente del Banco de España¹⁷ se muestra que, si en el marco del programa NGEU se seleccionasen proyectos con una elevada complementariedad entre inversión pública y privada, y la aplicación de reformas estructurales redujera las rigideces en los mercados de productos y de trabajo, la tasa de crecimiento potencial de la economía

¹⁷ Para más detalles, véase Cuadrado et al. (2022), “[El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia](#)”, Documento Ocasional 2208, Banco de España.

española al final de esta década podría situarse en torno al 2%, frente al 1% en ausencia de estos efectos.

En segundo lugar, relacionado con la selección de los proyectos en los que emplear los recursos del programa NGEU, esta debería descansar en un proceso que conduzca a la implementación de aquellas actuaciones que presenten una mayor capacidad transformadora para la economía. En este sentido, se deberían evaluar en tiempo real las distintas iniciativas —de forma que se puedan corregir con agilidad las posibles desviaciones que se produzcan con respecto de los objetivos establecidos—, y debería establecerse un sólido marco de evaluaciones a posteriori por parte de la comunidad investigadora y de los organismos independientes.

En tercer lugar, insistiendo en la importancia de seleccionar con rigor los proyectos a financiar con el programa NGEU, considerando las dificultades administrativas de gestión que ello supone y teniendo en cuenta el enfoque estructural del programa, sería deseable considerar unos plazos más dilatados para su ejecución¹⁸. De esta forma, no solo se incrementarían las posibilidades de que el programa NGEU tuviera un considerable impacto transformador sobre la economía, sino que también se evitaría un impulso fiscal excesivo en los próximos trimestres en una coyuntura que ya presenta marcadas presiones inflacionistas.

En cuarto lugar, el programa NGEU debe suponer el embrión de un mecanismo de estabilización macroeconómica de carácter permanente en Europa. El éxito en su ejecución debería servir para reforzar la percepción a nivel europeo acerca de la conveniencia y necesidad de crear semejante mecanismo permanente y de continuar profundizando en el avance del proyecto común. Esto me da pie para exponer, a continuación, mi visión sobre el papel que las políticas europeas habrían de jugar en la coyuntura actual.

¹⁸ En virtud de la Regulación Europea 2021/24 y de los acuerdos firmados entre la Comisión Europea y el Gobierno de España, el 60% de los fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia deberían consignarse como comprometidos a diciembre de 2022. El límite para realizar el compromiso del resto de los fondos está fijado para diciembre de 2023. La fecha límite para la petición del último tramo de desembolsos se fija en el tercer trimestre de 2026, sujeto al cumplimiento de los hitos y objetivos asignados a tal efecto.

2.5 Las políticas a nivel europeo

NECESIDAD DE MANTENER Y PROFUNDIZAR EN UNA RESPUESTA CONJUNTA EUROPEA

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- Este episodio nos ha demostrado que **las políticas estructurales** que favorezcan la integración y la interconexión de los mercados europeos —en particular, los energéticos— y refuercen el mercado único no solo permitirán una mayor resistencia a las perturbaciones de oferta negativas, sino que también redundarán en un aumento de la competitividad.
- Se hace también necesario **establecer mecanismos de financiación conjunta** que permitan salvaguardar ese esfuerzo común sin lastrar excesivamente o de forma muy desigual las finanzas públicas nacionales, así como mecanismos de compartición de riesgos en la UE y el establecimiento de un marco fiscal europeo que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas nacionales
- La UEM necesita dotarse de una **capacidad de estabilización macroeconómica permanente**, con capacidad impositiva y de endeudamiento, que complemente la **acción de la política monetaria única**.
- **Se hace también imprescindible** completar la Unión Bancaria, con la construcción de un sistema europeo de garantía de depósitos. Y **avanzar en la construcción de la Unión de los Mercados de Capitales**.

La invasión rusa de Ucrania ha revelado con crudeza las vulnerabilidades de la UE en sectores clave, como el de la energía, así como la notable disparidad entre los países miembros en cuanto a su exposición relativa a estas vulnerabilidades. Un desafío de esta magnitud subraya la importancia de responder de forma conjunta a los riesgos comunes. En este sentido, al igual que frente a la pandemia del COVID-19, la respuesta europea a la guerra de Ucrania debe ser, una vez más, más Europa.

Esta decidida respuesta común debe aplicarse tanto a las medidas de corto plazo que permitan afrontar los potenciales problemas de suministro energético en los próximos trimestres —en línea con las propuestas recientes planteadas por la Comisión Europea—, como a aquellas iniciativas que presenten un carácter más estructural, de medio y largo plazo.

En este sentido, la guerra en Ucrania nos ha demostrado que las políticas estructurales que favorezcan la integración y la interconexión de los mercados europeos —en particular, de los energéticos—, y que refuercen el mercado único, no solo permitirán una mayor resistencia a las perturbaciones, sino que también redundarán en un aumento de la competitividad.

Del mismo modo, se hace necesario establecer mecanismos de financiación conjunta que permitan salvaguardar ese esfuerzo común sin lastrar excesivamente o de forma muy desigual las finanzas públicas nacionales y sin generar distorsiones en el mercado único. La existencia de una financiación común permitiría financiar programas a gran escala sujetos a un estándar de calidad común y evaluar su cumplimiento de manera homogénea.

Indudablemente, los avances que se produzcan en esta dirección deberían ir de la mano del establecimiento de un marco fiscal europeo que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas nacionales, pues ello es imprescindible para el buen funcionamiento de la UEM. Sobre esta cuestión profundizaré en el tramo final de mi intervención.

Todo ello, sin olvidar que también resulta indispensable avanzar en la ampliación de los mecanismos —públicos y privados— de compartición de riesgos en la UE. En particular, la UEM necesita dotarse de una capacidad de estabilización macroeconómica permanente, con capacidad impositiva y de endeudamiento, que complemente la acción de la política monetaria única. También se hace imprescindible completar la Unión Bancaria, con la construcción de un sistema europeo de garantía de depósitos, y avanzar en el desarrollo de la Unión de los Mercados de Capitales.

3 El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de Seguridad Social

En esta tercera 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 contenidos en el mismo, el tono resultante de la política fiscal, y la dinámica de la deuda pública.

Antes de comenzar, me gustaría destacar tres aspectos muy relevantes a la hora de analizar el Proyecto de PGE.

En primer lugar, la disponibilidad del Plan Presupuestario que el Gobierno publicó anteayer me permitirá valorar, allí donde sea pertinente, las perspectivas fiscales para el conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP) y no solo para el Estado y la Seguridad Social. En este sentido, una novedad destacable que contiene el Plan Presupuestario este año es el planteamiento de un escenario fiscal alternativo, denominado escenario 2, que contiene una previsión alternativa de ingresos y gastos tanto para 2022 como para 2023. Me gustaría aclarar que mi valoración se referirá fundamentalmente al escenario 1, al entender que es el escenario coherente con el Proyecto de PGE objeto de mi comparecencia. Asimismo, 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.

En segundo lugar, este 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 europeas en 2023 —al igual que sucedió en 2021 y 2022—, relajando, entre otros aspectos, la exigencia de la corrección del déficit público, con el objetivo de facilitar el apoyo de la política fiscal a la actividad en la compleja coyuntura actual. No obstante, conviene tener presente que el Consejo Europeo, en el marco del Semestre Europeo, ha hecho una recomendación sobre la contención del gasto corriente, cuyo objetivo es servir como guía fiscal en 2023 mientras la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento sigue vigente. Dicha recomendación cobra una especial relevancia a la hora de valorar las previsiones de gasto contenidas en este Proyecto de PGE, a las que me referiré más adelante.

En tercer lugar, como ya he señalado con anterioridad, uno de los principales elementos que caracterizan la coyuntura actual son las elevadas presiones inflacionistas. En este sentido, valorar con rigor el Proyecto de PGE para 2023 hace indispensable analizar en detalle los distintos canales a través de los cuales la inflación incide de forma muy significativa sobre las cuentas públicas. Permítanme que profundice primero en estos diversos canales, para pasar, a continuación, a valorar el cuadro macroeconómico

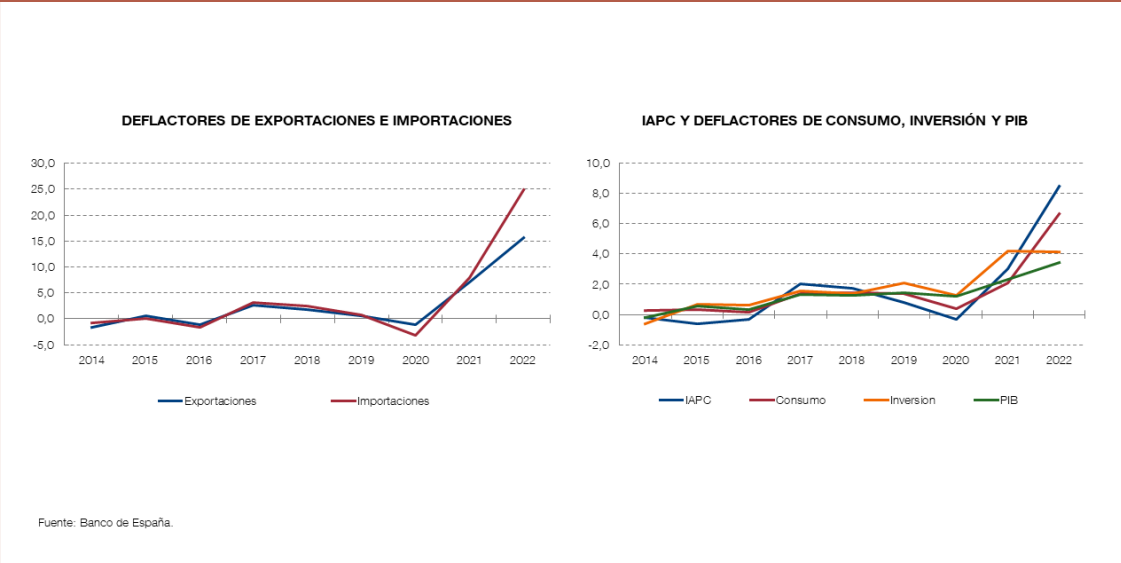
incorporado al Proyecto de PGE y el resto de aspectos clave contenidos en este proyecto presupuestario.

3.1 El impacto de la inflación sobre las finanzas públicas

Las acusadas presiones inflacionistas que vienen observándose en los últimos trimestres inciden sobre las cuentas públicas a través de diferentes canales que presentan una naturaleza, horizonte temporal y magnitud muy heterogéneas entre las principales partidas presupuestarias. Así, por ejemplo, como señalaré a continuación, algunas partidas se ven afectadas por la inflación de manera contemporánea, mientras que, en otras, el incremento de los precios tiene, fundamentalmente, un impacto desfasado en el tiempo. Por otra parte, en algunos capítulos de gastos e ingresos públicos, el incremento de la inflación tiene un efecto relativamente mecánico o automático, mientras que, en otras de estas rúbricas, la magnitud de dicho impacto depende, en gran medida, de decisiones discrecionales por parte de las autoridades.

Además, hay que tener en cuenta que no todos los incrementos de precios son igualmente relevantes para las distintas partidas presupuestarias. Así, por ejemplo, mientras que la evolución de los precios de los bienes y servicios de consumo es la medida de inflación más importante para valorar el comportamiento de la recaudación por IVA –o la evolución futura del gasto en pensiones–, en el caso del IRPF y del Impuesto de Sociedades resulta más determinante la evolución de las rentas salariales de los hogares y del excedente bruto de explotación de las empresas.

Esta consideración es particularmente relevante en el contexto actual, en el que una parte muy importante de las presiones inflacionistas tiene su origen en productos que la economía española no produce, sino que importa del exterior. En este caso, el deflactor de las importaciones crece más que el de las exportaciones –dando lugar a una pérdida real de intercambio–, y la inflación de consumo –que incluye los bienes de consumo importados– es superior al crecimiento del deflactor del PIB –que se refiere a la evolución de los precios de los bienes y servicios producidos en nuestro país y que aproxima el crecimiento nominal de las rentas domésticas–. En efecto, según la CNTR, entre el primer semestre de 2021 y el primer semestre de 2022, el deflactor de las importaciones avanzó un 25 %, frente al aumento del 15,7 % que experimentó el deflactor de las exportaciones. Por su parte, los deflatores del consumo y de la inversión crecieron, durante el mismo periodo, un 6,7 % y 4,2 %, respectivamente, mientras que el deflactor del PIB y el IPC avanzaron un 3,4 % y un 8,5 %, respectivamente.



3.1.1 Impacto sobre los ingresos públicos

Tanto en 2021 como en la parte transcurrida de este año, la recaudación impositiva en nuestro país ha venido sorprendiendo de forma sistemática y significativa al alza. Así, por ejemplo, entre el primer semestre de 2021 y el primer semestre de 2022, la recaudación por IVA aumentó un 21,7 %, mientras que la recaudación por IRPF y por cotizaciones sociales creció un 16,6 % y un 5,1 %, respectivamente. Este elevado dinamismo contrasta con los ritmos de avance observados, para estas partidas, antes de la pandemia. En particular, en el período 2017-2019, tanto la recaudación por IVA como la recaudación por IRPF crecieron a una tasa anual promedio en el entorno del 4 %.

Una parte muy importante –en torno al 70 %, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España¹⁹– del intenso crecimiento acumulado entre 2021 y 2022 de la recaudación impositiva en nuestro país tiene que ver con el avance de las bases imponibles. Por un lado, dicho avance se justificaría por la expansión de la actividad real, en un contexto, entre principios de 2021 y la parte transcurrida de 2022, de notable crecimiento tanto del consumo, como del PIB y del empleo agregado. Pero, por otro lado, una parte apreciable del incremento de las bases imponibles –en torno a dos tercios, excluyendo el efecto de las medidas fiscales– se debería al aumento de los precios, lo cual es particularmente evidente en el caso del IVA donde, para un nivel de consumo dado, la inflación eleva de forma prácticamente mecánica y contemporánea la base imponible y la recaudación.

En este contexto, es importante destacar que la falta de indexación de determinados parámetros del sistema tributario puede redundar en incrementos de la recaudación por encima de la tasa de crecimiento de los precios que afecte a cada figura impositiva. Un caso paradigmático es la existencia de tramos definidos en términos nominales en la escala del IRPF y de cantidades mínimas exentas de tributación en dicha figura. Al ser el IRPF un

¹⁹ Estas estimaciones, que incluyen el efecto de las medidas sobre las bases impositivas, están sujetas a una considerable incertidumbre y descansan sobre diferentes supuestos en cuanto a la aproximación de las distintas bases imponibles y elasticidades impositivas consideradas.

impuesto progresivo, un aumento de la inflación que se traslade a las bases tributarias, generará un incremento de la recaudación adicional al del aumento de las bases al desplazarse las rentas nominales de los hogares, impulsadas por la inflación, hacia tramos superiores de la escala.

En todo caso, es importante enfatizar que otra parte –en torno al 30 %, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España– del dinamismo de la recaudación impositiva en España en los últimos trimestres no parece deberse a la evolución de las bases imponibles nominales (aproximadas estas a partir de la información de la Contabilidad Nacional). En particular, se detecta la existencia de elevados residuos impositivos positivos, que se definen como el componente de la evolución de los ingresos públicos que no puede explicarse ni por las medidas fiscales adoptadas ni por la evolución de las bases imponibles en términos nominales, teniendo en cuenta las elasticidades estimadas de respuesta de los ingresos a las bases imponibles²⁰.

El origen de estos residuos positivos puede deberse a múltiples factores, entre los que se encuentra, por ejemplo, un posible afloramiento de la economía sumergida²¹. Analizar este origen resulta fundamental para determinar su carácter permanente o transitorio. No obstante, no resulta sencillo evaluar esta cuestión en tiempo real. En todo caso, la evidencia histórica muestra que, en ocasiones, a la existencia de estos residuos positivos le sigue una reversión – al menos parcial – en los años posteriores²². En este sentido, una aproximación prudente a la programación presupuestaria no debería tratar como permanentes los ingresos públicos asociados a estos residuos hasta que se tenga un conocimiento claro de su origen y, por lo tanto, no convendría asociar partidas de gasto permanentes al mantenimiento de dicho vigor recaudatorio.

3.1.2 Impacto sobre los gastos públicos

Por el lado de los gastos, varias partidas presupuestarias relevantes estarían afectadas, si bien de manera muy desigual, por el aumento de la inflación.

En primer lugar, las pensiones públicas se encuentran automáticamente indexadas a la evolución del IPC con un desfase de, aproximadamente, un año. De este modo, si bien las proyecciones del Banco de España anticipan un aumento medio del IPC en España del 8,7 % en 2022, el gasto en pensiones –que ha crecido un 6,1 % como consecuencia de la evolución de la inflación en 2021, pero también del aumento del número de pensionistas y de su pensión media– aún no se habría visto afectado por dicho incremento de precios,

²⁰ El modelo MTBE del Banco de España considera unas elasticidades de 1,5 para los impuestos directos a los hogares, de 0,9 para las cotizaciones sociales, de 1,2 para los impuestos directos a las empresas, y de 1 para los impuestos indirectos. Estas cifras estarían en línea con las estimadas por Price et al. (2015), "[Adjusting fiscal balances for the business cycle: New tax and expenditure elasticity estimates for OECD countries](#)".

²¹ El Plan Presupuestario hace precisamente mención a que este factor ha podido estar detrás de esta buena evolución de los ingresos. Hay que tener en cuenta, además, que en este análisis las bases imponibles se calculan a partir de la información desagregada de la Contabilidad Nacional (CN), que solo permite aproximar la verdadera base impositiva, por lo que una parte del residuo se puede deber también a esta discrepancia entre base impositiva efectiva real y afectos impositivos y su aproximación a partir de la CN.

²² Este es el caso, por ejemplo, de los elevados residuos positivos que surgieron en los ingresos públicos en España en el anterior boom inmobiliario, que desaparecieron en su mayor parte durante la crisis financiera internacional y fueron el origen de una parte significativa del incremento del déficit público en ese período.

impacto que se materializará en 2023. En este sentido, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España, por cada punto porcentual de revalorización de las pensiones con el IPC, el gasto agregado de esta partida presupuestaria aumentaría en unos 1.800 millones de euros.

En segundo lugar, los gastos de personal asociados a la remuneración de los asalariados públicos únicamente se ven afectados por la inflación en la medida en que las propias administraciones públicas adopten decisiones discrecionales para mitigar –a menudo de forma parcial y con carácter desfasado– el impacto del crecimiento de los precios sobre el poder adquisitivo de estos trabajadores. De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, por cada punto porcentual de revalorización de la remuneración de los asalariados públicos, el gasto de personal se elevaría en aproximadamente 1.400 millones de euros²³.

En tercer lugar, las compras y transferencias en especie y la inversión pública se encuentran afectados por la inflación en función de la evolución de los precios de los productos adquiridos o transferidos, en el primer caso, y del coste de los materiales y de la mano de obra, en el segundo. El impacto, relativamente contemporáneo, de la inflación sobre estas rúbricas puede verse limitado, no obstante, por la existencia de ciertos techos al gasto de las AAPP establecidos en términos nominales, así como por la existencia de limitaciones a las actualizaciones de los precios derivados de los concursos. En este caso, y en la medida en que estos límites nominales sean vinculantes y no se modifiquen, aumentos en la inflación podrían no llegar a trasladarse completamente al gasto²⁴.

En cuarto lugar, el gasto en intereses de la deuda pública también sería sensible al aumento de la inflación por varias vías. Por un lado, en la medida en que una parte del stock de deuda pública está compuesta por bonos indicados a la inflación, el repunte de los precios tendría un impacto automático sobre el coste de estos instrumentos. En particular, se estima que, a finales de 2021, los bonos indicados a la inflación representaban aproximadamente un 5 % del saldo vivo de valores de deuda emitidos por las AAPP. Con las actuales previsiones de inflación, esto supondría un incremento de los gastos por intereses a lo largo de 2022 de unos 4.000 millones de euros.

Por otro lado, la escalada de la inflación también tendría un efecto indirecto relativamente desfasado sobre el gasto en intereses de la deuda, en la medida en que da lugar a un aumento de los tipos de interés de mercado como consecuencia de la respuesta de la política monetaria para contener las presiones inflacionistas. En el caso español, de hecho, la vida media de la deuda pública española supera los 8 años en la actualidad, lo que aumenta el desfase con el que actúa este canal. La fuerte reducción de los tipos de interés observada en los últimos años opera en el mismo sentido. En todo caso, las necesidades de financiación anual del sector público español se aproximan a un 20 % del PIB. Así, incorporando las actuales expectativas de aumento de los tipos de interés a futuro, la carga

²³ En la primera mitad de 2022, los gastos de personal crecieron un 2,8 % respecto al mismo período del año anterior, un crecimiento por debajo del registrado en 2021 –un 4,4 %–.

²⁴ En este sentido, el Real Decreto Ley 2/2022 de 2 de marzo de 2022 establece casos de excepcionalidad en el ámbito de la contratación pública de obras para situaciones en las que el alza de precios de determinadas materias primas y materiales haya tenido un efecto sustancial. En particular, se permite una revisión del contrato cuando el aumento de los costes haya tenido un impacto durante el año 2021 superior al 5 % del importe certificado en ese ejercicio y hasta un máximo del 20 %.

financiera de la deuda pública española aumentaría, por este canal, desde el 2,2 % del PIB al cierre de 2021 hasta el 2,7 % en 2024.

De hecho, como resultado del funcionamiento de estos dos canales, en el primer semestre de 2022 ya se aprecia un crecimiento interanual de los pagos por intereses de la deuda de un 14,4 %, lo que contrasta con el crecimiento más moderado que esta partida registró en 2021 –del 3,7 %– y con las tasas negativas observadas en 2020 y 2019 –del -11,4 % y -3,2 %, respectivamente–.

En el mismo sentido, el balance y la cuenta de resultados del Banco de España también se verá afectado por el proceso de normalización de la política monetaria. En concreto, nuestros análisis muestran que lo más previsible es que en 2023 el Banco de España –al igual que la inmensa de bancos centrales del Eurosistema– incurramos en resultados negativos²⁵. Como consecuencia de la previsión de resultados negativos, lógicamente, no prevemos que con cargo a los resultados de 2023 el Banco de España continúe aportando ingresos a las cuentas públicas tal y como ha estado haciendo en los últimos años²⁶.

En resumen, cabe concluir que, en contraste con la evidencia presentada para los ingresos públicos, los gastos de las AAPP aún no se habrían visto significativamente influidos por el alza de los precios, fundamentalmente como consecuencia del desfase temporal con el que el gasto en pensiones, en salarios públicos y en intereses de la deuda responde a la inflación corriente. No obstante, previsiblemente, el impacto de la inflación sobre el gasto público empezará a ser significativo a partir de 2023, cuando, además del encarecimiento de los consumos intermedios, se materialicen también, entre otros efectos, la revalorización de las pensiones con la inflación de 2022 y el aumento discrecional previsto de los sueldos públicos.

3.1.3 Impacto sobre el saldo de las AAPP y el stock de deuda como porcentaje del PIB

Para estimar la incidencia que el repunte de los precios tiene sobre el saldo de las AAPP como porcentaje del PIB y sobre el peso del stock de deuda pública en el PIB, es imprescindible valorar el efecto sobre el denominador de dichas ratios, es decir, sobre el PIB nominal. En particular, *ceteris paribus*, un aumento del PIB nominal, originado por un incremento de su deflactor, acarrearía, de forma automática, una reducción en el saldo de las AAPP como porcentaje del PIB y en la ratio del stock de deuda pública sobre PIB. Así, por ejemplo, para un nivel de deuda pública del 118,3 % del PIB, como el que la economía española presentaba a finales de 2021, un aumento del deflactor del PIB del 5 % supondría un descenso automático de la ratio de deuda sobre PIB de 5,6 pp.

Por otra parte, teniendo en cuenta los distintos efectos automáticos y discretos sobre las diferentes partidas presupuestarias que he mencionado anteriormente, y sus diferentes ritmos de materialización, así como el denominado efecto denominador que acabo de

²⁵ Esto es consecuencia de que la reprecación de nuestros pasivos a los tipos de interés más elevados es más rápida que la de nuestros activos, generando un impacto negativo sobre las cuentas de resultados

²⁶ De hecho, con cargo a los resultados de 2022 estimamos que la aportación del BE al Tesoro que se realiza en varios pagos desde diciembre de este año hasta la aprobación de las cuentas de este ejercicio ya en 2023, se sitúe en el entorno de los 1.800 millones de euros, aunque lógicamente existe incertidumbre sobre esta cifra dado que dependerá de la rapidez e intensidad del proceso de normalización monetaria.

describir, cabe esperar un efecto inicialmente positivo de la inflación sobre las finanzas públicas, que se podría tornar en negativo conforme transcurra el tiempo.

En particular, en 2022, el aumento de la inflación estaría teniendo un impacto positivo sobre el saldo de las AAPP gracias al elevado dinamismo de las bases imponibles –en consonancia con el de sus deflatores– y al vigor relativamente contenido de los gastos del Estado, que aún no reflejarían el repunte de los precios en su totalidad. Sin embargo, en 2023, aunque la persistencia de la inflación seguiría impulsando la recaudación al alza, este canal tendría una intensidad menor que en 2022, mientras que el gasto público aumentaría con una mayor intensidad relativa, principalmente como consecuencia de la revalorización de las pensiones con el IPC de 2022.

En todo caso, en un horizonte temporal más dilatado, cobran relevancia los denominados efectos de equilibrio general. Es decir, aquellos efectos que operan a través de los cambios en el comportamiento de los agentes en respuesta a variaciones en los precios de los bienes y servicios de la economía. La cuantificación precisa de estos efectos requiere el uso de modelos en los que se determine, de forma simultánea, la evolución, entre otras variables, de la inflación, de la actividad real y del saldo de las AAPP. Estos modelos permiten tener en cuenta no solo los cambios de comportamiento de los agentes ante variaciones en los precios –estimados a partir de las relaciones históricas observadas entre las diferentes variables–, sino también el tipo de perturbación que origina el aumento de la inflación.

En este sentido, utilizando el modelo MTBE del Banco de España, se estima que un shock al precio de la energía importada que generase un aumento de la inflación de un 1% acarrearía, tres años después, un deterioro en el saldo de las AAPP de 0,2 pp de PIB²⁷, es decir, que el efecto sobre el déficit público en un horizonte de medio plazo de una perturbación de estas características sería negativo.

3.2 El cuadro macroeconómico incorporado al Proyecto de PGE

Paso ahora a detallar los aspectos más destacados del Proyecto de PGE y del Plan Presupuestario para 2023.

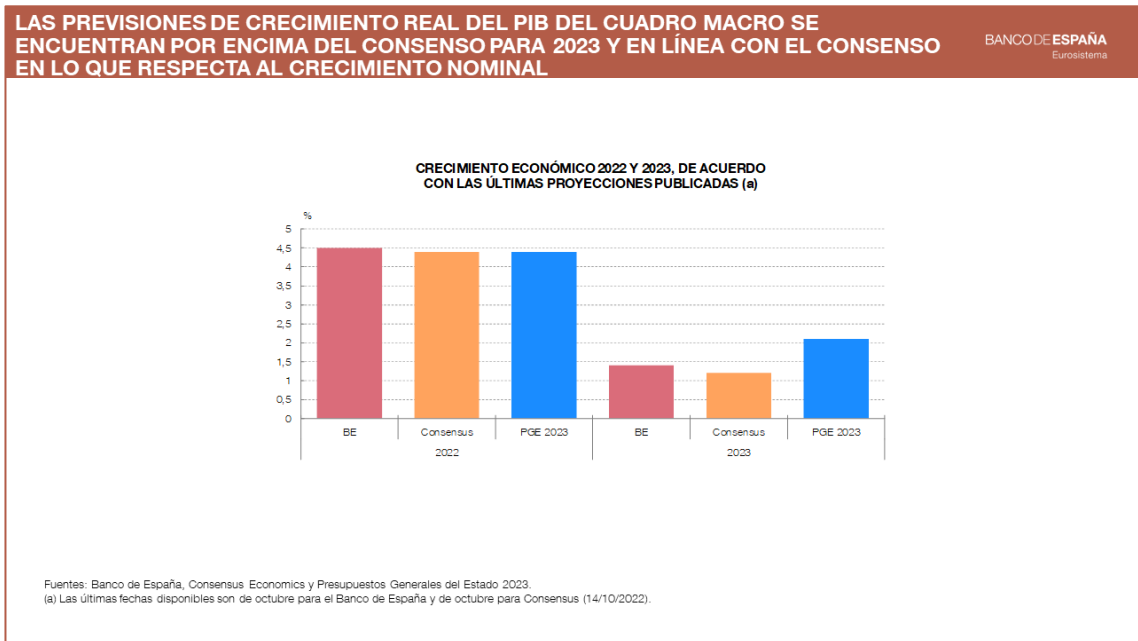
El Proyecto de los PGE para el próximo ejercicio está enmarcado en un cuadro macroeconómico que prevé que el crecimiento del PIB se sitúe en el 4,4 % en 2022 y en el 2,1 % en 2023.

En comparación con las previsiones contenidas en el informe de proyecciones del Banco de España publicado el pasado 5 de octubre, el ritmo de avance del PIB real en 2022 que contempla el cuadro macroeconómico del proyecto de PGE es muy similar –un 4,4% frente a un 4,5%– y la comparación con las previsiones de otros analistas tampoco muestra desviaciones significativas²⁸.

²⁷ Para más detalles, véase Hernández de Cos et al. (2016), “[Public finances and inflation: the case of Spain](#)”, Occasional Paper 1606, Banco de España. Nótese que las simulaciones en dicho documento se basan en perturbaciones de signo contrario.

²⁸ Así, por ejemplo, en el panel de previsiones de Consensus Economics publicado a mediados del mes pasado, el promedio de los analistas apuntaba a un crecimiento del PIB real este año del 4,3 %.

Las diferencias son más significativas, sin embargo, en cuanto al crecimiento del PIB real en 2023. En particular, el crecimiento del PIB real previsto en los PGE, del 2,1 %, es superior tanto al proyectado por el Banco de España (1,4 %) como por el consenso de los analistas (1,2 %).



Las diferencias son menos significativas en términos nominales. En concreto, el avance del PIB nominal incorporado al Proyecto de PGE se sitúa en el 8,4 % en 2022 y el 5,9 % en 2023, frente al 8,1 % y el 5,9 %, respectivamente, en el caso de las proyecciones del Banco de España.

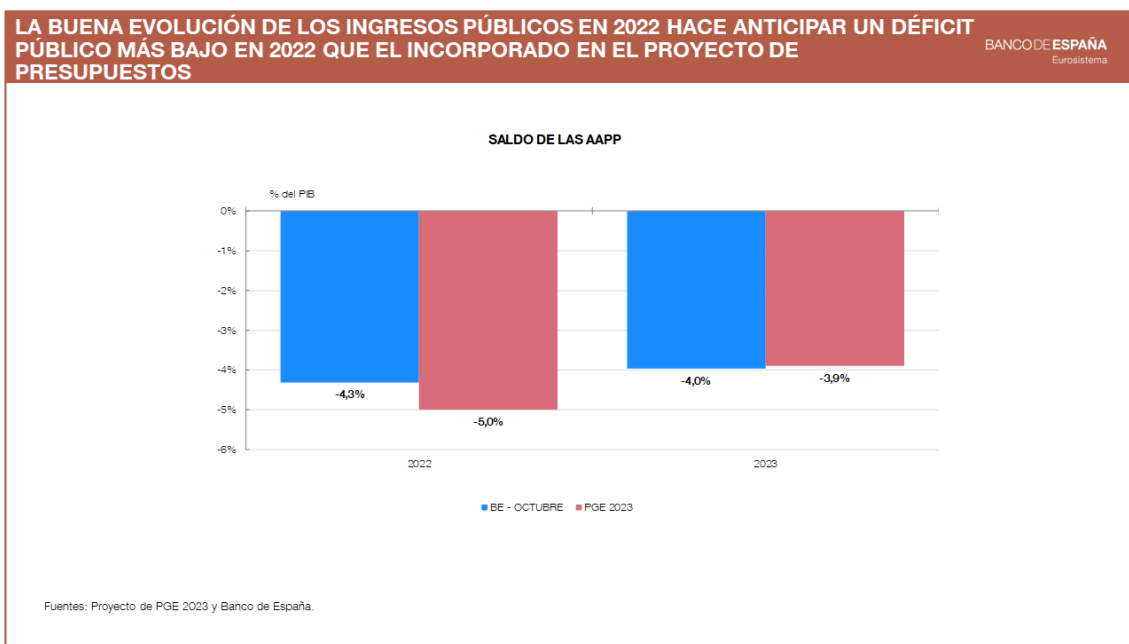
En cuanto a las diferencias en la composición del crecimiento previsto en 2023, el escenario incorporado en el Proyecto de PGE contempla una aportación de la demanda nacional de 2,4 pp., frente a la contribución de 0,9 pp. en las proyecciones del Banco de España, siendo particularmente dinámico el comportamiento de la formación bruta de capital fijo en el caso del cuadro macro del Proyecto de PGE, que crecería a tasas del 7,9 % en 2023 frente al 0,9 % de acuerdo con la proyección del Banco de España.

Si bien conviene interpretar con las debidas cautelas estas diferencias, es posible que los distintos supuestos acerca del ritmo de ejecución e impacto macro de los recursos del programa NGEU puedan explicar, si bien solo parcialmente, la diferente composición del crecimiento para el año 2023, así como el mayor dinamismo del PIB en términos reales según el cuadro macro que acompaña al Proyecto de PGE.

En particular, el Proyecto de PGE incluye este año una estimación del impacto de los fondos NGEU a través del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) sobre el nivel del PIB en 2022 y 2023 del 1,9 % y del 2,8 %, respectivamente. Dichos impactos implicarían un efecto sobre la tasa de crecimiento para dicho año de aproximadamente 0,9 pp., frente a la contribución de aproximadamente 0,6 pp. en el caso de las proyecciones del Banco de España.

3.3 El cierre de las cuentas públicas en 2022

En el Proyecto de PGE y el Plan Presupuestario para 2023 se incorpora una estimación del déficit público en 2022 del 5,0 %.



En relación con esta estimación, me gustaría señalar que los datos de ejecución referidos a los meses transcurridos de 2022 han ido apuntando a una mejora en el saldo del conjunto de las AAPP, debido, sobre todo, al elevado dinamismo de los ingresos públicos. Así, según la información de *Consensus Economics*, el promedio de las previsiones realizadas por los analistas en octubre de 2022 contemplaba una revisión al alza en el saldo de las AAPP de 0,8 pp respecto al promedio correspondiente a las previsiones de enero de 2022. Es decir, incluso al incorporar las medidas fiscales desplegadas en el contexto de la crisis energética, las previsiones del saldo de las AAPP han venido mejorando de forma significativa a lo largo del año. El Banco de España, por su parte, prevé en sus últimas proyecciones económicas un déficit público en 2022 del 4,3%, siete décimas por debajo de la estimación oficial.

Por el lado de los ingresos, el proyecto de PGE anticipa una mejora en 2022 respecto a lo presupuestado. Así, en términos de caja, según el avance de liquidación del Proyecto de PGE los impuestos compartidos se elevarían en un 9,4% con respecto a 2021, entre los que destacan crecimientos del IVA del 12,2% y del IRPF del 11,1%²⁹. Estas cifras suponen un mayor dinamismo respecto a lo inicialmente presupuestado para el año 2022, que contemplaba incrementos 5,6 y 2,6 puntos porcentuales inferiores, respectivamente.

No obstante, esta mejora podría verse incluso superada si en lo que queda de año se mantiene la evolución observada hasta septiembre en los datos de ejecución presupuestaria. En concreto, las proyecciones del Banco de España estiman un crecimiento de los impuestos compartidos del 11,6 %, 2,0 pp. por encima de la estimación contemplada en el Proyecto de PGE. Por el contrario, en el caso de las cotizaciones sociales, la previsión

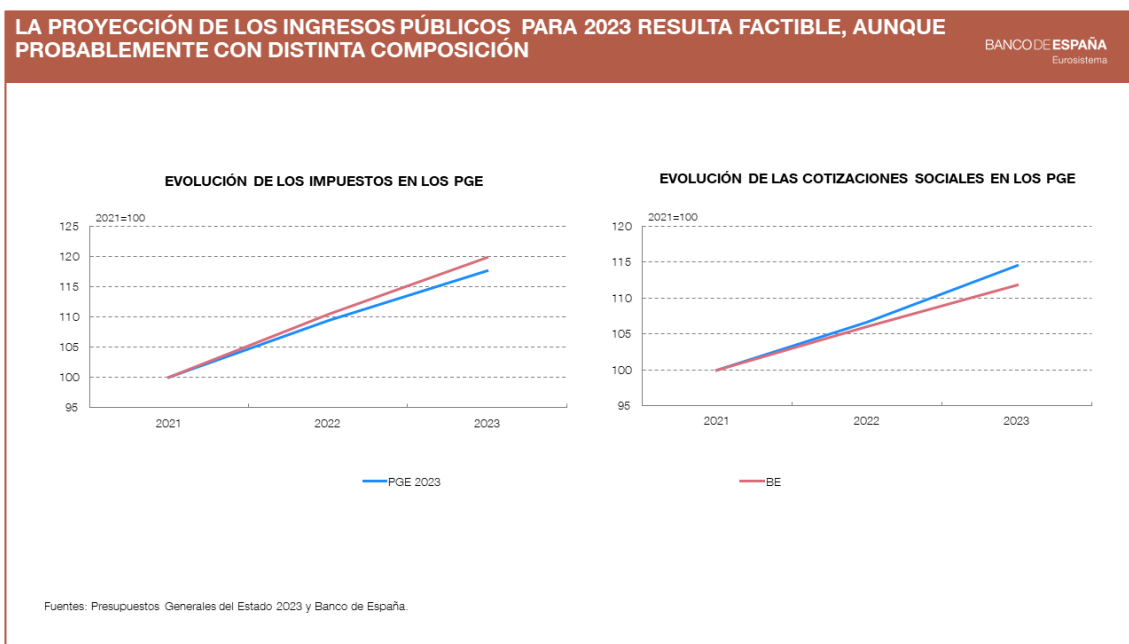
²⁹ Este elevado dinamismo estaría explicado, al menos en parte, por el repunte de la inflación a lo largo del año, tal y como he explicado anteriormente.

del Banco de España apunta a un crecimiento del 6 %, 6 décimas por debajo de la previsión del Gobierno, que se sitúa en el 6,6 %. En su conjunto, el crecimiento de los ingresos fiscales y por cotizaciones para 2022 previstos en los PGE (8,4 %) es inferior al proyectado por el Banco de España, que anticipa un crecimiento de cerca del 9 % para la suma de ambos agregados³⁰.

Como elemento adicional que sustenta esta valoración, permítanme mencionar el escenario fiscal alternativo, denominado escenario 2, que describe el Plan Presupuestario. Este escenario, basado en el mismo cuadro macroeconómico del Proyecto de PGE, incorpora una mayor previsión de ingresos para este año, actualizada a octubre de 2022. En particular, el avance de la recaudación tributaria según este escenario 2 sería del 11,8 %, 3,7 pp. por encima del escenario 1. No obstante, la previsión de déficit para 2022 en este escenario 2 se mantiene inalterada en el 5,0 % porque dicho escenario contempla, según el Plan Presupuestario, gastos asociados a diferentes medidas que no estarían contenidas en el proyecto de PGE publicado hace dos semanas.

3.4 La previsión de ingresos públicos para 2023

El Proyecto de PGE prevé un aumento de los ingresos tributarios y de cotizaciones sociales de un 7,5 % en 2023 con respecto al avance de liquidación de 2022. Dicho incremento descansa fundamentalmente en el dinamismo previsto de las bases imponibles -cuya evolución seguirá estando muy condicionada por el alza de los precios- y en el impacto de las medidas recaudatorias anunciadas con anterioridad a la publicación del Proyecto de PGE –por ejemplo, el aumento de las cotizaciones sociales por la implementación del Mecanismo de Equidad Intergeneracional o los impuestos temporales a las empresas energéticas y a las entidades bancarias-.



³⁰ Además, esta menor recaudación prevista en los PGE no se debería a los distintos supuestos macroeconómicos, en tanto que el proyecto de PGE contempla una evolución de las bases imponibles similar a la contemplada en las proyecciones del Banco de España.

A continuación, estructuraré mis comentarios sobre esta previsión de ingresos en torno a dos elementos: las nuevas medidas anunciadas para 2023 y los riesgos sobre la previsión de ingresos.

En primer lugar, respecto a las medidas anunciadas en el Proyecto de PGE y con impacto en 2023, estas tendrían un impacto recaudatorio neto reducido en 2023 según el Proyecto de PGE. Esto se debe a que el impacto negativo sobre la recaudación de algunas medidas -principalmente el incremento en la deducción por rentas del trabajo, que supondría la pérdida de recaudación de unos 1.550 millones de euros- se vería parcialmente compensado por otras medidas con impacto positivo -principalmente el incremento de las bases de cotización máximas, con un impacto recaudatorio esperado de 900 millones³¹.

En 2024, sin embargo, el conjunto de medidas anunciadas en los PGE aumentaría la recaudación en 0,21 % del PIB debido, principalmente, al efecto del límite en la compensación de pérdidas introducido en el Impuesto de Sociedades y al nuevo impuesto temporal sobre patrimonios elevados.

En todo caso, es importante destacar que buena parte de estos aumentos recaudatorios desaparecerían en 2025, al ser la mayoría de medidas adoptadas de carácter estrictamente temporal. Sin embargo, debe mencionarse que en el nuevo escenario 2 introducido en el Plan Presupuestario, se incluye la posible extensión de las medidas impositivas aprobadas este año con el fin de reducir el efecto del alza de los precios energéticos (estas son, la suspensión del Impuesto sobre el Valor de la Producción de la Energía Eléctrica, la rebaja del tipo del IVA de la Electricidad y del Gas y la rebaja del Impuesto Especial sobre la Electricidad) y, además, este escenario considera que los efectos recaudatorios del nuevo impuesto temporal sobre patrimonios elevados, podrían tener efecto incluso en 2023, por valor de 1.500 millones de euros.

En segundo lugar, con respecto a la estimación de los ingresos para 2023, se estima un incremento de la recaudación impositiva en los Presupuestos del 7,6 %, ligeramente inferior a la incorporada en las proyecciones del Banco de España. La estimación de la tasa de aumento de la recaudación por cotizaciones sociales (7,4 %) es, por el contrario, algo superior a la proyectada por el Banco de España (6 %). En conjunto, la estimación de ingresos públicos incluida en los presupuestos para el año 2023 parece factible, teniendo en cuenta la posible infraestimación de ingresos públicos que contempla el Proyecto de PGE para el año 2022 que he mencionado anteriormente.

Por su parte, según el Plan Presupuestario, los ingresos públicos alcanzarían un 42,3 % del PIB en 2023, excluyendo el efecto de los fondos europeos. Esto supone un incremento de dos décimas respecto a 2022 pero de cerca de 3 pp de PIB con respecto a los niveles pre-pandemia (casi cuatro puntos cuando consideramos el segundo de los escenarios del Plan Presupuestario). De nuevo, insisto en la necesidad de no tomar en su totalidad este aumento como permanente, hasta que no se conozca el origen del desacoplamiento que se viene observando desde el año 2020 entre la recaudación tributaria y las bases impositivas macroeconómicas, que he señalado con anterioridad.

³¹ Si bien este impacto se refiere a las medidas del Proyecto de PGE, conviene recordar que se encuentra en fase de tramitación parlamentaria el establecimiento de un gravamen temporal sobre los beneficios extraordinarios de las empresas energéticas y los bancos con un impacto recaudatorio estimado de 3,5 mm de euros en 2023.

3.5 La evolución del gasto presupuestado para 2023

Por el lado de los gastos, el Proyecto de PGE para 2023 incluye un incremento de los desembolsos del Estado del 6,5% con respecto al avance de liquidación de 2022. Por su parte, el Plan Presupuestario proyecta una caída del peso del gasto del conjunto de las Administraciones Públicas sobre el PIB de 9 décimas en relación con 2022, con reducciones de 2 décimas en la remuneración de asalariados, 1 décima en los consumos intermedios, 6 décimas en las subvenciones, 3 décimas en las transferencias de capital y 2 décimas en el resto de empleo. En sentido contrario, las transferencias sociales aumentarían en 2 décimas su peso en el PIB, 2 décimas la carga de intereses y 1 décima la inversión pública.

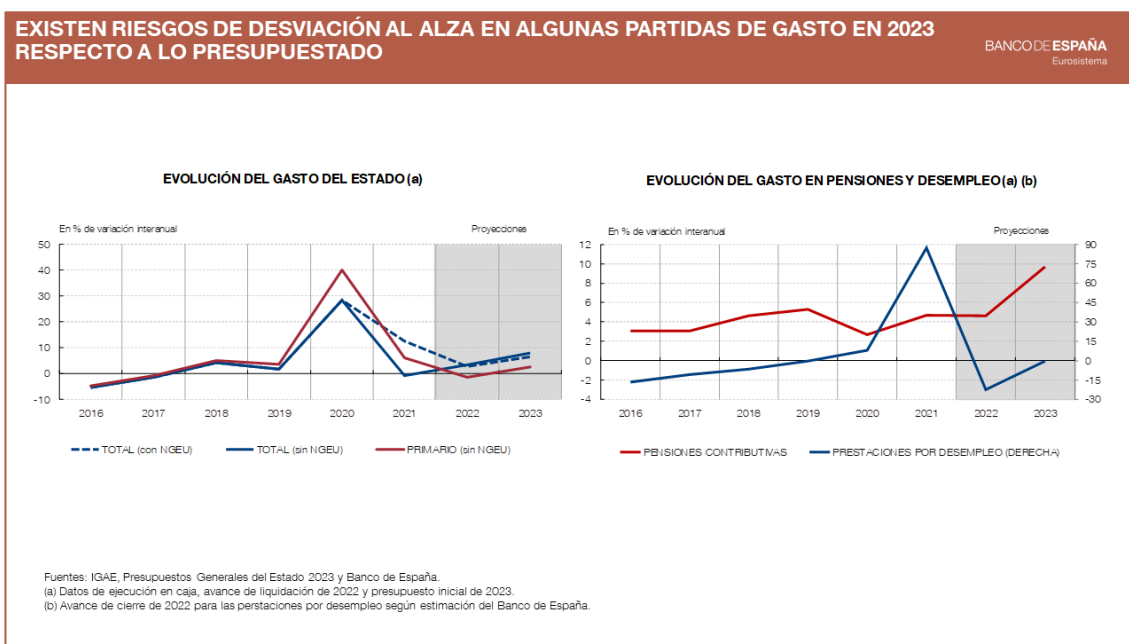
Destaca, en primer lugar, la revalorización de los sueldos públicos, que implicaría una subida salarial acumulada del 9,5% durante el periodo 2022-2024. Este aumento se desglosaría de la siguiente manera. Para el presente año, se propone un aumento retroactivo del 1,5% de las retribuciones salariales, que se añade al aumento ya aprobado del 2%. Para 2023, la revalorización se establece en un 2,5%, que podría aumentar un 0,5% si la suma del IAPC de 2022 y del IAPC adelantado de septiembre de 2023 superase el 6%, lo que, según he comentado al referirme al entorno macroeconómico, parece altamente probable. Por otro lado, se aplicaría también un incremento adicional de los sueldos públicos del 0,5%, si el PIB nominal igualase o superase al estimado en el cuadro macroeconómico que acompaña a este proyecto de PGE. En el conjunto de estos daños, esta revalorización supondría una revisión al alza de 2,3 mm de euros, en el gasto en remuneración de asalariados de las AAPP, con respecto a lo anticipado en las últimas previsiones del Banco de España³². Además, se incluye un principio de acuerdo mediante el cual el incremento del sueldo para 2024 se situaría en el 2%, con la posibilidad de subir hasta el 2,5% en función de la variación del IPC armonizado.

En términos de empleo, la previsión que subyace en el Plan Presupuestario a estas cifras de revalorización sería compatible con un avance del empleo de las administraciones públicas en el entorno del 0,7 % en 2022 y del 1,2 % en 2023, significativamente por debajo del observado en 2021.

Por su parte, el gasto de la Seguridad Social experimentaría un crecimiento más marcado, en particular, con un avance de las pensiones contributivas del 9,7 %. Existirían, además, algunos riesgos al alza en esta partida. De un lado, la revalorización estimada del 8,5 % estaría aproximadamente en línea con la evolución del IPC prevista por el Banco de España. De otro, el incremento del número de pensiones previsto para 2023 se sitúa en un 0,7 %, dos décimas por debajo de lo esperado en 2022 y de la media de los últimos cinco años. Finalmente, el incremento de la pensión media adicional a la revalorización acordada, que resulta principalmente de la incorporación al Sistema de pensionistas con pensiones medias más elevadas que las de los pensionistas que causan baja, se estima para 2023 en un 0,5 %, cifra notablemente inferior a la esperada para 2022 (1,2 %) y a la media de los últimos cinco años (1,6 %).

³² Además, a estas medidas de revalorización, habría que añadir la extensión de la subvención al bono transporte para 2023, que podría tener un impacto aproximado de 812 millones de euros.

Por otro lado, para los gastos en desempleo, se anticipa una reducción superior a la prevista por el Banco de España, lo que resulta coherente con que la reducción de la tasa de desempleo (de 0,6 pp. en 2023, hasta el 12,2) proyectada en el cuadro macroeconómico que acompaña a los PGE, es superior a la incluida en las previsiones del Banco de España³³.



En cuanto a los pagos por intereses, atendiendo a la información contenida en el Plan Presupuestario en términos de Contabilidad Nacional (CN), el crecimiento de esta partida alcanzaría el 11,9 %, situándose por debajo del 19,7 % contemplado en las proyecciones del Banco de España. El elevado dinamismo de esta partida estaría en línea con los efectos esperados en un contexto de alzas en los tipos de interés. De esta forma, el Banco de España proyecta un peso de la carga de intereses sobre PIB del 2,5 % en 2023, ligeramente por encima de la estimada en el Plan Presupuestario, del 2,4 %.

Finalmente, el proyecto de PGE recoge un aumento de los gastos de capital, que crecerían un 21,7 % sobre el avance de 2022. Por su parte, según las previsiones de inversión pública y transferencias de capital en términos de CN contenidas en el Plan Presupuestario, el avance de los gastos de capital sería del 2,0 %.

En conjunto, el gasto público aumentaría alrededor de un 4,0 % en términos de CN según el Plan Presupuestario. En este sentido, resulta relevante referirse a las recomendaciones de la Unión Europea a nuestro país relativas al gasto público. En particular, se ha recomendado utilizar la inversión pública (incluyendo los fondos europeos) para hacer frente a las necesidades requeridas para la transición digital, climática y energética. Asimismo, se ha efectuado la recomendación de limitar el aumento del gasto primario corriente financiado a nivel nacional por debajo de un determinado umbral definido acorde al crecimiento a medio plazo del producto potencial en términos nominales, una vez descontado el impacto de las medidas temporales de apoyo a los hogares y las empresas más vulnerables frente

³³ Las proyecciones del Banco de España anticipan un ligero incremento de la tasa de paro, hasta el 12,9 %, que conllevaría un aumento del gasto por desempleo en torno al 6,5 % en 2023.

al alza de precios energéticos así como aquellas destinadas a refugiados de la guerra en Ucrania³⁴. El espíritu de esta recomendación pretende, por un lado, proteger el gasto productivo y necesario para alcanzar los objetivos climáticos, mientras que, por otro lado sugiere evitar que el alza de la inflación se traduzca en un aumento generalizado del gasto corriente, que suponga un estímulo generalizado que contribuya a las presiones inflacionistas.

En relación con esta segunda recomendación, existe incertidumbre sobre el propio umbral de referencia que utilizará la Comisión Europea (CE), principalmente debido a que aún no se conoce con precisión el deflactor del PIB que se utilizará para calcular el componente nominal del crecimiento potencial a medio plazo³⁵, así como la definición concreta de las partidas de gasto primario corriente al que se refiere la recomendación y los ajustes finales que incluya la CE en su evaluación futura de la regla (que podrían excluir, por ejemplo, las medidas discrecionales de ingresos en el cálculo de la referencia, como se hace habitualmente en las reglas de gasto público).

En todo caso, algunos cálculos sencillos permiten ilustrar las implicaciones de esta recomendación en el contexto del Proyecto de PGE. En particular, acumulando el incremento previsto en las prestaciones de la Seguridad Social del Proyecto de PGE (17,1 mm de euros) y el que resultaría de aplicar la tasa de crecimiento del 6,6 % correspondiente a los gastos de personal del Estado según el Proyecto de PGE a la remuneración de asalariados del total AAPP (10,1 mm de euros) a las cifras estimadas para el cierre de 2022, y asumiendo que el resto de partidas se mantienen constantes en términos nominales en 2023 respecto a 2022, esto supondría un avance conjunto del 5 %. Estos cálculos permiten ilustrar cómo el efecto -automático o discrecional- de la inflación sobre las partidas mencionadas exigiría una evolución muy moderada del resto de partidas de gasto corriente primario para aumentar la probabilidad de cumplimiento de esta recomendación.

En este sentido, el Plan Presupuestario contiene una estimación tanto del gasto corriente primario neto de medidas discrecionales de ingresos para el conjunto de las AAPP en 2023, como del umbral que implicaría la recomendación. En particular, de acuerdo con esta estimación, el gasto aumentaría un 4,4 %, mientras que el límite se situaría en el 4,6 %, al considerar como deflactor del crecimiento potencial real la previsión del cuadro macro para el deflactor del PIB en 2023 del 3,8 %.

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

En conjunto, el Proyecto de PGE estima que el déficit público se reduzca en 2023 en 1,1 pp de PIB hasta el 3,9 %.

De acuerdo con la valoración anterior, este objetivo parece factible, si se tiene en cuenta, en particular, que es probable que el déficit público acabe por debajo de la estimación oficial en 2022 (en cerca de siete décimas, si se toma como referencia el déficit público estimado en las últimas proyecciones del Banco de España). Este mejor registro en 2022

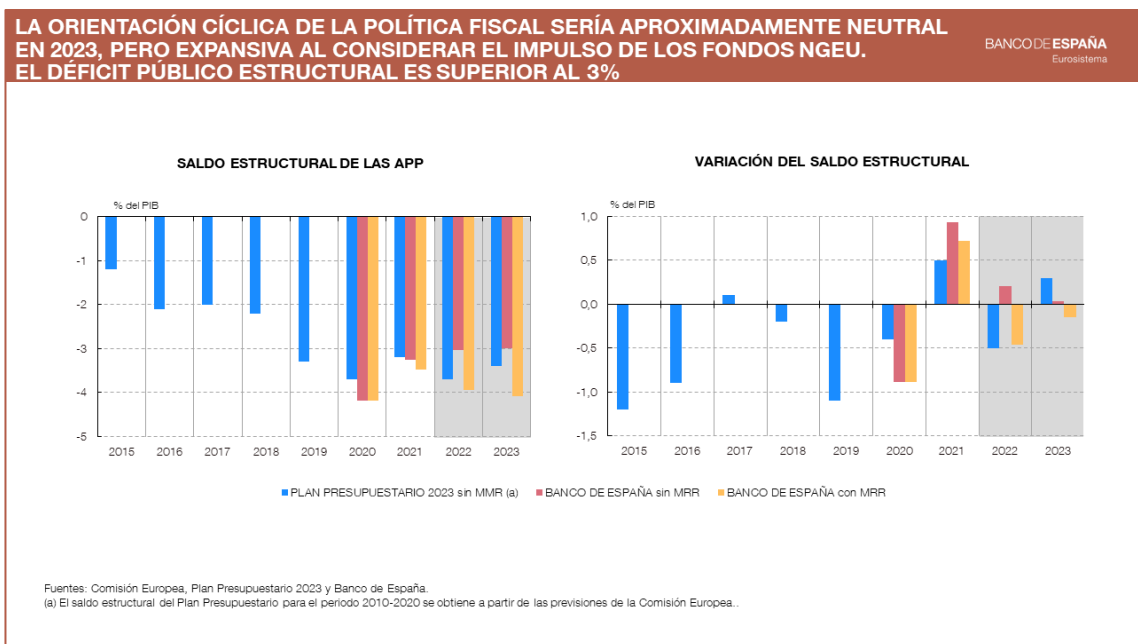
³⁴ Véase la [Recomendación del Consejo de la Unión Europea a España](#), del 23 de Mayo de 2022.

³⁵ Por ejemplo, asumiendo un crecimiento potencial real de la economía española del 1%, si se utilizara un deflactor del 2% (ancla del BCE), la referencia a tomar para evaluar el crecimiento del gasto corriente sería del 3%, mientras que si se utiliza el deflactor previsto para 2023 incluido en el cuadro macro que acompaña al Proyecto de PGE (3,8%), la referencia sería del 4,8 %.

podría compensar las desviaciones que podrían producirse en el caso de que se materializara un menor crecimiento que el previsto – como anticipan también las últimas proyecciones del Banco de España –³⁶.

A continuación, compartiré algunas consideraciones sobre la orientación cíclica de la política fiscal. Previamente, permítanme recordar las dificultades que siempre tiene valorar la posición cíclica de la economía al basarse en medidas no observables que se estiman con un elevado grado de incertidumbre, especialmente en un momento cíclico tan inusual como el actual, marcado por intensas perturbaciones por el lado de la oferta.

Más allá de estas dificultades, y de acuerdo con la información contenida en el Plan Presupuestario, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural, pasaría de ser ligeramente expansivo en 2022 (-0,5 pp.) a ser prácticamente neutral o ligeramente contractivo en 2023 (+0,3 pp.). Esta orientación cíclica de la política fiscal sería coherente con la naturaleza transitoria de las medidas temporales que han sido aprobadas desde el comienzo de este año en relación con el repunte de precios de la energía y las consecuencias de la guerra. No obstante, conviene tener en cuenta que esta valoración está condicionada por la previsión de déficit para 2022 que, como he comentado, podría no estar incorporando, implícitamente, la buena evolución de los ingresos públicos en los últimos meses. En efecto, atendiendo a las estimaciones del Banco de España, que contemplan un menor déficit público en 2022, la variación del saldo estructural apuntaría a un tono prácticamente neutral de la política fiscal en 2023 (+0,0 pp.)³⁷.



³⁶ La incorporación de las nuevas medidas anunciadas con posterioridad a la publicación, el pasado 6 de octubre, de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España tendría un impacto poco significativo sobre la previsión de déficit de 2023.

³⁷ Si bien esta estimación se basa en las proyecciones del Banco de España publicadas el pasado 5 de octubre, antes de conocerse el Proyecto de PGE y el Plan Presupuestario, se mantendría relativamente inalterada al incorporar las nuevas medidas conocidas con posterioridad a dicha fecha.

En todo caso, al valorar la orientación de la política fiscal, conviene también considerar 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 financiación³⁸. De este modo, 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 expansivo tanto en el año 2022 como, en menor medida, en el año 2023.

Por otro lado, más allá de la orientación de la política fiscal que se deduce de las variaciones del saldo estructural, dado el nivel negativo que alcanzará el saldo estructural tanto en 2022 como en 2023, es indudable que la política fiscal seguirá generando un estímulo significativo³⁹.

Finalmente, con un horizonte temporal más dilatado, me parece importante destacar que, de acuerdo con la información del Plan Presupuestario, se prevé un déficit público estructural elevado en 2023 del -3,4%, similar al estimado en 2019, que incluye el fuerte dinamismo de los ingresos públicos en los últimos años (incluidos los mencionados residuos positivos), cuyo efecto sobre el déficit público estructural se habría compensado con un aumento equivalente del gasto público.

3.7 La deuda pública

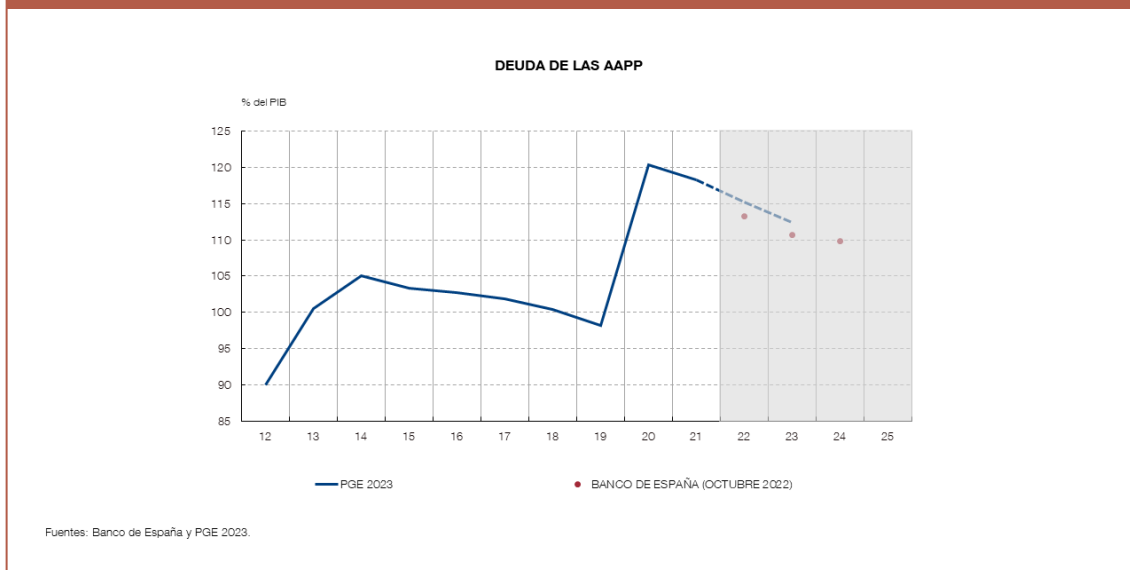
Los PGE y el Plan Presupuestario anticipan una senda de reducción gradual de la ratio de deuda pública sobre PIB, desde el máximo que alcanzó en 2020 (120,4 %) hasta el 112,4 % previsto para 2023 (2,8 puntos por debajo del nivel esperado para 2022 y 5,8 pp acumulados entre 2022 y 2023).

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 intereses⁴⁰. Esta reducción de la ratio de deuda sobre PIB es algo más reducido que el anticipado por el Banco de España en sus últimas proyecciones. En particular, el Banco de España espera una mejora acumulada en la ratio de deuda pública-PIB entre 2022 y 2023 de 7,6 pp, como resultado de una contribución de más de 15 pp del efecto denominador, que más que compensaría las contribuciones acumuladas de los pagos por intereses o del saldo estructural primario, que, para el acumulado de ese periodo, elevarían dicha ratio en 4,8 y 3,5 pp, respectivamente.

³⁸ 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.

³⁹ 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”.

⁴⁰ Los ajustes flujo-fondo, que según el Plan Presupuestario no contribuirían a la variación de la ratio de deuda pública en 2022, reflejan el conjunto de operaciones y flujos que no afectan al déficit, pero sí a la deuda (y viceversa). Así, por ejemplo, las transferencias recibidas en el marco del NGEU no tienen un impacto en el déficit público, pero sí pueden afectar a la deuda pública en la medida en que el volumen de esas transferencias no se corresponda, en un año en concreto, con los gastos ejecutados.



3.8 Los fondos europeos

El proyecto de PGE ofrece también información sobre los créditos presupuestarios a financiar con cargo a los fondos europeos procedentes del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) en el marco del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR). Respecto a la ejecución de créditos presupuestarios de 2022, a fecha de 30 de septiembre se habrían reconocido obligaciones por valor de 12.945 millones (45,5% del total⁴¹). Respecto a 2023, el proyecto de PGE contempla nuevos créditos a financiar con cargo a fondos europeos, por un importe ligeramente inferior al de 2022 (23.839 millones de euros en gasto no financiero frente a los 25.622 millones de 2022).

El proyecto de PGE y el Plan Presupuestario no ofrecen, sin embargo, información sobre los gastos ligados a los fondos europeos en términos de Contabilidad Nacional para el consolidado de las AAPP, que es la métrica más útil a la hora de valorar el grado de ejecución de los proyectos vinculados al PRTR con impacto en la economía real^{42, 43}.

En todo caso, el proyecto de PGE incluye una estimación del impacto del PRTR sobre el crecimiento económico. En particular, los impactos contemplados en el proyecto de PGE alcanzan el 1,9 % y el 2,8 % del PIB en 2022 y 2023, respectivamente. Como se ha mencionado, estas cifras se encontrarían por encima de las incorporadas en las proyecciones del Banco de España. Por otro lado, el proyecto de PGE descompone estos

⁴¹ El presupuesto inicial de gastos MRR en los PGE de 2022 ascendía a 26.900 millones de euros (incluyendo 25.622 millones de gastos no financieros y 1.278 millones de gastos financieros). Tras diferentes modificaciones del crédito presupuestario, incluyendo la incorporación de remanentes de 2021, esta cantidad ascendió a 28.448 millones.

⁴² El Plan Presupuestario de 2022 contiene una traslación del gasto según la clasificación económica de los PGE a rúbricas de CN. Sin embargo, al continuar refiriéndose al Estado, estas cifras no son informativas sobre el total de gasto realizado por el conjunto de las AAPP en el marco del PRTR.

⁴³ Por ejemplo, una parte significativa de las obligaciones reconocidas hasta septiembre de 2022 se habría reconocido frente a otras AAPP, pero no se dispone de información sobre la ejecución efectiva de proyectos concretos financiados a cargo de dichas obligaciones reconocidas.

impactos en un canal expectativas, un canal directo a través de las inversiones y el canal de reformas estructurales, explicando este último una parte creciente del impacto macroeconómico hasta llegar a un incremento del PIB en un 3 % en 2031.

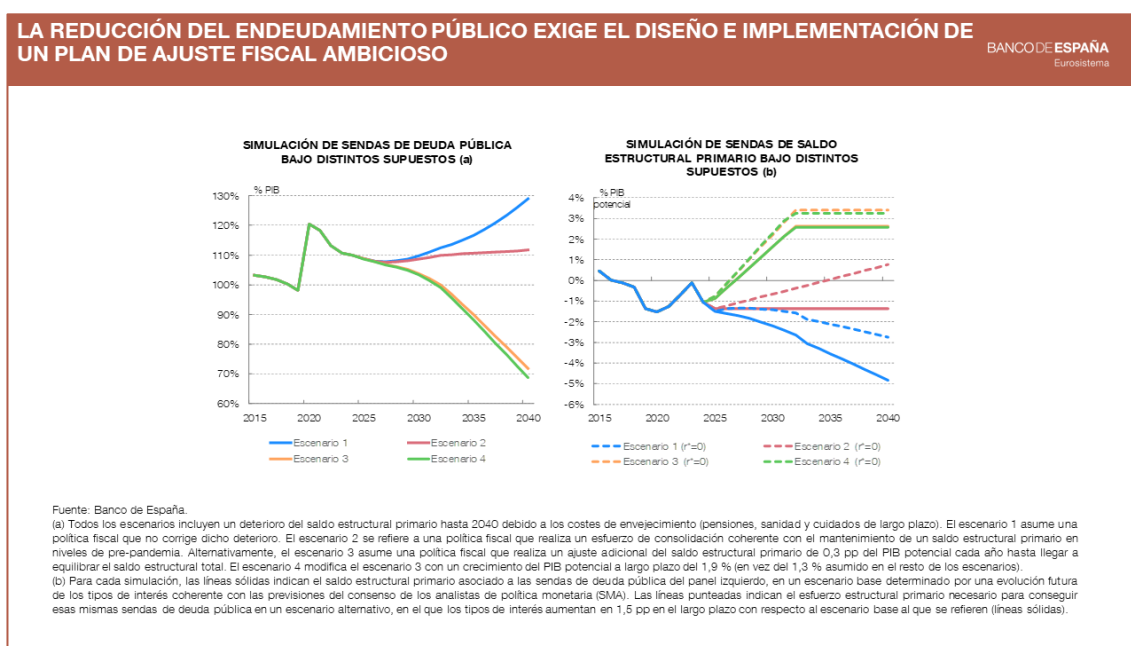
4 Los retos a medio y largo plazo para la política fiscal

Dedicaré el último 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.

4.1 El diseño de un plan de consolidación de medio plazo

De acuerdo con lo expuesto previamente, las administraciones públicas españolas mantendrían en 2022 unas ratios de deuda y déficit público elevadas, en este último caso con un alto componente estructural, que el Plan Presupuestario estima en el 3,7 %⁴⁴.

Esta situación de las cuentas públicas españolas constituye una considerable fuente de vulnerabilidad para nuestra economía y supone unos menores márgenes de actuación fiscal ante posibles perturbaciones macrofinancieras adversas que pudieran llegar a producirse en el futuro.



En la coyuntura actual, estas perturbaciones podrían estar asociadas, por ejemplo, a un deterioro significativo de las perspectivas de crecimiento económico como consecuencia de un eventual agravamiento del conflicto bélico en Ucrania o a la posible aparición de tensiones en los mercados financieros, en un contexto en el que la política monetaria se encuentra embarcada en un proceso de endurecimiento de las condiciones financieras. En este sentido, conviene resaltar que, en parte como consecuencia de este proceso, en los últimos meses, ya se ha producido un aumento significativo de la rentabilidad exigida a los bonos soberanos a largo plazo en la mayor parte de las economías de nuestro entorno. En

⁴⁴ La última estimación de la Comisión Europea lo situaba en el 4,4 % del PIB.

el caso español, por ejemplo, el tipo de la deuda pública a 10 años se situó el pasado 14 de octubre en el 3,4 % frente al 0,6 % observado a principios de año.

Se hace necesario, por tanto, el diseño y ejecución de un plan de consolidación fiscal ambicioso que permita la reducción gradual de esos desequilibrios. En particular, de acuerdo con los ejercicios de simulación elaborados por el Banco de España, bajo distintas hipótesis sobre la evolución futura del crecimiento económico y los tipos de interés, si en los próximos años no se acometiera ningún ajuste fiscal en nuestro país y se añaden las presiones que supondrá el proceso de envejecimiento poblacional para el gasto público, esto implicaría un aumento progresivo de la ratio de deuda pública sobre el PIB. En cambio, en un escenario alternativo en el que se llevara a cabo un esfuerzo de consolidación de, por ejemplo, una mejora del saldo estructural primario de 0,5 pp del PIB potencial cada año, hasta alcanzar un equilibrio en el saldo estructural total, la deuda pública podría descender hasta niveles cercanos al 70 % del PIB en 2040. Si el ajuste descrito en este último escenario se acompañase, además, de la aprobación de un paquete ambicioso de reformas estructurales que elevase la capacidad de crecimiento de la economía española, la reducción de la ratio de deuda sobre PIB sería superior.

El diseño y el anuncio de dicho plan, en el que tendrían que participar todas las AAPP, permitirían, además de reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas, incrementar la confianza en torno a las políticas económicas de nuestro país, lo que resulta particularmente importante en el contexto actual de normalización de la política monetaria y de elevada incertidumbre.

A continuación, les expondré algunas consideraciones relativas a los gastos y a los ingresos públicos que, en mi opinión, podrían servir de guía en el diseño de semejante estrategia de consolidación. Con carácter general hay que subrayar que, de manera complementaria con el plan de consolidación fiscal plurianual que la economía española requiere para reforzar la sostenibilidad de sus cuentas públicas, resulta imprescindible perseguir una composición de los ingresos y gastos públicos que favorezca la transformación estructural que nuestra economía debe abordar en los próximos años —por ejemplo, en los ámbitos digital y medioambiental— e incremente nuestra capacidad de crecimiento potencial. Esto es, resulta fundamental mejorar la calidad de las finanzas públicas en nuestro país.

4.2 El gasto público

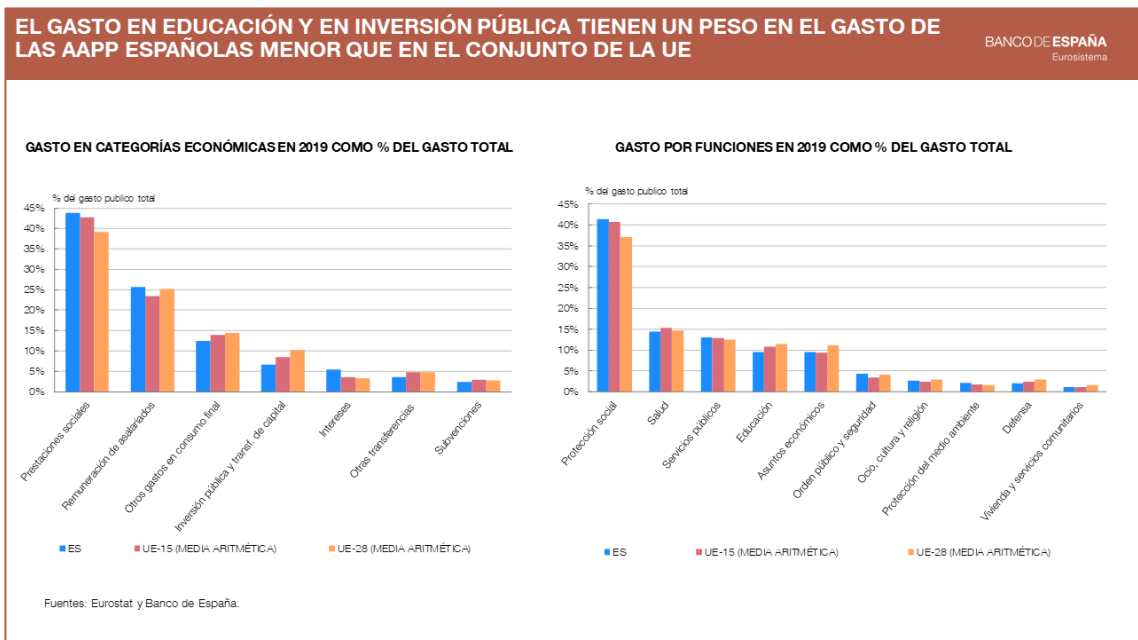
La política de gasto de las AAPP debe ser objeto de una revisión exhaustiva, con dos objetivos fundamentales: incrementar la eficiencia de cada partida presupuestaria y optimizar la distribución del gasto público entre partidas para promover un crecimiento económico más robusto y equitativo.

En primer lugar, en un contexto en el que el espacio de actuación fiscal es relativamente reducido, resulta imprescindible identificar aquellos capítulos presupuestarios en los que es posible aumentar la eficiencia del gasto. En este sentido, las [Spending Reviews](#) que la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) ha realizado en los últimos años apuntan a la posibilidad de mejorar la eficiencia en algunos capítulos de gasto muy relevantes, como las políticas activas de empleo, las subvenciones, los beneficios fiscales, el gasto hospitalario y los incentivos a la contratación. En este ámbito, en marzo de 2022, el Gobierno ha publicado el primer informe de seguimiento de las recomendaciones formuladas por la AIReF en sus Spending Reviews —en el que se enumeran dichas

recomendaciones y se detallan los cambios normativos u otras medidas adoptados en respuesta a ellas.

En segundo lugar, sería deseable evaluar qué distribución del gasto público podría resultar más adecuada para impulsar el crecimiento a medio plazo de nuestra economía, sin descuidar diversas consideraciones de equidad muy relevantes. En este sentido, cabe destacar que, en los próximos años, la economía española deberá acometer un volumen muy considerable de inversiones para adaptarse, entre otros retos estructurales, a la transición ecológica y digital, en un contexto en el que el proceso de envejecimiento poblacional también va a suponer importantes presiones al alza sobre el gasto público.

A la hora de valorar cómo alcanzar una mejor distribución del gasto público, podría ser útil comparar la estructura del gasto de las AAPP en nuestro país con la de otras economías de nuestro entorno y tomar en consideración, además, la evidencia que proporcionan distintos trabajos empíricos en la literatura académica. En este sentido, querría señalar que, en una comparativa internacional, el gasto en educación y en inversión pública —partidas que son fundamentales tanto para impulsar el crecimiento económico como para reducir la desigualdad— tiene un peso en las cuentas de las AAPP españolas menor que en el conjunto de la UE. En efecto, en el promedio del período 2015-2019 —antes del estallido de la pandemia, que ha distorsionado de forma sensible algunos agregados macroeconómicos clave—, el gasto público en educación y la inversión pública supusieron en España el 4 % y el 2,9 % del PIB, respectivamente, cifras que se encuentran 0,9 pp y 1,5 pp por debajo de las observadas en la UE⁴⁵.



⁴⁵ Para más detalles sobre estas comparaciones, véase Alloza et al. (2022), “El gasto público en España desde una perspectiva Europea”, Documento Ocasional 2217, Banco de España.

Existe un amplio consenso en la literatura académica respecto a la importancia de estas partidas para impulsar el crecimiento económico y mitigar la desigualdad. Por un lado, una abundante evidencia empírica ha puesto de manifiesto el impacto positivo que el gasto en educación y la inversión pública tienen sobre la acumulación de capital físico y humano, y, por tanto, sobre el crecimiento económico⁴⁶. Por otro, la evidencia disponible también sugiere que la menor desigualdad en Europa frente a Estados Unidos se debe, sobre todo, al papel de las políticas denominadas «predistributivas», como, por ejemplo, la educación pública⁴⁷. Así, el hecho de que las políticas públicas faciliten el acceso a una educación de calidad de forma generalizada favorecería una distribución más igualitaria de los ingresos antes de impuestos y transferencias. En este sentido, esta evidencia apuntaría a que las políticas predistributivas —como la educación— podrían ser tanto o más efectivas para reducir la desigualdad que otras políticas redistributivas posmercado —por ejemplo, las prestaciones sociales dirigidas a evitar la exclusión social—.

4.2.1 El sistema de pensiones

Las tendencias demográficas que se esperan en los próximos años en nuestro país generarán una presión sobre el gasto público muy significativa asociada al sistema de pensiones, lo que hace indispensable —a la hora de valorar la sostenibilidad futura de las cuentas públicas españolas— un análisis específico de los principales aspectos y reformas de dicho sistema.

En este sentido, como conocen perfectamente sus Señorías, los dos elementos centrales de contención del gasto en pensiones establecidos en la reforma del sistema de pensiones de 2013 se han derogado recientemente. En concreto, a finales del año pasado, en el marco de la primera parte de una nueva reforma del sistema de pensiones⁴⁸, se estableció, entre otras medidas, la revalorización de las pensiones en función de la inflación y se derogó el factor de sostenibilidad. De acuerdo con las proyecciones de la AIReF y del Informe Sobre Envejecimiento de la Comisión Europea, ambas medidas implican que el gasto en pensiones como porcentaje del PIB aumentará entre 3,2 pp y 3,5 pp de PIB entre 2019 y 2050⁴⁹.

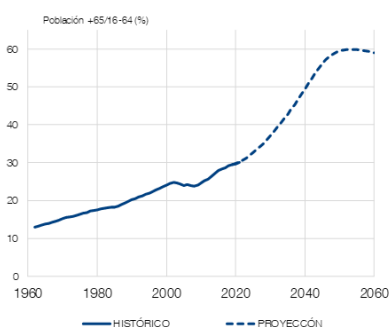
⁴⁶ Véanse, por ejemplo, Ramey (2020), Deleidi (2022) y Barro (2001).

⁴⁷ Véase Blanchet et al. (2022), “[Why Is Europe More Equal than the United States?](#)”, *American Economic Journal: Applied Economics*, 14:4, 480-518.

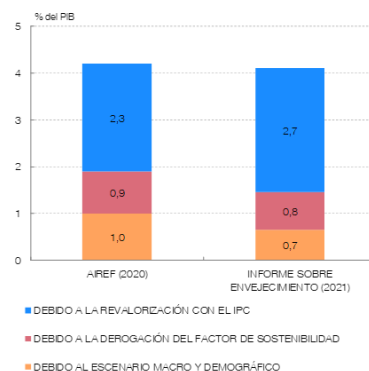
⁴⁸ Véase Ley 21/2021, de 28 de diciembre, de garantía del poder adquisitivo de las pensiones y de otras medidas de refuerzo de la sostenibilidad financiera y social del sistema público de pensiones.

⁴⁹ En 2023, el gasto presupuestado en pensiones, incluyendo las clases pasivas, los complementos a mínimos y las pensiones no contributivas, asciende al 13,7 % del PIB, en torno a cuatro décimas de PIB más que en el escenario de revalorización de las pensiones con el IPC anejo al Informe sobre Envejecimiento. Por su parte, el gasto presupuestado en pensiones contributivas, incluyendo los complementos a mínimos, alcanza el 12 % del PIB en 2023, dos décimas más que la proyección de la AIReF para el mismo año.

EVOLUCIÓN Y PROYECCIÓN DE LA TASA DE DEPENDENCIA



PROYECCIONES DEL INCREMENTO DE GASTO EN PENSIONES ENTRE 2019 Y 2050



Fuentes: Eurostat y Banco de España.

Conviene destacar, no obstante, que, en los últimos meses, se han adoptado diversas actuaciones al objeto de compensar el incremento previsto a futuro en el gasto en pensiones. Asimismo, se ha establecido un incremento notable de las transferencias del Estado a la Seguridad Social para cubrir los denominados gastos impropios de esta, que implica una considerable mejora del saldo presupuestario de la Seguridad Social, si bien tiene un efecto nulo desde el punto de vista del agregado de las AAPP.

En primer lugar, se ha establecido un “mecanismo de equidad intergeneracional”, por el que se contempla un incremento finalista de 0,6 pp de las cotizaciones sociales durante una década a partir de 2023. Se estima que dicho incremento podría elevar la dotación del Fondo de Reserva de la Seguridad Social hasta el entorno del 2,5 % del PIB en el año 2032. A partir de ese año, si las disposiciones sobre el Fondo alcanzan el máximo legal permitido —dos décimas de PIB anuales—, los ingresos acumulados se agotarían en un plazo de poco más de diez años. Desde ese momento, deberían aprobarse nuevas medidas de ingresos y gastos bajo las condiciones establecidas por el citado mecanismo. La adopción de estas medidas está supeditada a una negociación futura con los agentes sociales. Cabe señalar, además, que el ajuste que implica el mecanismo de equidad intergeneracional está limitado al impacto estimado asociado al factor de sostenibilidad derogado —0,8 pp de PIB en 2050—.

En segundo lugar, también se han aprobado nuevos incentivos al aumento de la edad de jubilación que podrían suponer, de acuerdo a las estimaciones oficiales, un ahorro para el sistema de pensiones de entre 0,6 y 1,6 pp de PIB en 2050. No obstante, dichas estimaciones están sujetas a una elevada incertidumbre⁵⁰.

⁵⁰ Véase la [Memoria del Análisis de Impacto Normativo del Anteproyecto de Ley de Garantía del Poder Adquisitivo de las Pensiones y de Otras Medidas de Refuerzo de la Sostenibilidad Financiera y Social del Sistema Público de Pensiones](#), página 44. En concreto, descansan sobre un supuesto de demora en la edad de jubilación —tres años de media para entre un 20 % y un 60 % de las altas de jubilación—.

En tercer lugar, también se ha aprobado recientemente un nuevo sistema de cotización del Régimen Especial de Trabajadores por Cuenta Propia o Autónomos, al objeto de acercar las bases de cotización en dicho Régimen a los ingresos netos de este colectivo. Durante los primeros tres años del período transitorio —que se extiende hasta, como máximo, el año 2031—, las estimaciones preliminares sugieren que el efecto sobre la recaudación del nuevo sistema será reducido⁵¹.

En conjunto, si bien resulta evidente que los ejercicios de proyección a largo plazo contienen, por su propia naturaleza, márgenes de incertidumbre elevados, el análisis de las medidas adoptadas en los últimos meses en el ámbito de las pensiones sugiere que los mayores compromisos de gasto asociados a la derogación de los elementos centrales de la reforma de 2013 no han sido compensados todavía en su totalidad por las nuevas medidas introducidas recientemente —cuyo impacto previsto también está sometido a un grado notable de incertidumbre—. Así, las estimaciones oficiales sitúan el ahorro asociado al mecanismo de equidad intergeneracional y a los incentivos a la jubilación demorada entre 1,4 pp y 2,4 pp de PIB en el año 2050⁵², mientras que la revalorización de las pensiones con el IPC y la derogación del factor de sostenibilidad aumentarían el gasto en pensiones entre 3,2 pp y 3,5 pp de PIB en dicho año, según la AIReF y el Informe sobre Envejecimiento, respectivamente. Además, cabe señalar que, incluso en el escenario proyectado tras la reforma de 2013, el gasto en pensiones sobre PIB se incrementaba entre 0,7 pp y 1 pp de PIB entre 2019 y 2050, debido al escenario macroeconómico y demográfico previstos.

Por ello, parece probable que hacer frente a los incrementos del gasto en pensiones que se derivarán del envejecimiento poblacional requerirá de nuevas actuaciones en el futuro por el lado de los ingresos, de los gastos o de ambos. En este sentido, el Banco de España ha venido señalando durante los últimos años la conveniencia de reforzar el vínculo entre las contribuciones realizadas y las prestaciones recibidas —asegurando un nivel suficiente para los hogares más vulnerables—. Además, se deberían analizar las consecuencias redistributivas y en términos de equidad intergeneracional de las reformas planteadas futuras. Asimismo, es deseable que se dote al sistema de una mayor transparencia y previsibilidad, con objeto de ofrecer certidumbre a los ciudadanos y de facilitar la toma de decisiones en los ámbitos del ahorro, el trabajo y la jubilación. En este sentido, podría ser conveniente valorar la introducción de mecanismos automáticos de ajuste que adapten algunos parámetros del sistema a los cambios que se produzcan en las dinámicas demográficas y económicas.

⁵¹ Al final del período transitorio, si las bases de cotización se ligan a los ingresos netos de una manera similar al que prevalece en Régimen General, el nuevo sistema podría suponer un incremento notable de las cotizaciones sociales de los autónomos, que redundaría en prestaciones más altas en el momento de la jubilación.

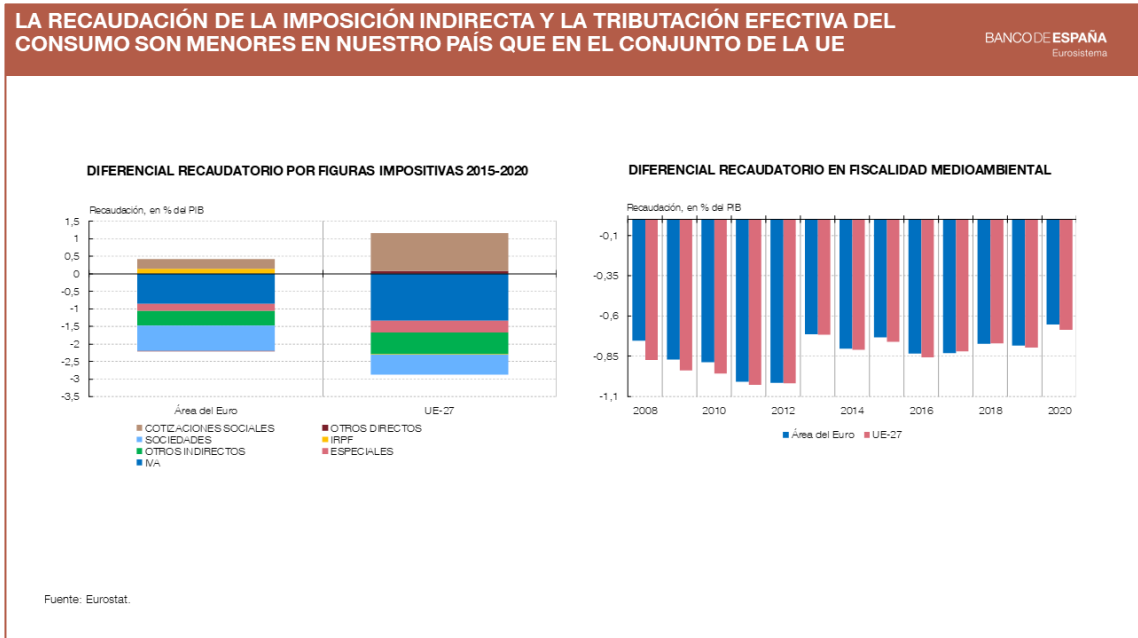
⁵² Este rango se obtiene al sumar el impacto del mecanismo de equidad intergeneracional —0,8 pp de PIB— y el rango de ahorro estimado por las autoridades como consecuencia de los incentivos a la jubilación demorada —entre 0,6 pp y 1,6 pp de PIB—.

4.3 Los ingresos públicos

Por el lado de los ingresos, mejorar la calidad de las finanzas públicas en nuestro país implicaría, entre otras actuaciones, llevar a cabo una revisión integral del sistema tributario español para valorar si, en conjunto, las distintas figuras impositivas alcanzan sus objetivos de la manera más eficaz y eficiente posible⁵³.

Un punto de partida útil para este análisis consiste en comparar la estructura tributaria de España con la de otras economías de nuestro entorno⁵⁴. En este sentido, la comparación con la media de la UE-27 en el promedio del período 2015-2020 apunta a que tanto la recaudación en el ámbito de la imposición indirecta como la tributación efectiva del consumo son menores en nuestro país. En cuanto a la imposición directa, también se observa una menor recaudación en España a través de la tributación societaria, mientras que la recaudación por la vía de la imposición sobre la renta de las personas físicas se encuentra en línea con la media de la UE-27. Por otra parte, nuestro sistema tributario obtiene una mayor recaudación relativa de la imposición sobre el capital no societario, así como unos ingresos públicos más elevados derivados de las cotizaciones sociales.

Cuando la cesta tributaria de España se compara, no con la UE, sino con el promedio de las economías del área del euro durante el período 2015-2020, también se aprecia un diferencial recaudatorio negativo en nuestro país en relación con la imposición indirecta y con la societaria, y una mayor recaudación en el resto de los impuestos directos y en las cotizaciones sociales.



⁵³ De cara a esta revisión, puede ser de utilidad tomar en consideración el diagnóstico del sistema tributario español y las medidas planteadas para su eventual reforma que se incluyen en el [Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria](#) presentado el pasado mes de marzo por un comité de expertos nombrado por el Gobierno con el objetivo de elaborar un documento que sirviera como fundamento para una futura reforma fiscal.

⁵⁴ Para un análisis descriptivo más detallado de la estructura tributaria de España en relación con la de las economías de la UE-27, véase López-Rodríguez y García Ciria (2018), "[Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea](#)", Documento Ocasional 1810, Banco de España.

La literatura académica ha señalado que existen ganancias potenciales, en términos tanto de eficiencia como de equidad, provenientes de otorgar un mayor peso relativo a la imposición sobre el consumo⁵⁵, mientras que los ingresos adicionales asociados a las ganancias de eficiencia de la recomposición de la cesta tributaria podrían destinarse a neutralizar sus potenciales efectos regresivos. Esta compensación podría articularse tanto a través de ajustes en la imposición sobre la renta personal como mediante distintos esquemas de transferencias a los hogares con menor renta⁵⁶. La cuantía y el alcance de estas medidas compensatorias se deberían establecer en función de las preferencias distributivas de la sociedad.

Una eventual recomposición de la cesta tributaria en España debería revisar el gasto fiscal asociado a los beneficios fiscales establecidos en la tributación sobre el consumo. De acuerdo con la información disponible, este gasto es el principal componente de los beneficios fiscales en nuestro país⁵⁷. En este sentido, es necesario continuar con la revisión —rigurosa e independiente— del conjunto de los beneficios fiscales existentes en las distintas figuras tributarias españolas, tras la revisión inicial realizada por la AIREF, para determinar si estos cumplen de manera eficaz y eficiente los objetivos que justificaron su introducción y para eliminar aquellos que no lo hagan.

Por otra parte, existe un amplio consenso en que la política fiscal, en general, y la fiscalidad medioambiental, en particular, han de desempeñar un papel fundamental para reducir los efectos negativos asociados al cambio climático e incentivar la transición energética. Por ello, y para facilitar el cumplimiento de los ambiciosos objetivos climáticos que España ha asumido en el medio y largo plazo, resultaría conveniente que la tributación medioambiental en nuestro país se elevara gradualmente en los próximos años una vez se supere la actual perturbación sobre los precios de las materias primas energéticas y se aproximara a la que presentan otros países de nuestro entorno. Previsiblemente, esta política tendría un efecto distributivo relevante sobre los hogares con menores recursos y afectaría negativamente a la actividad de aquellos sectores con mayor impacto medioambiental. No obstante, estos efectos podrían mitigarse con la articulación de paquetes compensatorios que trataran de neutralizar los impactos regresivos de las medidas aplicadas sobre los colectivos más vulnerables.

Por su parte, la creciente digitalización y globalización de la actividad económica requieren incrementar la coordinación y la armonización del sistema tributario a escala internacional. En este contexto, deben valorarse muy positivamente los recientes acuerdos de tributación internacional alcanzados en el marco de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)-G-20, así como las diferentes iniciativas de la UE para avanzar en la coordinación y en la integración de la imposición societaria y de la tributación de las

⁵⁵ El papel redistributivo y de aseguramiento social de la imposición sobre el consumo y sus efectos positivos sobre el bienestar se han examinado en Correia (2010), "[Consumption Taxes and Redistribution](#)", *American Economic Review*, 100:4. El potencial efecto expansivo sobre la actividad económica que supondría desplazar la carga tributaria de la imposición sobre la renta al consumo se examina, por ejemplo, en Nguyen et al. (2021), "[The Macroeconomic Effects of Income and Consumption Tax Changes](#)", *American Economic Journal: Economic Policy*, 13:2, 439-466.

⁵⁶ La Spending Review de la AIREF y el Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria han señalado la ineficiencia y el elevado coste que supone aplicar una política redistributiva a través de un uso profuso de tipos reducidos y superreducidos en el impuesto sobre el valor añadido (IVA). En este sentido, un IVA de tipo único, combinado con transferencias o impuestos negativos en el IRPF a los hogares con menor renta, permitiría alcanzar los mismos objetivos distributivos de manera más eficiente.

⁵⁷ 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 45,2 mm de euros.

actividades digitales. El sistema tributario español debe adaptarse a esta nueva realidad, ya que profundizar en los procesos de coordinación internacional y de armonización tributaria impulsados a nivel de la UE es la mejor garantía para evitar que se erosionen las bases fiscales y la competitividad de nuestra economía.

4.4 El papel de las reformas estructurales

Los posibles ajustes sobre los gastos e ingresos públicos que acabo de describir estarían orientados a incrementar la calidad de las finanzas públicas y, por tanto, a reforzar la sostenibilidad de las mismas. En cualquier caso, desde el Banco de España, hemos venido insistiendo en que, para avanzar en la consecución de ese objetivo último —esto es, reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas—, un enfoque complementario consistiría en el diseño e implementación de un amplio paquete de reformas estructurales ambiciosas. Como ya he mencionado en varias ocasiones en esta misma intervención, dichas reformas tendrían la capacidad para elevar nuestro potencial de crecimiento en el medio y largo plazo, y, por ende, para amplificar los efectos positivos sobre las cuentas públicas de la ejecución gradual de un plan de consolidación fiscal plurianual.

En este sentido, querría hacer una breve mención en esta parte de mi comparecencia al [Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia](#) (PRTR) español, que está vinculado a la ejecución del programa NGEU en nuestro país. Este plan contempla un total de 102 posibles reformas, que abarcan aspectos muy diversos que condicionan sensiblemente el marco institucional en el que se desenvuelve la economía española. En particular, este conjunto de reformas está inspirado, en términos generales, por un diagnóstico relativamente exhaustivo de algunas de las principales deficiencias que la economía española ha venido presentando de manera persistente en las últimas décadas. De este modo, el principal desafío del plan consiste en que dichas reformas se diseñen adecuadamente y se desplieguen con prontitud. La profundización en la estrategia reformista es particularmente importante en un contexto como el actual en el que estamos sometidos, como comentaba con anterioridad, a una perturbación de oferta negativa muy significativa, como es la derivada de la guerra de Ucrania y sus efectos sobre los precios energéticos.

4.5 La reforma del marco fiscal europeo

Actualmente la Comisión Europea está llevando a cabo una revisión del marco vigente de reglas fiscales europeas⁵⁸. Entre los objetivos de esta revisión, destacan: reducir su complejidad, mejorar su cumplimiento, promover un comportamiento más contracíclico de la política fiscal y acomodar las nuevas necesidades de inversión vinculadas a las transiciones digital y verde.

En este sentido, hay que subrayar la importancia de contar con un marco de reglas fiscales en el seno de la UEM que garantice la sostenibilidad de las cuentas públicas. Entre otros aspectos, esta reforma de las reglas fiscales debería tener en cuenta la magnitud y la disparidad de los desequilibrios presupuestarios actuales en los estados miembro (EEMM), lo que podría exigir un enfoque más individualizado y un replanteamiento de los niveles de deuda pública que sirven como ancla del PEC en el medio plazo. Además, se hace

⁵⁸ Para una discusión más detallada sobre la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, 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.

necesario dotarlo de mayor transparencia y predictibilidad, y de mejorar su cumplimiento por parte de los países. Este marco de reglas fiscales se articula en torno a una multiplicidad de objetivos y a una gobernanza compleja, lo que ha dificultado su aplicación práctica. Una posibilidad es organizar el marco en torno a un único objetivo de medio plazo de nivel de deuda pública —que podría ser distinto para cada país— y a un único instrumento de política fiscal, la fijación del gasto público con una perspectiva de medio plazo —esto es, vinculando su crecimiento al crecimiento potencial nominal de la economía—. Esta aproximación mejoraría la predictibilidad de la senda de política presupuestaria al introducir elementos que exceden el ciclo presupuestario habitual, con una mayor automaticidad, y por tanto contribuiría a mitigar las presiones procíclicas de la política fiscal y facilitaría la labor de evaluación de las autoridades independientes de control —como la AIREF en el caso español—. Debería también mejorarse la hasta ahora escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en épocas de bonanza que puedan utilizarse en los períodos de crisis. Este objetivo requeriría un mejor diseño del esquema de incentivos que rige el cumplimiento de las reglas, así como, probablemente, un reforzamiento del papel que desempeñan las autoridades independientes de responsabilidad fiscal.

El nuevo marco europeo de gobernanza fiscal debería completarse con una serie de elementos que amplíen los canales de compartición de riesgos en la UE. Esto implicaría, por ejemplo, la creación de un sistema de seguro de desempleo europeo y de una capacidad fiscal central. En este sentido, cabe señalar que el actual marco de reglas fiscales no permite asegurar que el tono agregado de las políticas fiscales nacionales sea, en cada momento, el adecuado para la UE en su conjunto, aspecto que dificulta la consecución de un *policy mix* equilibrado entre la política fiscal y la política monetaria.

También resulta imprescindible desarrollar nuevas herramientas que permitan reducir el riesgo de fragmentación financiera y financiar las nuevas necesidades de inversión común. En este contexto, se deberían ampliar algunas de las iniciativas aprobadas durante la pandemia, como, por ejemplo, el instrumento de apoyo temporal para mitigar los riesgos de desempleo en una emergencia (SURE, por sus siglas en inglés), lanzado en abril de 2020, que ha puesto de manifiesto cómo el acceso a préstamos de la UE genera un importante ahorro en intereses para la mayoría de EEMM y les protege, además, ante situaciones de estrés en los mercados financieros⁵⁹. También sería conveniente revisar el marco temporal del programa NGEU para limitar el riesgo de que puedan interrumpirse algunas de las inversiones necesarias para avanzar en la digitalización, la lucha contra el cambio climático o la autonomía estratégica de la UE. Un paso en este sentido sería, por ejemplo, reconsiderar el período contemplado para la petición de préstamos dentro de este programa, que expira a mediados de 2023.

⁵⁹ Véase Burriel, Kataryniuk y Pérez (2022).

5 Conclusiones

A modo de conclusión quisiera reiterar que la economía española se enfrenta a un escenario caracterizado por la alta inflación y las tensiones provocadas por la guerra en Ucrania, que ha provocado una revisión de las proyecciones de crecimiento económico para 2023 a la baja y un incremento significativo de las correspondientes a la inflación. En todo caso, el nivel de incertidumbre que rodea a las proyecciones económicas es extraordinariamente elevado y los riesgos se sitúan al alza para la inflación y a la baja para el crecimiento.

En este contexto, las principales recomendaciones de política económica que me gustaría trasladarles son las siguientes.

Por una parte, la política monetaria del BCE mantendrá su senda de normalización hasta que logre asegurar la convergencia de la inflación al objetivo del 2 % en el medio plazo. Por otra, el resto de políticas económicas deben jugar un papel fundamental para afrontar la situación actual a través de un pacto de rentas, unas políticas de oferta decididas, y un refuerzo del proyecto europeo.

En el ámbito estrictamente presupuestario, considero que las medidas de estímulo que puedan adoptarse deben focalizarse exclusivamente en los más vulnerables y ser de carácter temporal, de forma que se evite un impulso fiscal generalizado e incrementos adicionales del déficit público estructural que alimenten el episodio inflacionista y deterioren la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En paralelo, debe diseñarse una estrategia de consolidación fiscal cuya ejecución permita 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. Se debe acompañar, además, de una revisión integral del gasto público y del sistema impositivo que mejore su eficiencia y contribución al crecimiento económico.

Finalmente, hay que maximizar el impacto transformador de los fondos NGEU, cruciales para la economía española, 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.