

---

**29.11.2022**

**Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Senado en  
relación con el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para  
2023**

Senado

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

---

Señorías:

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

En mi intervención realizaré una actualización de la valoración de los PGE que efectué en el Congreso de los Diputados el pasado 17 de octubre. En concreto, abordaré las siguientes cuestiones. En primer lugar, revisaré las perspectivas de la economía española en un contexto internacional extraordinariamente incierto. En segundo lugar, analizaré qué papel habrían de desempeñar, en semejante coyuntura, las políticas económicas. En el tercer bloque ofreceré mi visión acerca de los principales aspectos de los 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 está impactando a las finanzas públicas. Por último, concluiré con algunas reflexiones sobre los retos de medio plazo de la política fiscal en nuestro país.

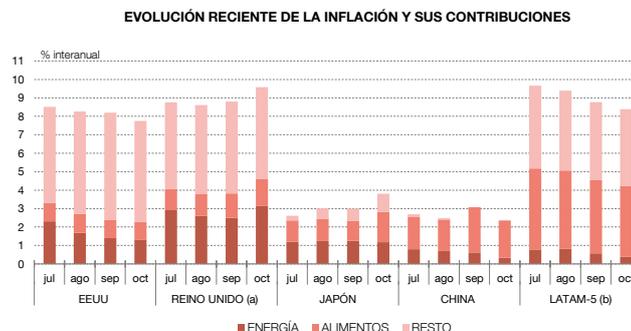
## 1 La evolución reciente y las perspectivas de la economía española

### 1.1 El contexto global y europeo

La actividad económica global ha venido perdiendo dinamismo de manera apreciable en los últimos meses. Esta evolución adversa está siendo la consecuencia de una serie de factores que estarían interactuando entre sí. Posiblemente, el más destacado sea el repunte de la inflación mundial, hasta alcanzar niveles inéditos en varias décadas. Estas presiones inflacionistas están llevando a una reacción contundente de los principales bancos centrales, que está dando lugar a un endurecimiento significativo de las condiciones financieras globales.

#### PERSISTEN LAS ELEVADAS TASAS DE INFLACIÓN A ESCALA GLOBAL

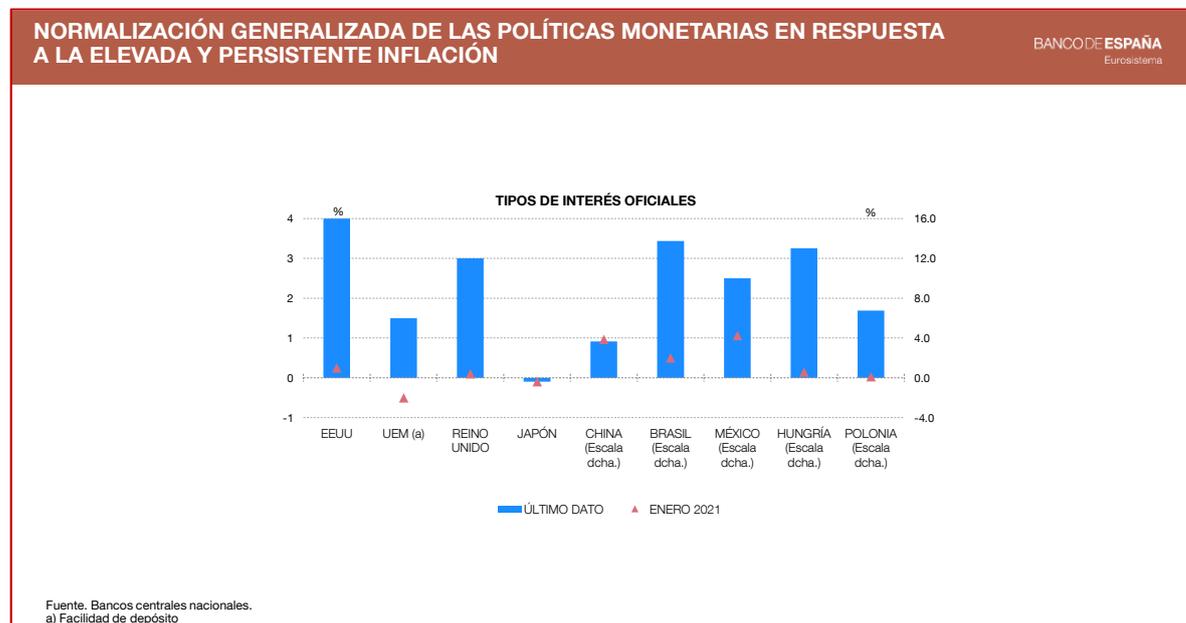
BANCODE ESPAÑA  
Eurozona



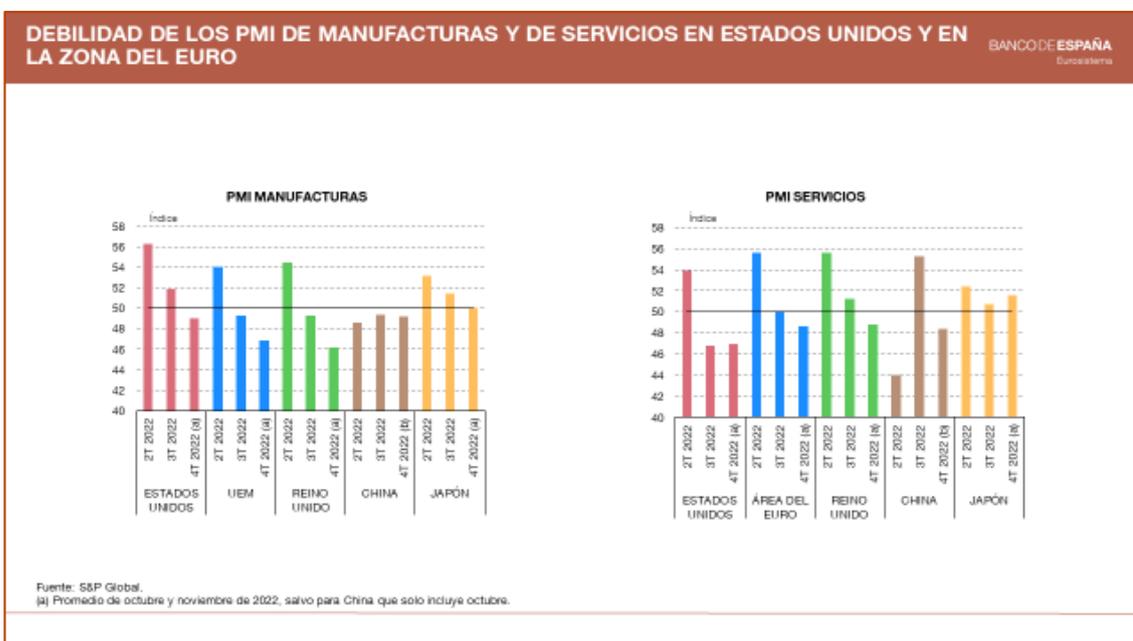
Fuentes: Estadísticas nacionales y Refinitiv.  
a Corresponde al índice CPIH, por sus siglas en inglés.  
b El agregado LATAM-5 incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Una parte elevada del aumento de los precios de consumo obedece al incremento del coste de muchas materias primas importadas, lo que está reduciendo el poder de compra de las rentas de hogares y empresas.

El encarecimiento de las materias primas precedió a la guerra en Ucrania, pero se ha visto intensificado por ella. Además, el conflicto bélico 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.

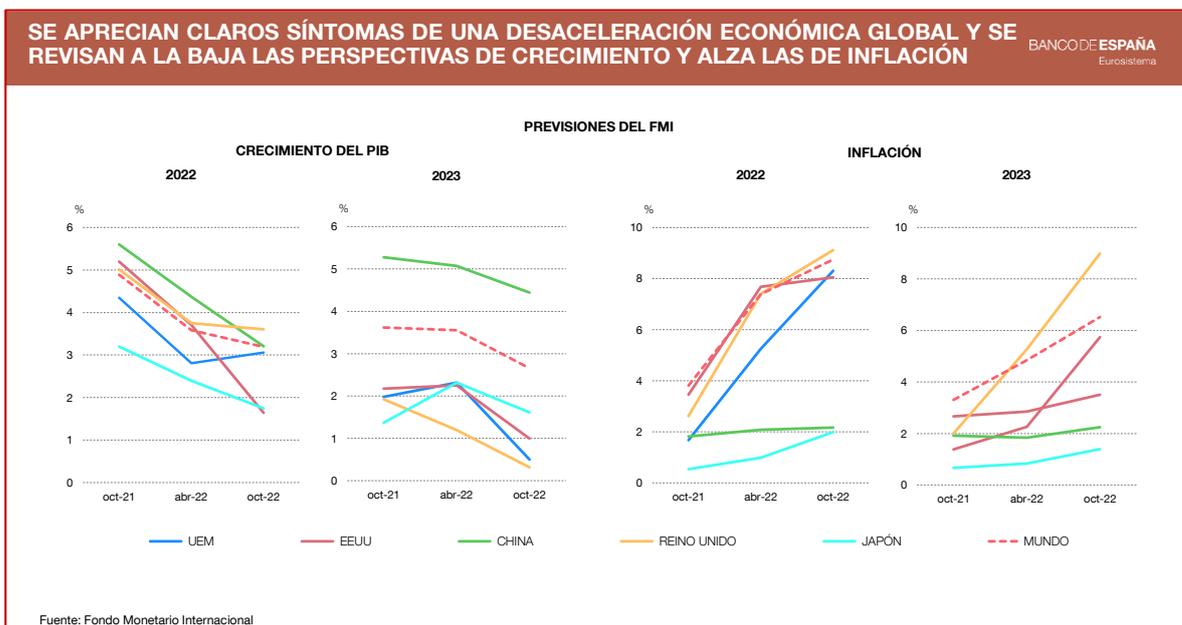


La confluencia de todos estos factores ya habría contribuido a una notable desaceleración de la actividad en las dos principales economías mundiales –Estados Unidos y China–, lo que se ha traducido en revisiones a la baja notables en el crecimiento previsto del PIB de estos países en el ejercicio en curso.



Y las señales de ralentización de la actividad son ya muy generalizadas por áreas geográficas. Por ejemplo, tanto los PMI de manufacturas como los de servicios se han reducido de forma apreciable en las principales economías mundiales desde el verano, situándose ya, en muchos casos, en territorio contractivo. La menor actividad también se ha reflejado en una moderación del comercio internacional.

Estos desarrollos han conducido a que los analistas económicos hayan venido revisando, de forma sistemática y muy significativa, sus previsiones de crecimiento económico a la baja tanto para este año como para el que viene. En paralelo, la probabilidad que los mercados financieros otorgan a una recesión global ha aumentado de manera importante.

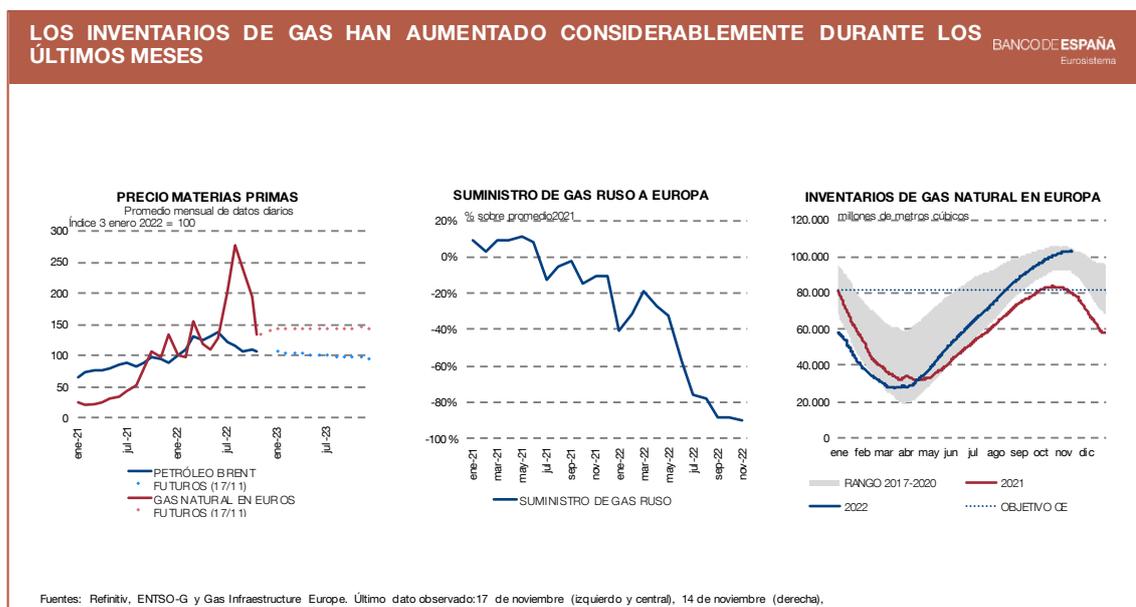


Como ejemplo, las últimas previsiones publicadas en octubre por el Fondo Monetario Internacional (FMI) anticipan una moderación del crecimiento de la economía global desde el 6 % en 2021 al 3,2 % en 2022 y al 2,6 % en 2023. Estas tasas de crecimiento para 2022 y 2023 son 0,4 pp y 1 pp menores, respectivamente, que las que el FMI proyectaba en abril.

En paralelo, la mayor intensidad y la generalización del repunte inflacionista han acarreado sucesivas revisiones al alza de las previsiones de inflación. Por ejemplo, las nuevas proyecciones de la inflación global del FMI 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.

La cara más positiva de la pérdida de dinamismo de la actividad está siendo la reducción desde mediados del año de los precios de la mayor parte de las materias primas y la atenuación de los problemas de cuellos de botella que venían afectando a las cadenas globales de producción y suministros, lo que está aliviando, hasta cierto punto, los riesgos de recesión global severa acompañada de inflación muy elevada y persistente.

Europa está particularmente expuesta a los desarrollos vinculados con la guerra, tanto por la proximidad geográfica 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 y la reducción de su consumo. Esta reducción en la demanda de gas ha venido explicada por su elevado precio, por unas temperaturas cálidas, por medidas de ahorro como la limitación de temperaturas y por la sustitución por otras fuentes de energía. De hecho, Europa se aproxima al invierno con unos niveles de almacenamiento de gas históricamente elevados, y por encima de los objetivos marcados por la Unión Europea.

No obstante, las actuaciones desarrolladas hasta la fecha no garantizan plenamente la disponibilidad de suministro durante los próximos inviernos —especialmente, en algunos países centroeuropeos—. Si las condiciones climatológicas en Europa son severas, la escasez de gas podría dar lugar a nuevas escaladas en el precio y desabastecimientos en algunos países, con efectos adversos muy severos sobre la actividad. Es por ello que sigue siendo clave la necesidad de actuar con anticipación para reducir el consumo y extender los mecanismos de solidaridad y de desarrollo de interconexiones.

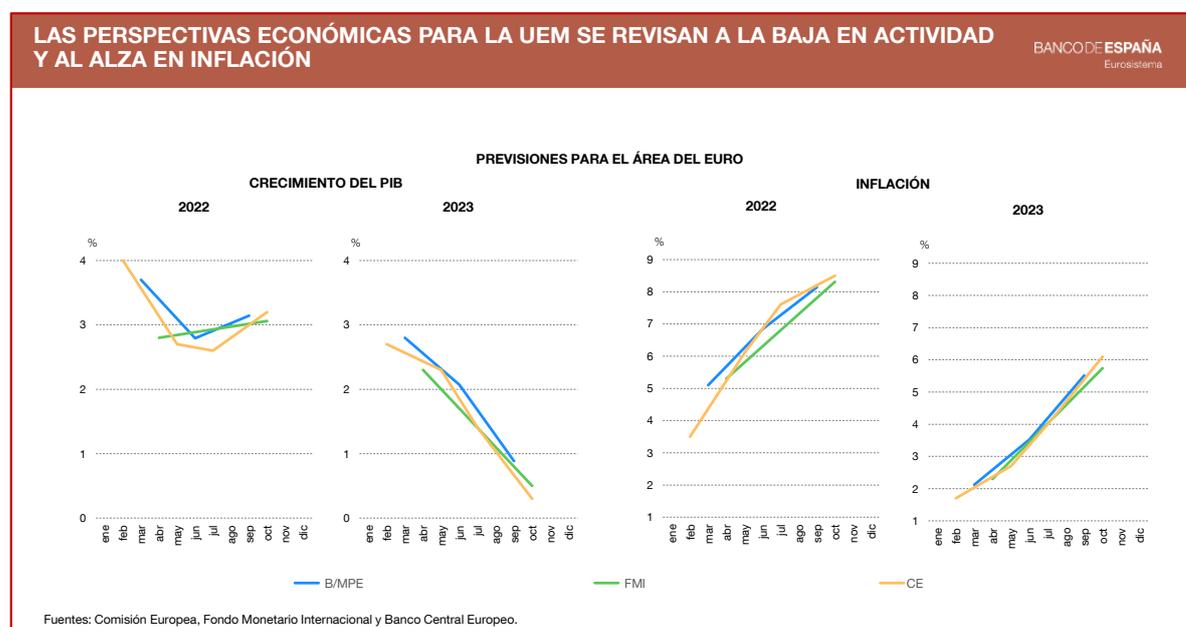
Las presiones inflacionistas en el área del euro se han intensificado y evidencian una mayor persistencia que la que se estimaba unos meses atrás. Así, la tasa de inflación de la UEM alcanzó el 10,6 % en octubre. En términos de composición, algo más de un 40% de la inflación se explica de manera directa por el componente energético. Pero el encarecimiento de la energía ha ido repercutiendo también de manera indirecta sobre el precio del resto de componentes de la cesta de consumo. Según las estimaciones existentes, los “efectos indirectos” de la energía explican casi un 30% de la inflación subyacente, o, dicho de otro modo, en torno a un 10 % de la inflación general.

Por otro lado, alrededor de una cuarta parte del incremento de la inflación se debe al componente de alimentos. El fuerte encarecimiento de estos bienes está relacionado con la intensa demanda mundial de las materias primas alimenticias, la meteorología adversa y el aumento de los costes del transporte marítimo internacional y de algunos insumos esenciales, como los combustibles y los fertilizantes.

En cualquier caso, al margen de la evolución de los precios de la energía y los alimentos, también se ha producido una generalización de las presiones alcistas de los precios de otros bienes y servicios, lo que ha llevado a la inflación subyacente al 5% en octubre, en un contexto en el que aún persisten ciertas restricciones de oferta en algunos sectores y en el que se ha producido una intensa reorientación de la demanda hacia los servicios de mayor contacto social<sup>1</sup>. De hecho, más de la mitad de las rúbricas de la inflación subyacente presentan tasas superiores al 4 %.

En cuanto a la evolución de la actividad, el crecimiento del PIB en la UEM sorprendió al alza en la primera mitad del año —con incrementos intertrimestrales del 0,6 % y del 0,8 % en los dos primeros trimestres de 2022—, en gran medida como consecuencia de la eliminación de las restricciones asociadas a la pandemia. En cambio, durante el tercer trimestre se ha producido una moderación notable —con un avance del PIB del 0,2% intertrimestral—, que, posiblemente, se intensificará en los meses finales del año como parece desprenderse de los indicadores más recientes.

Esta ralentización de la actividad sería reflejo, fundamentalmente, de la crisis energética (que ha conducido a una pérdida de poder adquisitivo de los hogares del área del euro y a un aumento de los costes de 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.



<sup>1</sup> 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.

Las proyecciones económicas más recientes contemplan una moderación de la actividad muy intensa en 2023. En concreto, según las previsiones de otoño de la Comisión Europea, publicadas el 11 de noviembre, la tasa de crecimiento del PIB para el conjunto de la UEM pasaría del 3,2 % en 2022 al 0,3 % en 2023, cifra inferior en dos décimas a la de las publicaciones más recientes del FMI y la OCDE (que datan, respectivamente, del 11 de octubre y el 22 de noviembre). Y esa tasa es cuatro décimas menor que la proyección del BCE, que data del 8 de septiembre.

El consenso de los analistas ha venido también revisando las previsiones de inflación significativamente al alza, tanto para 2022 como para 2023. Por ejemplo, las últimas previsiones de la Comisión sitúan la inflación de la UEM en el 8,5 % en el promedio de 2022 y en el 6,1 % en 2023, tasas que superan en 1 pp y 2,1 pp, respectivamente, a las que proyectaba en julio y en 0,4 pp y 0,6 pp a las del BCE 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. Esta dispersión se sitúa en niveles muy elevados en el caso del PIB —cerca de los observados en la crisis financiera de 2008— y en máximos históricos en el caso de las perspectivas de inflación.

En concreto, estas perspectivas están condicionadas muy sensiblemente por la evolución del conflicto bélico en Ucrania, pues de ella dependen, en gran medida, aspectos tan importantes como 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 —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.

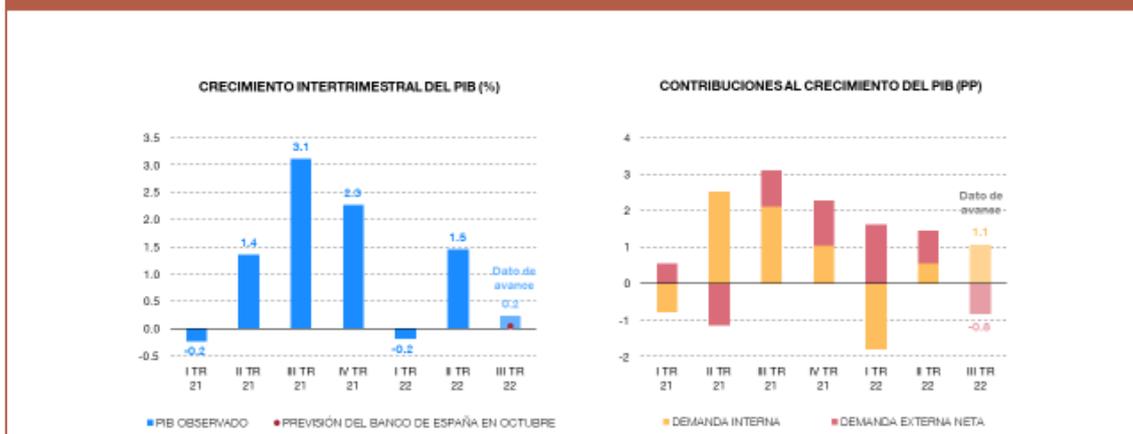
En conjunto, habida cuenta de estas incertidumbres asociadas a la guerra, los riesgos sobre el escenario central de las proyecciones se encuentran orientados a la baja en el caso del crecimiento del PIB y al alza en el de la inflación. Como ilustración, las previsiones del BCE de septiembre incorporaron un escenario adverso en el que 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 %.

## **1.2 Los desarrollos recientes de la economía española**

Los desarrollos anteriores están lastrando el crecimiento del PIB e incrementando las presiones inflacionistas también en España. La elevada incertidumbre geopolítica desatada tras el inicio de la guerra y la crisis energética en Europa han afectado a las decisiones de gasto de los agentes privados españoles, al dañar su confianza y exacerbar la pérdida de renta real que ya estaban experimentando con anterioridad al estallido del conflicto bélico. Además, el endurecimiento de la política monetaria del BCE, como consecuencia de la persistencia de la inflación en niveles elevados ha dado lugar a una menor laxitud de las condiciones financieras a las que se enfrentan las Administraciones Públicas, los hogares y las empresas de nuestro país.

**EN ESPAÑA, EL PIB SE DESACELERÓ DE FORMA INTENSA EN EL TERCER TRIMESTRE, EN LÍNEA CON LO ESTIMADO EN LAS PROYECCIONES DEL BANCO DE ESPAÑA DE OCTUBRE**

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema



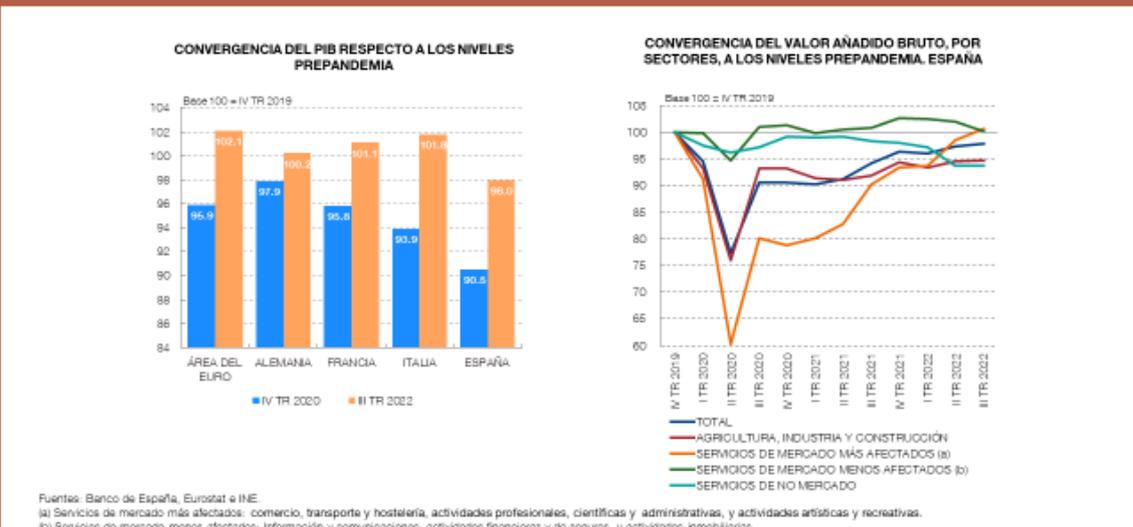
Como resultado, el PIB se desaceleró de forma intensa en el tercer trimestre, hasta registrar, según la estimación preliminar del INE, un avance del 0,2 % intertrimestral, tasa muy inferior al 1,5 % observado en el trimestre precedente. Este dato se situó en línea con lo estimado en las proyecciones de octubre del Banco de España, que contemplaban un crecimiento del 0,1%.

El avance del producto tuvo su origen en la contribución positiva de la demanda interna, fruto del aumento del consumo privado y público y la inversión excluida la construcción. Por el contrario, la aportación de la demanda exterior neta fue negativa, ya que las importaciones aumentaron con más fuerza que las exportaciones.

Por el lado de la oferta, los mayores crecimientos procedieron, como en el trimestre anterior, de las ramas de los servicios de mercado que en su momento estuvieron más golpeadas por la pandemia, especialmente de las vinculadas al ocio y a la hostelería, mientras que las ramas primarias, industriales y de la construcción mostraron una evolución más débil, probablemente por verse más afectadas por las dificultades de suministro y por el encarecimiento de la energía. Del mismo modo que la actividad, el empleo moderó su dinamismo en el tercer trimestre.

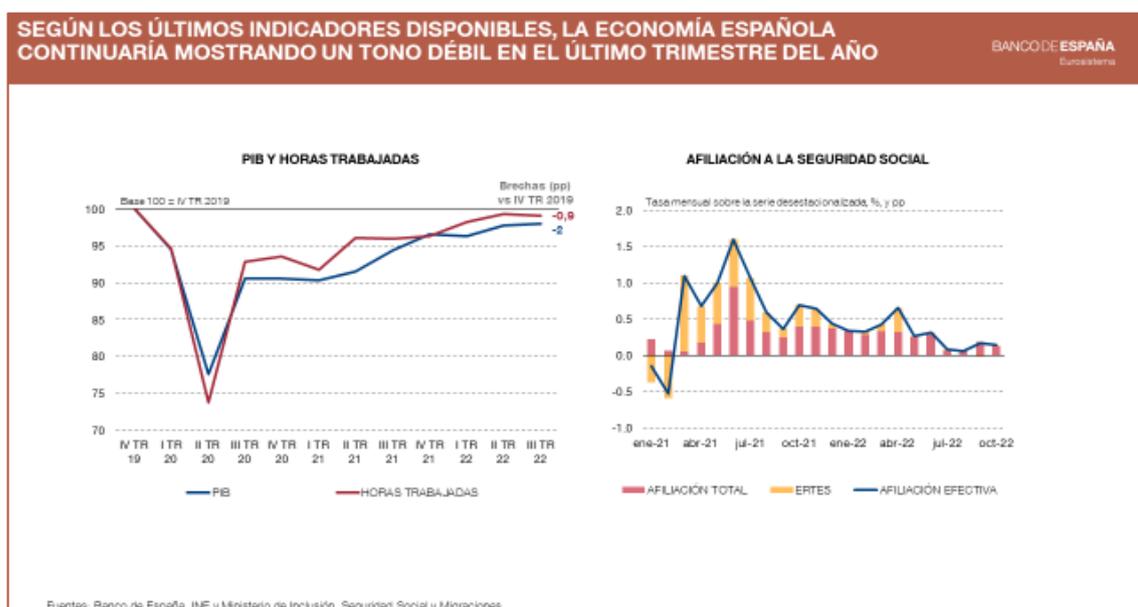
**A DIFERENCIA DEL ÁREA DEL EURO, LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD EN ESPAÑA ES AUN INCOMPLETA, Y DESIGUAL POR SECTORES**

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema



Tras el dato preliminar del tercer trimestre, el nivel del PIB de la economía española se encuentra aún 2 pp por debajo del alcanzado a finales de 2019. En el caso del mercado de trabajo, la brecha con el nivel pre-crisis es también todavía negativa, aunque inferior que en el caso del producto (de -0,9 pp), en términos de las horas totales trabajadas. Sin embargo, el número de personas ocupadas es ya más elevado que a finales de 2019 (en un 0,6 %).

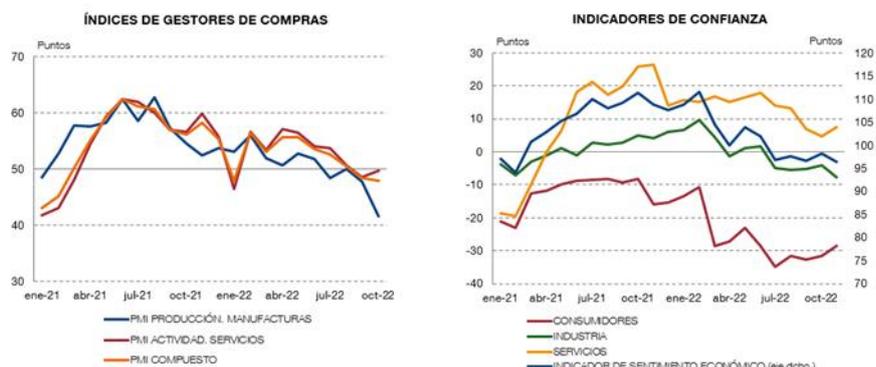
En cambio, en el conjunto del área del euro, todas estas brechas son ya positivas. Los niveles de actividad y de personas ocupadas se sitúan, en el tercer trimestre, 2,1 y 1,9 pp por encima de la cota previa a la crisis. En el caso de las horas trabajadas, la brecha positiva ascendía en el segundo trimestre, al que corresponde el último dato disponible, a 0,4 pp.



Los indicadores referidos al cuarto trimestre apuntan a una prolongación de la debilidad de la actividad, que podría experimentar un leve crecimiento positivo, similar al del tercer trimestre. En particular, los indicadores cualitativos han tendido a mostrar un cierto debilitamiento adicional en el trimestre en curso. El indicador compuesto de los índices de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) cayó hasta los 48 puntos en octubre, situándose, por tanto, en terreno contractivo, al estar por debajo del nivel de 50, que, *a priori*, marca la frontera entre el aumento y el descenso de la actividad. Por su parte, el indicador de sentimiento económico se mantiene también en niveles relativamente reducidos, destacando, por componentes, el peor comportamiento relativo del índice de confianza de los consumidores.

## LOS INDICADORES DE CONFIANZA PERMANECEN EN NIVELES MUY REDUCIDOS O SIGUEN MANTENIENDO UNA SENDA DESCENDENTE

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosisistema

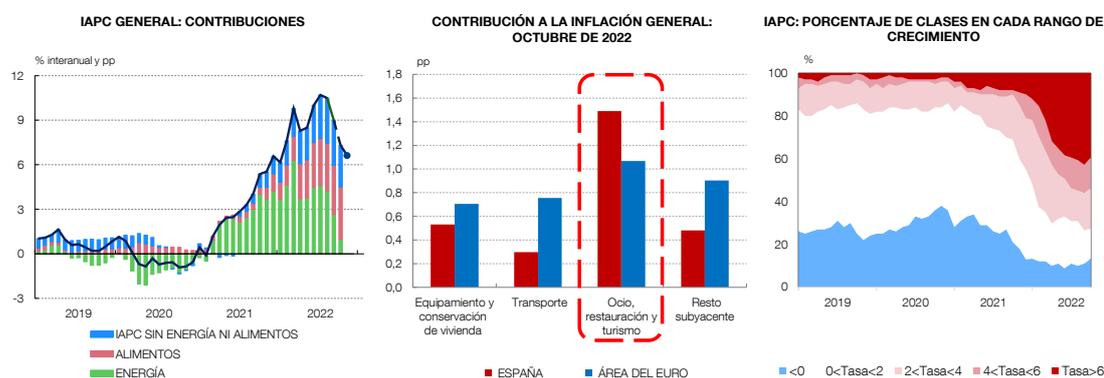


Fuentes: S&P Global y Comisión Europea. Último dato observado: octubre (PMIs) y noviembre (indicadores de confianza).

Sin embargo, el empleo ha mantenido un tono más dinámico. En octubre, el avance de la afiliación a la Seguridad Social no difirió mucho de los aumentos observados a lo largo del tercer trimestre (0,1 % intermensual sobre la serie desestacionalizada). La información más reciente correspondiente a la primera quincena de noviembre muestra un comportamiento incluso algo más vigoroso del empleo en este periodo, que lleva a entrever que la cifra de afiliados podría ser en el conjunto del mes similar a la de octubre, en términos brutos, frente a los descensos que suelen ser habituales en este mes (-0,2% en el promedio entre 2016 y 2019).

## LAS PRESIONES INFLACIONISTAS EN ESPAÑA CONTINÚAN SIENDO MUY ELEVADAS Y ABARCAN UN AMPLIO ESPECTRO DE COMPONENTES DE LA CESTA DE CONSUMO

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosisistema



Fuente: INE.

Por su parte, los precios de consumo han venido moderándose en los últimos meses. En concreto, según el indicador adelantado, el IAPC correspondiente a noviembre registró una variación interanual del 6,6% en noviembre, cifra que, de confirmarse, supondría una desaceleración de 4,1 pp frente al máximo de julio. Ahora bien, es importante destacar que este descenso se debe, de forma exclusiva, al componente energético, que, por las razones que he expuesto antes, está viéndose sometido a enormes vaivenes, mientras que, por el contrario, el resto de componentes han seguido acelerándose de forma notable.

En concreto, la disminución de la contribución del componente energético es atribuible, sobre todo, al descenso de los precios de consumo de la electricidad, dado el sistema de fijación de los mismos vigente en España para los hogares que están en el mercado regulado, que hace que la transmisión al consumidor de las variaciones de precios en los mercados mayoristas sea instantánea. Ello supone una diferencia importante con la mayoría de los países europeos, en los que la transmisión de los precios mayoristas de la electricidad a los minoristas tarda mucho más en producirse, por lo que el componente energético no se ha desacelerado como en España.

Además, a lo largo de todo el año, el crecimiento de los precios energéticos en nuestro país se está viendo contenido por los efectos de las distintas medidas adoptadas por las autoridades. Según las estimaciones del Banco de España, estas medidas habrían contribuido a reducir la tasa de la inflación general en octubre, el último mes para el que se dispone de información desagregada, en algo más de 2 pp, siendo el descuento en el precio de los carburantes y el tope al incremento del coste de la materia prima en la tarifa TUR del gas las dos medidas que habrían tenido el impacto mitigador más elevado –casi 1,5 pp-. En cambio, los efectos de las medidas que afectan al precio de la electricidad ha sido muy modesto en octubre. Esto se debe, por un lado, a que el efecto de la excepción ibérica fue reducido, debido a la caída del precio del gas<sup>2</sup>, y, por otro, a que la rebaja del Impuesto Especial sobre la Electricidad (IEE) y la disminución de los cargos de la factura eléctrica han dejado de tener un impacto negativo en la inflación, ya que estas rebajas comenzaron a aplicarse a mediados de septiembre del pasado año<sup>3</sup>.

Por el contrario, los precios de los alimentos están registrando una fuerte aceleración, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 14% en octubre<sup>4</sup>.

La inflación subyacente ha alcanzado cotas muy elevadas, del 4,4 % en octubre. Ello da idea del grado de generalización de las presiones inflacionistas. En ese mes, el 52 % de las partidas del IAPC registró avances interanuales superiores al 4 %. Esta cifra contrasta con la registrada, por ejemplo, en el pasado mes de enero, cuando ese porcentaje era inferior al 25 %. Esta dinámica se ha visto favorecida por la persistencia y la magnitud de los incrementos pasados en los precios de la energía y de otras materias primas, que se ha ido trasladando al precio del resto de bienes y servicios de consumo con una intensidad que podría estar siendo mayor que la observada antes de la pandemia<sup>5</sup>.

En el futuro inmediato, el mantenimiento de las tendencias recientes en los precios del gas y, por tanto, de la electricidad debería contribuir a contener la evolución de la inflación general durante el invierno. No obstante, es posible que la transmisión de los aumentos

---

<sup>2</sup> En particular, hubo nueve días en octubre en los que el tope al precio del gas no estuvo operativo porque dicho precio estuvo por debajo de los 40 €/MWh.

<sup>3</sup> En particular, el IEE se redujo del 5,11 % al 0,5% mientras que los cargos de la factura eléctrica fueron aminorados en un 96% respecto a agosto de 2021 (a día de hoy, los cargos de la factura eléctrica se encuentran un 56% por debajo de ese mismo mes).

<sup>4</sup> Con ello, la aportación de este componente al incremento del índice general ha alcanzado en este mes aproximadamente el 50 %.

<sup>5</sup> 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.

pasados de los incrementos de los precios energéticos a los precios de otros bienes y servicios esté aún inconclusa, lo que contribuirá, muy probablemente, al mantenimiento de tasas de inflación subyacente elevadas en los próximos meses.

Desde la perspectiva de la formación de precios de los bienes y servicios producidos en nuestro país, 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 octubre, los convenios colectivos con vigencia en 2022 han pactado un incremento salarial medio algo superior al 2,6 %<sup>6</sup>, si bien el porcentaje de trabajadores cubiertos por cláusulas de salvaguarda frente a la inflación ha repuntado hasta casi el 24 % —desde el 16,1 % registrado en 2017—, 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 pandemia<sup>8</sup>. 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 retrocedió con la pandemia, estaría retornando a los niveles previos a la misma. En cualquier caso, es importante destacar que los desarrollos agregados ocultan una considerable heterogeneidad entre sectores y empresas<sup>9</sup>. 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.

---

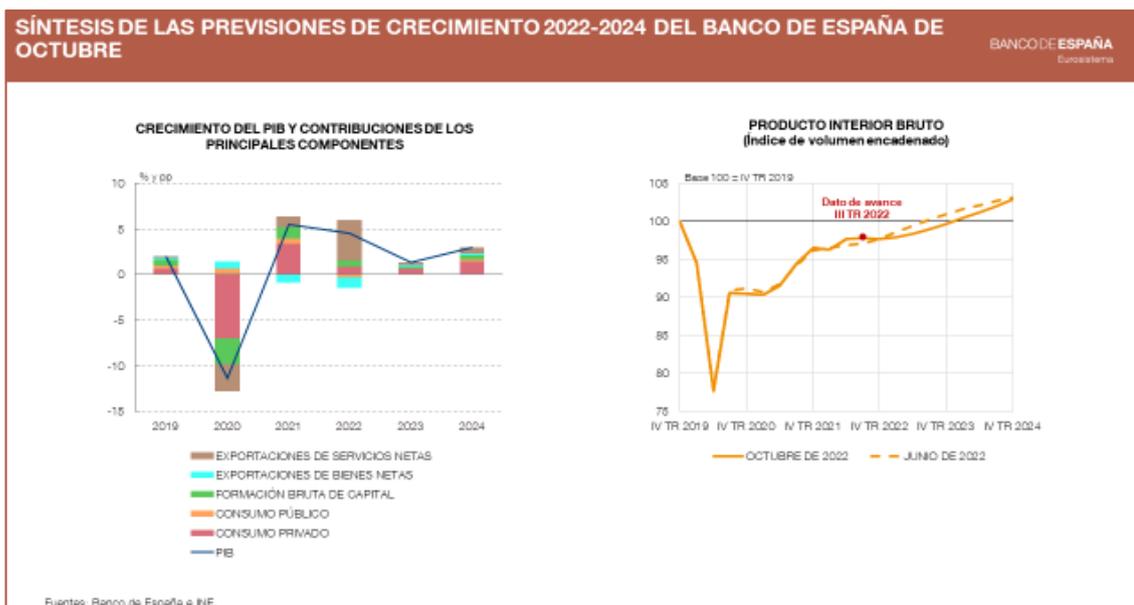
<sup>6</sup> Este aumento refleja mayoritariamente lo pactado en convenios firmados en años anteriores. El incremento salarial acordado hasta octubre de este año en los convenios de nueva firma también se ha mantenido relativamente contenido, en el 2,9 %.

<sup>7</sup> Este porcentaje se elevaría hasta el 45 % con la información parcial disponible referida al año 2023.

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> Para más detalles sobre la heterogeneidad en la evolución de los márgenes a nivel empresa, véase A. Fernández-Cerezo, J. M. y E. Prades (2022), «Evolución reciente de los márgenes empresariales en España», Boletín Económico, 3/2022, Banco de España.

### 1.3 Las proyecciones macroeconómicas de la economía española



El Banco de España publicó el pasado 5 de octubre sus proyecciones macroeconómicas más recientes para la economía española<sup>10</sup>. En el tiempo transcurrido desde esa fecha, los desarrollos observados no conducen, en un contexto de mantenimiento de un entorno macrofinanciero y geopolítico extraordinariamente incierto, a una modificación muy significativa de la valoración realizada entonces. Por consiguiente, es probable que el escenario dibujado en las próximas proyecciones del Banco de España no difiera sustancialmente del de septiembre<sup>11</sup>.

En concreto, en las proyecciones de octubre se estimaba que el PIB de nuestro país crecerá a tasas del 4,5%, el 1,4% y el 2,9% en 2022, 2023 y 2024, respectivamente. En comparación con las proyecciones publicadas en junio, comportaron una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2022 de 0,4 pp. En cambio, el crecimiento proyectado para 2023 era 1,5 pp menor.

En resumen, en los meses de invierno, es probable que se prolongue la fase actual de debilidad de la actividad económica, bajo el peso de la presión que la elevada inflación está ejerciendo sobre las rentas de los hogares. Además, cabe la posibilidad de que el dinamismo reciente de los flujos turísticos procedentes del exterior, hasta recuperar prácticamente los niveles previos a la crisis sanitaria se resienta, a corto plazo, por los efectos del repunte inflacionista sobre las rentas reales de los potenciales turistas.

A partir de la primavera, se espera que la actividad recobre un vigor creciente, al verse impulsada por la conjunción de diversos factores. Estos incluyen un alivio gradual de las tensiones 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

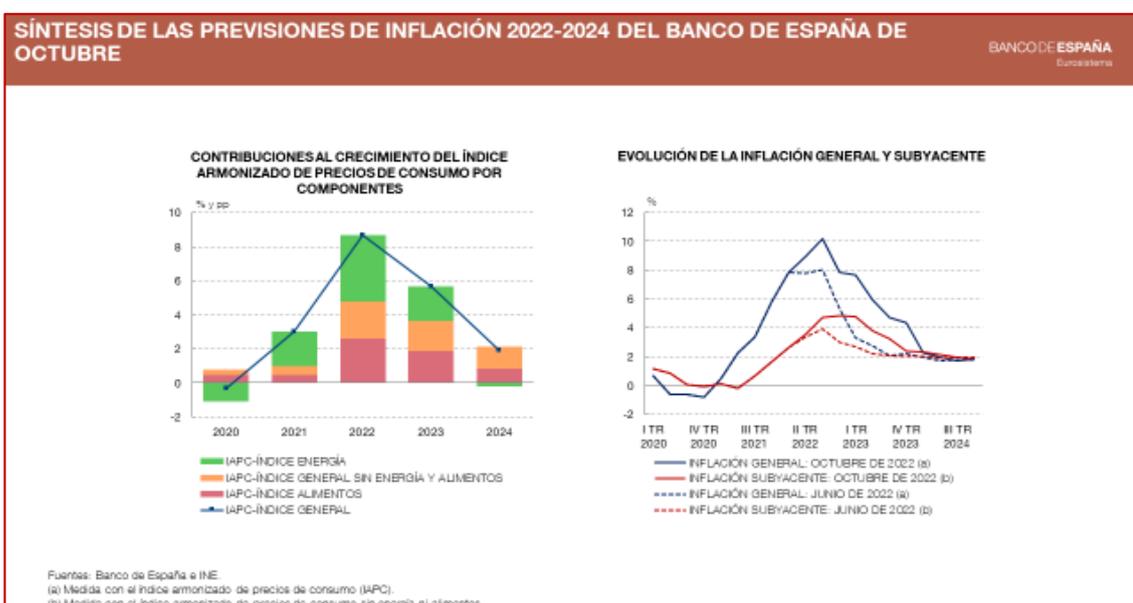
<sup>10</sup> Véase “[Proyecciones macroeconómicas para la economía española \(2022-2024\)](#)”, «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 3/2022, Banco de España.

<sup>11</sup> El personal de la institución está elaborando en la actualidad las siguientes proyecciones en el marco del ejercicio conjunto del Euro sistema y serán publicadas en diciembre.

persisten en las cadenas de aprovisionamiento global y un mayor despliegue relativo de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU)<sup>12</sup>. El progresivo fortalecimiento de la actividad no será, previsiblemente, lo suficientemente intenso como para permitir que la recuperación del nivel del producto previo a la pandemia se produzca antes de comienzos de 2024.

En cuanto a la inflación, las proyecciones de octubre se revisaron al alza hasta una inflación media en 2022 del 8,7%, que se moderaría gradualmente hasta el 5,6% y el 1,9% en 2023 y 2024, respectivamente. Esta moderación respondería, 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.



Conviene subrayar que las proyecciones de octubre 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

<sup>12</sup> La ejecución de proyectos asociados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) del NGEU se está desarrollando con un cierto retraso. 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.

aumentos de costes energéticos pasados a los precios de venta finales se encuentra ya en un estado relativamente avanzado de culminación. En particular, en cuanto a la evolución de los márgenes, se proyecta un crecimiento suave en 2023, inferior al que presentarían en 2022, y que sería en todo caso insuficiente para compensar la caída que se registró en 2020, ya que los márgenes se mantendrían ligeramente por debajo de los niveles de 2019.

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 (lo que habitualmente se conoce como efectos de segunda vuelta). No obstante, como decía, el aumento de la incidencia de las cláusulas de salvaguarda en los convenios colectivos, que supera el 40% de los trabajadores afectados en 2023<sup>13</sup>, supone un elemento de riesgo.

#### 1.4 Los elementos de incertidumbre sobre las proyecciones



Las perspectivas económicas están sometidas a un elevado grado de incertidumbre.

El principal elemento de incertidumbre está relacionado con la evolución de los mercados energéticos. Los riesgos sobre la actividad económica que proceden de este ámbito emanan tanto de la incierta evolución de los precios de estos bienes como de las dudas acerca del propio abastecimiento del gas en Europa en cantidades suficientes como para satisfacer la demanda.

Otra fuente de incertidumbre está asociada al grado de traslación de los aumentos de precios y costes 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 colectivos, habría elevado la probabilidad de que se desencadenen efectos de segunda vuelta significativos, y, por tanto,

<sup>13</sup> Según la información de carácter parcial recolectada de los convenios colectivos con vigencia para 2023 (véase [Un análisis del contenido de las cláusulas de salvaguarda firmadas recientemente](#), Recuadro 6, Informe Trimestral de la Economía Española. 3/2022).

de que se produzca un agravamiento adicional del proceso inflacionario, con consecuencias adversas sobre la competitividad exterior y sobre la actividad y el empleo.

Además, la persistencia del actual episodio de elevados crecimientos de precios incrementa los riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo. 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.

Estas incertidumbres acerca de la persistencia del episodio inflacionista, asociadas tanto a la duración de las perturbaciones que han dado lugar al mismo (como la elevación de los precios de las materias primas) como a los elementos de propagación que acabo de mencionar introducen, adicionalmente, incertidumbres sobre la duración e intensidad del proceso de normalización monetaria. Una mayor persistencia de la inflación obligaría a un endurecimiento mayor del tono de la política monetaria, lo que incrementaría la vulnerabilidad de aquellos agentes con una situación económica y financiera menos saneada, e incidir, por tanto, sobre sus niveles de gasto en mayor medida que lo incorporado en las proyecciones de octubre. En particular, los aumentos de los tipos de interés elevarían especialmente el grado de presión financiera soportado por las empresas con mayor endeudamiento y con una proporción más elevada de pasivos cuyo coste se revisa a corto plazo, mientras que en el caso de los hogares el repunte en la presión financiera sería más intenso en las familias endeudadas de menor renta.

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 otra parte, 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. Las revisiones sucesivas a la baja que han experimentado los efectos macroeconómicos estimados del uso de estos fondos 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 1 pp. La última información disponible ha reducido este impacto a alrededor de 0,2 pp. De la misma manera, para 2022, las últimas proyecciones, publicadas el pasado mes de octubre, minoran el impacto hasta 1 pp, frente al estimado a principios de año, de 1,4 pp. Respecto a 2023, se estima 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.

Por último, otros focos relevantes de incertidumbre tienen que ver con el comportamiento de la actividad económica y de los mercados financieros internacionales, en particular, los desarrollos al respecto en Europa, y la respuesta de las distintas políticas económicas y sus interacciones.

## **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.

Una primera idea que querría destacar es que la situación actual difiere notablemente de la existente en el momento del desencadenamiento de la pandemia del COVID-19 en la primavera de 2020. Entonces, nos enfrentábamos a una perturbación de carácter exógeno, temporal, pero de una intensidad enormemente elevada, en un contexto en el que no existían presiones inflacionistas, sino más bien al contrario, con riesgos importantes de deflación. En ese entorno, se justificaba una respuesta contundente de la política monetaria con el fin de propiciar unas condiciones favorables que permitieran una expansión fiscal extraordinaria que garantizara las rentas de hogares y empresas, de forma que se minimizaran los daños estructurales de la crisis sobre el empleo, la capacidad productiva y el crecimiento.

Las circunstancias actuales son diferentes. Nos enfrentamos nuevamente a una crisis que puede afectar negativamente a la actividad económica y a las rentas de los agentes. Pero, en esta ocasión, una parte de la pérdida de renta es inevitable, en la medida en que deriva de un encarecimiento de bienes que no producimos. En concreto, se estima que la pérdida de renta asociada al deterioro de la relación real de intercambio frente al resto del mundo se aproximaría a 3 pp de PIB en el conjunto de 2022. Intentar evitar ese ajuste necesario no puede sino desencadenar un proceso inflacionista más persistente y prolongado con consecuencias muy negativas sobre la competitividad y la estabilidad económica de nuestro país. Por tanto, la respuesta de política económica no puede ser la misma.

### **2.1 La política monetaria del BCE**

Comenzaré valorando el papel que tiene que 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 descrito del rápido repunte de la inflación y de elevada persistencia del episodio de fuertes incrementos de los precios, decidimos iniciar, en el Consejo de Gobierno del BCE, 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). Con posterioridad, el 1 de julio, una vez cumplidas las condiciones establecidas por nuestra *forward guidance*, decidimos concluir 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 (pb), abandonando así la facilidad de depósito los valores negativos por primera vez desde 2014. Posteriormente, en septiembre y, de nuevo, en octubre, incrementamos esos tipos de interés en 75 pb, hasta situar el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 1,5%.



Durante este proceso también han sido muy importantes las decisiones del BCE para lograr que el tono de su política monetaria se transmita de manera homogénea a todos los países del área del euro. Así, en la 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 que estábamos observando.

Además, 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. En todo caso, las compras en el marco del TPI se llevarían a cabo de forma que no tengan un impacto persistente en el balance total del Eurosistema y, por tanto, en la orientación 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. Estos criterios incluyen: (1) el cumplimiento del marco fiscal de la UE; (2) la ausencia de desequilibrios macroeconómicos graves; (3) una valoración favorable acerca de la sostenibilidad de la trayectoria de la deuda pública; (4) el respeto 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.

El proceso de normalización de la política monetaria también ha afectado a las condiciones aplicadas a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, denominadas TLTRO III por sus siglas en inglés. Estas operaciones fueron fundamentales para apoyar la provisión de crédito a los hogares y empresas durante la pandemia y contrarrestar así los riesgos a la baja para la estabilidad de precios. Sin

embargo, ante el extraordinario aumento de la inflación, en octubre decidimos recalibrar las condiciones aplicables a dichas operaciones para fortalecer la transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales a las condiciones de financiación bancaria.

Este proceso de normalización de la política monetaria se ha reflejado ya en un aumento significativo de los tipos de interés de mercado, si bien esta tendencia se ha moderado en las últimas semanas. Así, desde principios de año, el Euribor a 1 año se ha elevado en más de 335 pb 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 234 pb.

Estos incrementos se han transmitido de forma inmediata y completa al coste de financiación del sector público en los mercados financieros. En el caso español, la rentabilidad de la deuda pública a 10 años se ha elevado en 2,4 pp en este año y la prima de riesgo respecto a la referencia alemana ha aumentado en unos 21 pb, si bien se ha mantenido bastante estable desde la aprobación del TPI, habiéndose incluso reducido ligeramente durante el último mes. Por su parte, estos aumentos también han comenzado a transmitirse, aunque parcialmente, al coste de la financiación bancaria de las empresas y las familias, lo que contribuirá a contener las presiones inflacionistas.

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, lo que implica que nuestras decisiones no se basan en el último dato de inflación, ni siquiera en la inflación que esperamos para los próximos trimestres, sino en la que prevemos en un horizonte de dos o tres años. Esto no significa que debamos ignorar la evolución de la inflación a corto plazo, sino que los datos de inflación más recientes importan en la medida en que contengan información sobre las presiones inflacionistas a medio plazo. El horizonte de medio plazo se justifica porque nuestras acciones afectan a la inflación de forma muy gradual, alcanzando su máximo impacto al cabo de unos dos años, y es particularmente apropiado 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—.

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 acuerdo con esta estrategia, los tipos de interés del BCE deberán alcanzar un nivel que permitan asegurar una convergencia progresiva a nuestro objetivo de inflación de medio plazo del 2%.

En este momento, la valoración del Consejo de Gobierno del BCE es que asegurar ese retorno de la inflación a nuestro objetivo exigirá incrementos adicionales de los tipos de interés. Así, las últimas proyecciones de inflación del BCE, realizadas en septiembre, situaban la inflación en el área del euro en 2024 en el 2,3%, es decir, por encima del objetivo

del 2%. Además, estas proyecciones se basaban, entre otros factores, en una senda futura de los tipos de interés –implícita en la información de mercados financieros disponible en el momento de elaboración de las proyecciones–<sup>14</sup>, que incluye no solo las expectativas de incrementos de tipos por parte del BCE, sino también un componente de prima de riesgo. De esta forma, de esas proyecciones se podía deducir que, con la información disponible en ese momento, los incrementos de tipos esperados por el mercado entonces, podían no ser suficientes para alcanzar el objetivo de inflación del 2%. Hay que recordar que, con posterioridad, el BCE incrementó los tipos de interés en dos ocasiones hasta el 1,5% actual, todavía por debajo del nivel de tipos de interés esperado entonces por el mercado en el medio plazo.

Dada la enorme incertidumbre existente, no es posible, sin embargo, anticipar hasta qué punto deberemos subir los tipos de interés para asegurar nuestro objetivo de inflación de medio plazo. Nuestras decisiones sobre la senda futura de los tipos de interés oficiales se basarán en distintos elementos.

En primer lugar, las perspectivas de inflación a medio plazo dependen de la evolución económica. En este sentido, la magnitud de la desaceleración económica, incluida la mayor probabilidad de recesión que observamos en la actualidad, y sus efectos sobre la evolución salarial y los márgenes empresariales, serán determinantes fundamentales de las perspectivas de inflación de medio plazo y, por tanto, sobre nuestras decisiones de política monetaria.

En segundo lugar, tendremos en cuenta las medidas ya adoptadas y los retardos con los que la política monetaria se transmite a la economía y la inflación. Hay que tener en cuenta que los tres aumentos consecutivos de los tipos de interés oficiales desde julio, de una cuantía total de 200 pb, suponen un avance considerable en la reversión de la orientación acomodaticia de la política monetaria y representan la subida más rápida desde la introducción de la moneda única.

En tercer lugar, analizaremos la evolución de las expectativas de inflación de medio y largo plazo y su posible desanclaje por encima del 2%, lo cual afectaría a las decisiones de empresas y trabajadores sobre precios y salarios. Ello elevaría aún más la inflación y la haría todavía más persistente, obligando a la política monetaria a adoptar medidas aún 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 algo 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 situaba solo ligeramente por encima del 2%. En los próximos meses permaneceremos vigilantes a estos indicadores. De hecho, la necesidad de protegernos frente a este riesgo es uno de los

---

<sup>14</sup> En concreto, 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.

motivos de la aceleración en la normalización monetaria que han supuesto nuestras últimas decisiones.

En cuarto lugar, otro elemento de riesgo es el relativo a posibles efectos de segunda ronda, es decir, los que se producen cuando la inflación alta 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 escenario 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 y, aunque se espera una aceleración adicional en 2023, los crecimientos actualmente proyectados serían 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.

Finalmente, las decisiones de tipos de interés tendrán que tener en cuenta las decisiones que adoptemos sobre la reducción del saldo de nuestra cartera de valores, dado que esta también influye de forma decisiva sobre las condiciones financieras del área del euro. Esta reducción es lo que se conoce como endurecimiento cuantitativo. Pues bien, como anunció la presidenta Lagarde el mes pasado, en nuestra reunión de diciembre del Consejo de Gobierno del BCE estableceremos los principios básicos de este proceso.

Distintos argumentos justifican la conveniencia de que el proceso de reducción de nuestra cartera de valores sea muy gradual y predecible. En primer lugar, existe una elevada incertidumbre sobre los efectos del endurecimiento cuantitativo ya que hasta la fecha no disponemos de suficiente evidencia histórica sobre los mismos. En segundo lugar, el panorama fiscal se ha deteriorado en los últimos años, lo que tenderá a magnificar el impacto que el endurecimiento cuantitativo tiene sobre la prima a plazo de la deuda<sup>15</sup>. En tercer lugar, la abundante liquidez que proporcionó el programa TLTRO se está ya reduciendo, una reducción que se prolongará en los próximos meses y que podría amplificar los efectos del endurecimiento cuantitativo. Por último, del mismo modo que la expansión cuantitativa reduce la fragmentación financiera en el área del euro, el endurecimiento cuantitativo podría incrementarla.

## **2.2 El pacto de rentas**

Al margen de la política monetaria, en un escenario adverso como el actual, otras políticas económicas también deben jugar un papel fundamental. En particular, como acabo de destacar, 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

---

<sup>15</sup> Dado que cuanto mayor es el volumen de deuda que deben absorber los mercados privados, menor es la liquidez en los mercados de deuda soberana y más altos son los rendimientos que exigirán los mercados.

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 indexación 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. Al mismo tiempo, el eventual pacto de rentas no puede limitarse al año corriente, sino que 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.

**SE HACE NECESARIO UN PACTO DE RENTAS PLURIANUAL 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?

<b>SENSIBLE AL IMPACTO ASIMÉTRICO</b>	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
<b>SALARIOS</b>	Sería deseable evitar fórmulas de indexación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguarda
<b>PLURIANUAL</b>	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
<b>MÁRGENES EMPRESARIALES</b>	Compromisos explícitos de moderación de los márgenes empresariales

## 2.3 La política fiscal

BANCODE ESPAÑA  
Eurosisistema

En el contexto actual de elevadas presiones inflacionistas y dado el impulso que se espera generen los gastos financiados con el NGEU, el resto de la política fiscal debería aportar un tono ligeramente contractivo en 2023.

Esto debería ser compatible con algunas medidas de apoyo, muy focalizadas en los hogares de rentas más bajas y en las empresas más vulnerables a la actual perturbación, que, en todo caso, deben tener una naturaleza temporal, para no generar un incremento adicional del déficit público estructural.

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

Las medidas que se aprueben deben también evitar introducir distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios.

Se debe iniciar el proceso de consolidación fiscal, enmarcado en un programa plurianual que permita reducir de manera gradual el déficit público estructural y la deuda pública.

En cuanto a la política fiscal, esta debe jugar un papel distinto al desempeñado durante la crisis del COVID-19.

En particular, no sería deseable que la política fiscal generase un impulso significativo sobre la demanda que pudiese poner en peligro los objetivos de control de la inflación por parte de la autoridad monetaria. Del mismo modo, las medidas de apoyo de la política fiscal deben ser compatibles con la inevitable pérdida de renta que ha supuesto para nuestro país el incremento de los precios de la energía y, muy especialmente, con el necesario pacto de rentas al que hacía referencia hace unos momentos. Además, es preciso tener en cuenta la reducción del margen de actuación de la política fiscal que han supuesto los desarrollos ocurridos desde el desencadenamiento de la pandemia, en particular el hecho de que la deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) en España se ha elevado en cerca de 20 pp del PIB, y el hecho de que el déficit público estructural se mantiene muy elevado.

De este modo, en primer lugar, las medidas selectivas de apoyo que pudieran adoptarse deberían concentrarse 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 segundo lugar, sería deseable que el diseño de las medidas fiscales evite que se produzcan distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios y sobre los incentivos de los agentes económicos.

En relación con los dos elementos previos, hay que subrayar que se estima que en torno al 70 % de las medidas aprobadas este año (en términos de coste para las AAPP), tendrían

un carácter general (no focalizado)<sup>16</sup>, que no tienen en cuenta el grado de vulnerabilidad de sus perceptores. Además, algunas de estas medidas desincentivarían la necesaria contención del consumo de energía, al reducir su coste marginal para los consumidores. Como ejemplos principales en este sentido cabe señalar las rebajas generalizadas de impuestos y la subvención a los carburantes.

En tercer lugar, las medidas deberían tener una naturaleza temporal para no generar un incremento adicional del déficit público estructural.

En cuarto lugar, 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 moderadamente contractivo que limite ese impulso expansivo. Dado que el uso de los fondos europeos no tiene efectos directos sobre el déficit público, esa combinación de uso intensivo de los mismos y tono moderadamente contractivo del resto permitiría combinar el inicio, ya en 2023, del necesario proceso de reducción del saldo estructural deficitario de las finanzas públicas en nuestro país, con unos efectos netos sobre el crecimiento económico positivos.

Así, por ejemplo, en su reciente comunicación enmarcada en el llamado Artículo IV, el Fondo Monetario Internacional recomendaba un ajuste del déficit público estructural en España de hasta 0,5 pp de PIB en 2023. Asumiendo un multiplicador del déficit público sobre la actividad económica de 0,5 (en línea con la literatura económica disponible), el efecto de este ajuste estructural sobre el crecimiento del PIB se situaría en -0,25 pp en 2023, mientras que el impacto de los fondos NGEU en ese año estimado por el Banco de España se situaría en aproximadamente 0,6 pp del PIB. En conjunto, por tanto, el efecto neto sobre el crecimiento económico sería positivo.

En quinto 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, 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.

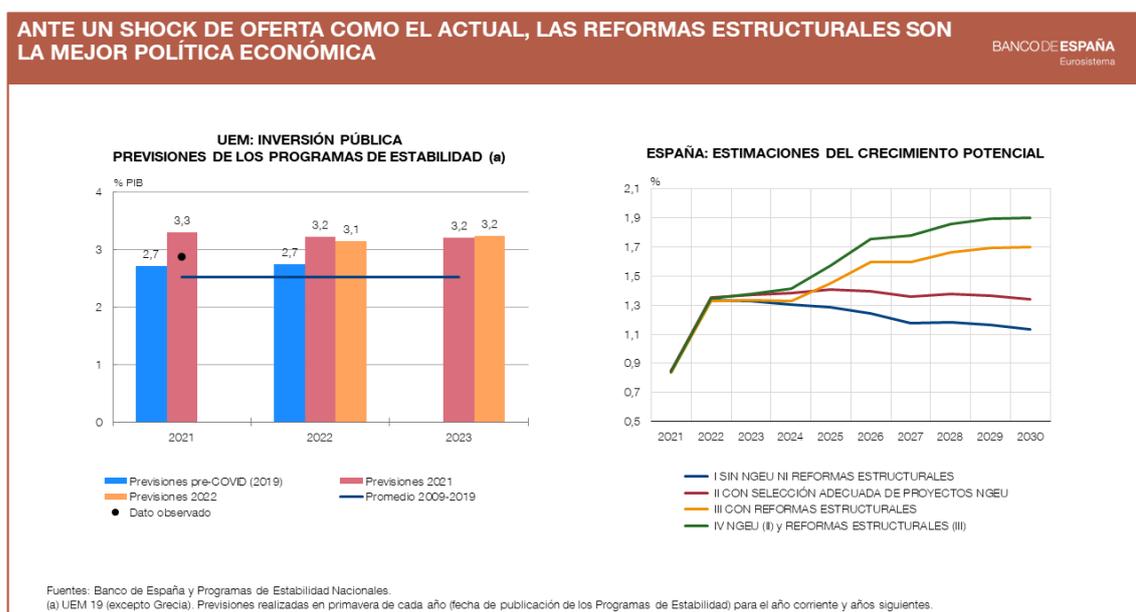
Por último, déjeme volver a subrayar en esta Cámara que un proceso creíble y sostenido de refuerzo de la sostenibilidad de nuestras cuentas públicas requiere de la definición de un plan fiscal plurianual. Este plan debería contar con un amplio consenso político y social, acompañarse de una revisión integral de la eficiencia del gasto público y del sistema impositivo, e incorporar a todos los niveles de las AAPP. 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.

---

<sup>16</sup> En el caso de los hogares, se entiende por medida focalizada aquella que su recepción es condicional a su nivel de renta. Para el caso de las empresas, se considera medida focalizada aquella destinada a un sector industrial específicamente afectado por la crisis energética. En un análisis similar, la Comisión Europea concluye que aproximadamente el 70% de las medidas relacionadas con el alza de precios energéticos tiene un carácter no focalizado.

Permítanme, señorías, hacer hincapié en este último punto. Dada la elevada incertidumbre existente sobre las perspectivas de crecimiento e inflación, resulta especialmente difícil determinar hasta qué nivel tendrán que subir los tipos de interés para lograr el objetivo de inflación marcado por el BCE. Así, en la medida en que dicho aumento sea superior al esperado actualmente por los mercados financieros, esto podría dar lugar a mayores endurecimientos sobre las condiciones de financiación de las Administraciones Públicas. Por eso, bajo un criterio de prudencia, considero que resulta especialmente relevante iniciar un proceso de consolidación fiscal con la mayor brevedad posible y enmarcarlo en un programa de medio plazo.

## 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 de la economía. 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 España<sup>17</sup> 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 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. Para ello, un elevado grado de complementariedad de las actuaciones con el sector privado es particularmente relevante. 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 ejecución<sup>18</sup>. 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.

## **2.5 Las políticas a nivel europeo**

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.

---

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

<sup>18</sup> 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.

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 mutualizado, y avanzar en el desarrollo de la Unión de los Mercados de Capitales.

#### NECESIDAD DE MANTENER Y PROFUNDIZAR EN UNA RESPUESTA CONJUNTA EUROPEA

BANCO DE ESPAÑA  
Banco de España

- 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**.

### 3 El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado y la 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 valoración del Proyecto de PGE se ve generalmente facilitada con la publicación del Plan Presupuestario, en el que se incorpora la valoración del Gobierno sobre el comportamiento esperado en 2023 del conjunto de las AAPP y en términos de Contabilidad Nacional.

Sin embargo, este año una novedad destacable del Plan Presupuestario es que contiene dos escenarios alternativos. Únicamente el escenario 1 sería compatible con el Proyecto de PGE. Ahora bien, este escenario, además de contener –como analizaré a continuación - una previsión de ingresos inferior a lo que sugieren los datos recientes de recaudación tributaria, no incluye algunas medidas ajenas al Proyecto de PGE pero que han sido ya aprobadas o están actualmente en trámite parlamentario<sup>19</sup>. Por consiguiente, ni el escenario 1 ni, por extensión, el Proyecto de PGE constituirían una referencia completa del papel de la política fiscal en 2023.

Por otra parte, también existen impedimentos a la hora de adoptar el escenario 2 como una representación fiel de la programación fiscal para el próximo año, puesto que, si bien contiene una previsión de ingresos públicos más realista e incorpora las medidas citadas anteriormente, también incluye otras medidas potenciales que no han sido aprobadas o anunciadas, ni se encuentran suficientemente explicitadas en dicho documento. En consecuencia, la valoración de la planificación presupuestaria para 2023 que voy a ofrecer en el resto de mi discurso, está condicionada por los problemas de comparabilidad a los que me acabo de referir.

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.

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

---

<sup>19</sup> Este es el caso, por ejemplo, de la subida adicional del 1,5 % de los salarios públicos en 2022, la asunción por parte del Estado del déficit de la tarifa de último recurso del gas o la introducción de un nuevo impuesto a las grandes fortunas

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 sus aspectos clave.

### **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, 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 otros, la magnitud de dicho impacto depende, en gran medida, de decisiones discrecionales por parte de las autoridades.

Además, 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 en la relación 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, en los tres primeros trimestres de 2022 y con respecto al mismo periodo de 2021, el deflactor de las importaciones avanzó un 25,6 %, frente al aumento del 15,5 % que experimentó el deflactor de las exportaciones. Por su parte, los deflatores del consumo e inversión y el IPC crecieron, durante el mismo periodo, un 7,1 %, 4,6 % y 9,0 %, respectivamente, mientras que el deflactor del PIB avanzó un 3,5 %.

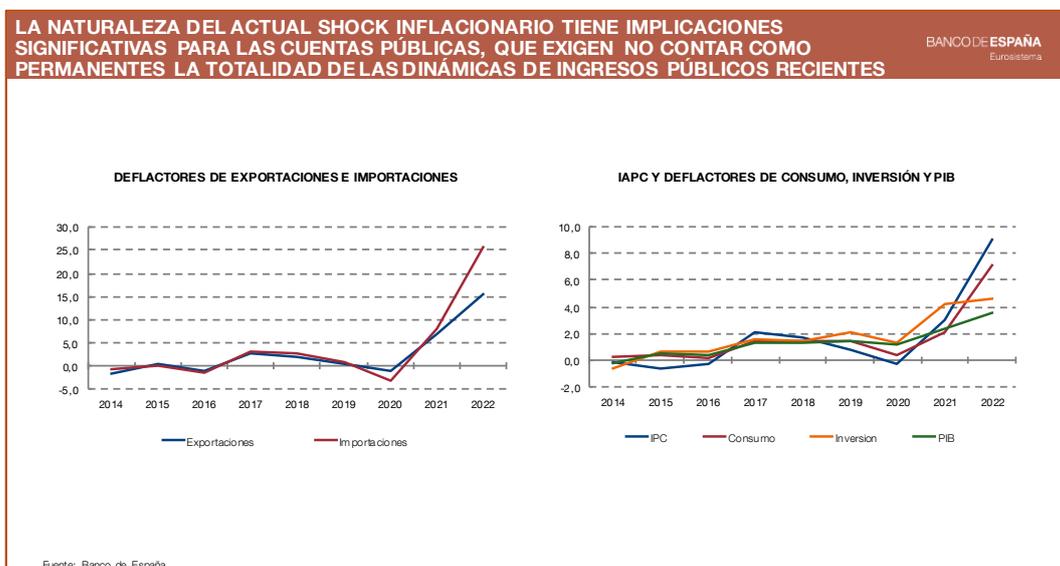
#### **3.1.1 Impacto sobre los ingresos públicos**

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, en los ocho primeros meses de 2022 y frente al mismo periodo de 2021, la recaudación por IVA aumentó un 21,5 %, mientras que la recaudación por IRPF y por cotizaciones sociales creció un 23,9 % y un 5,2 %, 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 España<sup>20</sup>– 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. Dejando al margen las medidas fiscales, que han tenido un impacto negativo en la recaudación, el avance de las bases imponibles se justificaría, por un lado, 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. 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 el impacto estimado de los precios tiene en cuenta la falta de indexación de determinados parámetros del sistema tributario, lo que redundaría 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 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



<sup>20</sup> Estas estimaciones, que incluyen el efecto de las medidas impositivas 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.

en términos nominales, teniendo en cuenta las elasticidades estimadas de respuesta de los ingresos a las bases imponibles<sup>21</sup>. Estos residuos impositivos están presentes en la mayoría de figuras tributarias, siendo particularmente elevados en la recaudación por IVA, Cotizaciones Sociales, e Impuesto de Sociedades.

El origen de estos residuos positivos puede deberse a múltiples factores, entre los que se encuentra, por ejemplo, un posible afloramiento de la economía sumergida<sup>22</sup>. 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 posteriores<sup>23</sup>. 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 actualmente 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, corregido de la paga extra, ha crecido un 4,7 %, en los ocho primeros meses de 2022, 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, 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

---

<sup>21</sup> 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](#)".

<sup>22</sup> 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 a efectos impositivos y su aproximación a partir de la CN.

<sup>23</sup> 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.

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 euros<sup>24</sup>.

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 gasto<sup>25</sup>.

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, 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, cada aumento adicional de 100 pb sobre la senda de tipos de interés esperados, tanto de corto como de medio y largo plazo, elevaría el incremento en la carga financiera de 2024 en 0,4 pp adicionales.

De hecho, como resultado del funcionamiento de estos dos canales, en los ocho primeros meses de 2022 ya se aprecia un crecimiento interanual de los pagos por intereses de la deuda de un 17,1 %, 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<sup>26</sup>. En concreto,

---

<sup>24</sup> En los ocho primeros meses de 2022, los gastos de personal crecieron un 2,9 % respecto al mismo período del año anterior, un crecimiento por debajo del registrado en 2021 –un 4,9 %–.

<sup>25</sup> 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 %.

<sup>26</sup> [https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/ecb\\_profits.es.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/ecb_profits.es.html)

nuestros análisis muestran que lo más previsible es que a partir de 2023 y durante algunos años el Banco de España -al igual que la inmensa mayoría de bancos centrales del Eurosistema- entremos en un periodo en el que los resultados antes de la aplicación de provisiones para riesgos sean negativos. Esto es consecuencia directa de que el coste de nuestros pasivos se ajusta inmediatamente a los tipos de interés más elevados mientras que la rentabilidad generada por nuestras carteras de activos no se ve incrementada a la misma velocidad, al estar constituidas mayoritariamente por inversiones realizadas a vencimiento. La duración de este periodo dependerá de la rapidez e intensidad del proceso de normalización monetaria.

En cualquier caso, durante los últimos años, el Banco de España, en paralelo al incremento de los riesgos financieros derivados del crecimiento de su balance ha ido constituyendo las correspondientes provisiones que pudieran cubrir riesgos como el que ahora se está materializando. Actualmente, el volumen de provisiones alcanza los 31.380 millones de euros lo que servirá para dar cobertura a los impactos negativos sobre los resultados que se puedan producir en los próximos años como consecuencia del proceso de normalización de la política monetaria, permitiendo así equilibrar la cuenta de resultados y evitar la presentación de un beneficio neto negativo.

En todo caso, durante los próximos años, el Banco de España no podrá continuar aportando ingresos a las cuentas públicas tal y como ha estado haciendo en los últimos años<sup>27</sup>.

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.

---

<sup>27</sup> Por ejemplo, con cargo a los resultados de 2022, estimamos que la aportación del Banco de España 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 sitúa en el entorno de los 1.500 millones de euros, aunque lógicamente existe incertidumbre sobre esta cifra dado que dependerá de la rapidez e intensidad del proceso de normalización monetaria.

Por otra parte, teniendo en cuenta los distintos efectos automáticos y discrecionales sobre las diferentes partidas presupuestarias que he mencionado anteriormente, y sus diferentes ritmos de materialización, así como el denominado efecto denominador que acabo de 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 y de la ratio de deuda pública sobre el PIB de 0,2 y 1 pp de PIB, respectivamente<sup>28</sup>. Es decir, que el efecto sobre las finanzas públicas 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.

Tanto el Proyecto de los PGE para el próximo ejercicio como ambos escenarios del Plan Presupuestario están enmarcados en un mismo cuadro macroeconómico, que prevé que el crecimiento del PIB se sitúe en el 4,4 % en 2022 y en el 2,1 % en 2023.

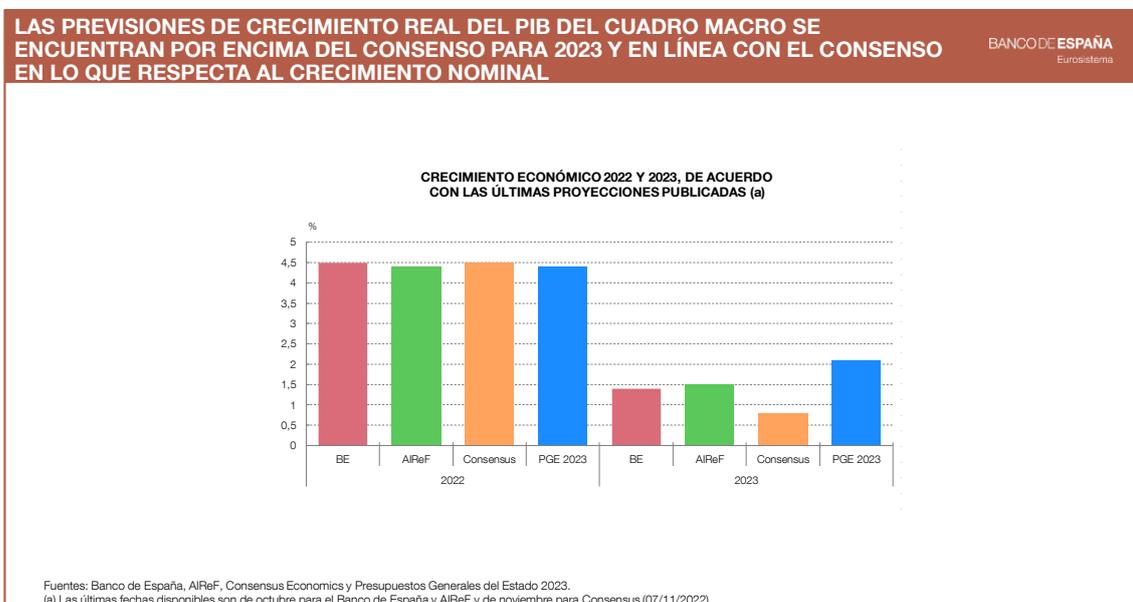
En comparación con las previsiones contenidas en el informe de proyecciones del Banco de España publicado el pasado 5 de octubre, el ritmo de avance del PIB real en 2022 que contempla el cuadro macroeconómico del proyecto de PGE es muy similar –un 4,4% frente

---

<sup>28</sup> 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.

a un 4,5%– y la comparación con las previsiones de otros analistas tampoco muestra desviaciones significativas<sup>29</sup>.

Las diferencias son más elevadas, sin embargo, en cuanto al crecimiento del PIB real en 2023. En particular, el previsto en los PGE, del 2,1 %, es superior al proyectado por el Banco de España (1,4 %), por la AIReF (1,5 %) o por el consenso de los analistas (0,8 %).



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, y el 8,2 % y 5,9 %, en las de la AIReF. Esto significa que nuestras previsiones proyectan un menor crecimiento real y un mayor aumento del deflactor del PIB que las incorporadas en los PGE.

En cuanto a 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 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.

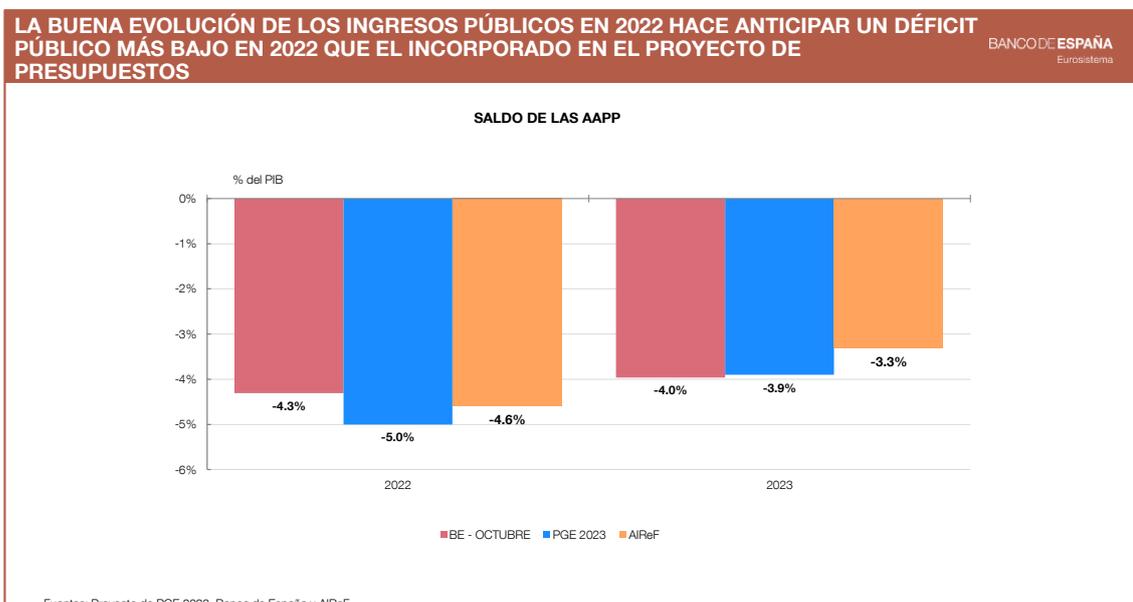
Si bien conviene interpretar con las debidas cautelas estas diferencias, es posible que los distintos supuestos acerca del ritmo de ejecución e impacto macro de los recursos del programa NGEU puedan explicar, si bien solo parcialmente, la diferente composición del crecimiento para el año 2023, así como 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

<sup>29</sup> Así, por ejemplo, en el panel de previsiones de *Consensus Economics* publicado este mismo mes, el promedio de los analistas apuntaba a un crecimiento del PIB real este año del 4,5 %. Asimismo, la AIReF anticipa un avance del 4,4%.

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 en ambos escenarios del Plan Presupuestario para 2023 se incorpora una estimación del déficit público en 2022 del 5,0 %. Esta es la misma cifra que se anticipaba cuando se presentó el Proyecto de Presupuesto del año corriente, hace ya más de un año.

Sin embargo, desde entonces los ingresos públicos han sorprendido por su elevado dinamismo, lo que ha llevado a la mayoría de instituciones que analizan las cuentas públicas en España a revisar al alza sus previsiones. En particular, según la información de *Consensus Economics*, el promedio de las previsiones del saldo de las AAPP en 2022 habría mejorado en 0,9 pp desde septiembre del año pasado hasta el momento actual. Es decir, incluso al incorporar las diversas 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. Por su parte, en las últimas proyecciones económicas del Banco de España del pasado mes de octubre se prevé un déficit público en 2022 del 4,3 %, siete décimas por debajo de la estimación oficial<sup>30</sup>. Las cifras de ejecución presupuestaria publicadas desde entonces tienden a confirmar dicha predicción.

Por el lado de los ingresos, el proyecto de PGE anticipa una mejora en 2022 respecto a lo presupuestado, con un avance de liquidación de los impuestos compartidos, en términos de caja, que superaría en un 9,4 % a la cifra registrada en 2021. Esto supone 5,6 puntos porcentuales más que lo inicialmente presupuestado para este año.

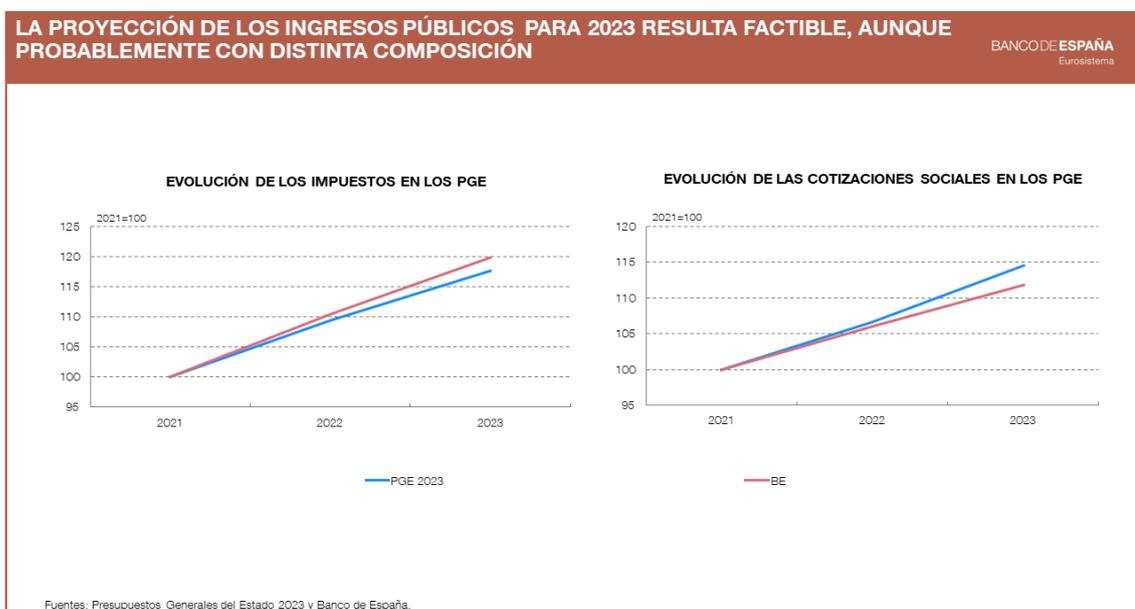
<sup>30</sup> La última previsión de la AIReF es del 4,6 %, también por debajo de la referencia del Gobierno.

No obstante, es altamente probable que, a cierre del año, la mejora sea incluso superior, a juzgar por la evolución de los datos hasta septiembre. De hecho, la previsión del Banco de España de octubre estimaba un crecimiento de los impuestos compartidos del 11,6 % en 2022, 2,2 pp por encima de la estimación del Proyecto de PGE. La información más reciente llevaría incluso a revisar ligeramente al alza dicha cifra. Por el contrario, en el caso de las cotizaciones sociales, la previsión de crecimiento del Banco de España (6,0 %) estaría ligeramente por debajo del avance del 6,6 % previsto en el proyecto de PGE. En conjunto, los datos disponibles sugieren que los ingresos públicos de 2022 podrían estar infraestimados en el Proyecto de PGE.

Esta es la misma conclusión que se obtiene del análisis de los dos escenarios contenidos en el Plan Presupuestario. Así, los ingresos totales de las AAPP en términos de Contabilidad Nacional que preveía el Banco de España en octubre eran del 43,0 % del PIB en 2022, excluyendo el efecto de los fondos europeos<sup>31</sup>. Esta cifra coincide con la previsión de la AIReF en su valoración del Plan Presupuestario y es muy similar al 42,9 % previsto en el escenario 2 del Plan Presupuestario. Sin embargo, en el escenario 1 –que sería el compatible con el Proyecto de PGE- los ingresos son inferiores en 0,9 pp (42,1 %) <sup>32</sup>.

### 3.4 La previsión de ingresos públicos para 2023

El Proyecto de PGE prevé un aumento de los ingresos tributarios y de las 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-.



<sup>31</sup> Salvo que se indique lo contrario, las cifras referidas a ingresos y gastos de las AAPP se presentan siempre excluyendo los recursos del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia, que es como los reporta el Plan Presupuestario.

<sup>32</sup> Cabe señalar que, pese a ello, la previsión de déficit para 2022 en el 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.

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

En primer lugar, respecto a las medidas anunciadas en el Proyecto de PGE, estas tendrían un impacto recaudatorio neto reducido en 2023. 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 con impacto positivo -principalmente el incremento de las bases de cotización máximas, con un impacto recaudatorio esperado de 900 millones.

A estas medidas habría que añadir los gravámenes temporales de determinadas entidades de crédito y empresas del sector energético, anunciadas con anterioridad al proyecto de Presupuestos, que se estima podrían recaudar, conjuntamente, en torno a 2.500 millones de euros en 2023 y 2024<sup>33</sup>. En relación al impuesto sobre determinadas entidades de crédito, en el Consejo de Gobierno del BCE hemos adoptado un dictamen en el que, entre otras consideraciones, se señala que su introducción debe ir precedida de un análisis exhaustivo de las consecuencias para el sector bancario, al objeto de garantizar que no plantea riesgos para la estabilidad financiera, la resiliencia del sector y la concesión de créditos, lo que podría afectar negativamente al crecimiento económico. En este sentido, aunque el incremento de los tipos de interés oficiales tiende a mejorar el margen de intereses de las entidades, la materialización de los riesgos a la baja sobre el crecimiento en el entorno actual puede generar un menor volumen de crédito, pérdidas en la cartera de valores y aumentos en las provisiones por deterioro de la calidad de la cartera de crédito. Además, dado que el gravamen se aplica sobre los ingresos y no sobre los beneficios, se subraya que la consideración de una entidad de crédito como obligada al pago del gravamen temporal mientras registre pérdidas netas, distorsionaría significativamente y perjudicaría aún más la resiliencia de un banco deficitario<sup>34</sup>. En el caso del impuesto temporal sobre las empresas del sector energético, este se aplica también sobre los ingresos, sin tener en cuenta los costes, por lo que debería diseñarse para gravar los beneficios extraordinarios que motivan su creación.

Asimismo, al margen del Proyecto de PGE, se ha anunciado un nuevo impuesto temporal sobre patrimonios elevados, que podría recaudar unos 1.500 millones de euros en 2023 y 2024.

Finalmente, debe mencionarse la posible extensión a 2023 de las medidas impositivas aprobadas este año con el fin de reducir el efecto del alza de los precios energéticos (en particular, 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), en línea con los supuestos del escenario 2 del Plan Presupuestario. Como se ha mencionado previamente, la reducción generalizada de los impuestos sobre productos energéticos tiene un elevado coste recaudatorio y desincentiva que los agentes ajusten su comportamiento para lograr una mayor eficiencia energética. En

---

<sup>33</sup> Esta cifra es inferior a la estimada inicialmente por el Gobierno (3.500 millones) como consecuencia de la incorporación, durante su tramitación en el Congreso, de una enmienda al gravamen de las empresas del sector energético, que excluye del mismo a las actividades del mercado regulado. Estimamos que esto podría reducir la recaudación de este gravamen a la mitad (de 2.000 a 1.000 millones de euros por año).

<sup>34</sup> [Opinion of the European Central Bank of 2 November 2022 on the imposition of temporary levies on certain credit institutions.](#)

el actual contexto de incertidumbre fiscal, sería deseable un diseño más focalizado para apoyar a los hogares y las empresas más vulnerables, sin incurrir en un elevado coste y sin contrarrestar el objetivo de avanzar en el cumplimiento de los objetivos medioambientales adquiridos por España.

En 2024, el conjunto de medidas anunciadas junto con los PGE aumentaría la recaudación en 0,2 pp del PIB debido, principalmente, al efecto del límite en la compensación de pérdidas introducido en el Impuesto de Sociedades.

En todo caso, es importante destacar que buena parte de estos aumentos recaudatorios desaparecerían en 2025, al ser la mayoría de las medidas adoptadas de carácter estrictamente temporal.

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 (5,4 %).

En conjunto, teniendo en cuenta la infraestimación de ingresos públicos que contempla el Proyecto de PGE para el año 2022 que he mencionado anteriormente, la estimación de ingresos públicos incluida en los presupuestos para el año 2023 parece factible.

Por su parte, la previsión de ingresos totales de las AAPP en 2023 del Banco de España estaría nuevamente más en línea con el escenario 2 del Plan Presupuestario que con el escenario 1. Según dicho escenario 2, los ingresos públicos alcanzarían un 43,0 % del PIB en 2023. Esto supone un incremento de casi cuatro puntos porcentuales con respecto a los niveles pre-pandemia. 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. Este desacoplamiento es responsable de algo más de la mitad del aumento de los ingresos observado hasta 2022. Asimismo, hay que tener en cuenta que en 2023 se prevén ingresos fiscales debidos a medidas de carácter temporal que suponen 3 décimas de PIB.

### **3.5 La evolución del gasto presupuestado para 2023**

Por el lado de los gastos, el Proyecto de PGE incluye un incremento de los desembolsos del Estado del 6,5 % en 2023 con respecto al avance de liquidación de 2022. No obstante, esto se debe en gran medida al elevado aumento previsto de los pagos por intereses (17,4 %) y de los gastos de capital (21,7 %). En cambio, el gasto corriente primario del Estado se elevaría tan solo un 1,7 %. Mayor sería el crecimiento del gasto corriente de la Seguridad Social, influido por el comportamiento de las pensiones contributivas, que registrarían un avance en 2023 del 9,7 %, según el Proyecto de PGE.

Atendiendo a las cifras del Plan Presupuestario, el crecimiento del gasto de las AAPP en 2023 se situaría en torno al 4,0 %, tanto en el escenario 1 como en el escenario 2, si bien en este último caso partiendo de un nivel en 2022 que sería ocho décimas de PIB superior. Se observa igualmente un avance más notable de los intereses y de la formación bruta de capital.

Los pagos por intereses, en términos de Contabilidad Nacional (CN), crecerían un 11,9 %, aun así, 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 %.

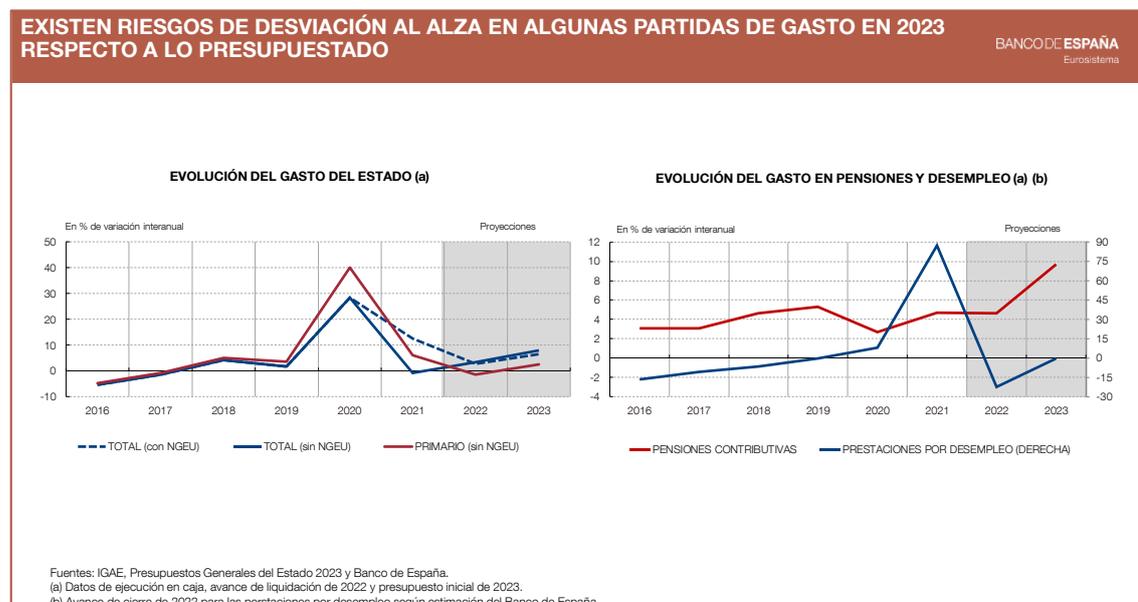
Por su parte, pese al avance del 12 % de la inversión pública, los gastos de capital reducirían ligeramente su peso en términos de PIB, en torno a una décima, hasta el 3,3 %, como consecuencia del descenso de las ayudas a la inversión y otras transferencias de capital en términos de CN.

Del resto de partidas, cabe destacar, 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 años, 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 España. 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, pero relativamente en línea con las previsiones del Banco de España.

Por su parte, como ya he señalado, 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 en los PGE 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 en los PGE 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 %).

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 España<sup>35</sup>.



Recientemente, la Comisión Europea (CE) ha publicado su valoración del Plan Presupuestario español, en la que manifiesta que el mismo cumpliría con las recomendaciones de la Unión Europea a nuestro país.

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 tenido en cuenta el impacto de las medidas temporales de apoyo a los hogares y las empresas más vulnerables frente al alza de precios energéticos así como aquellas destinadas a refugiados de la guerra en Ucrania<sup>36</sup>. El espíritu de esta recomendación pretende, por un lado, proteger el gasto productivo y necesario para alcanzar los objetivos climáticos, mientras que, por otro, 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.

A este respecto, la CE señala en su informe de valoración que el Plan Presupuestario de España cumpliría tanto con el requerimiento de mantener, en 2023, un tono expansivo de la política fiscal derivado del crecimiento de la inversión, tanto financiada nacionalmente como con fondos europeos, como con el requisito de aplicar una política fiscal prudente al gasto corriente.

<sup>35</sup> 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.

<sup>36</sup> Véase la [Recomendación del Consejo de la Unión Europea a España](#), del 23 de Mayo de 2022.

Con respecto a este segundo aspecto, la CE ha fijado un umbral para el crecimiento del gasto corriente ajustado en 2023 del 5,0 %, en base a sus previsiones de crecimiento del deflactor del PIB y del producto potencial de nuestra economía. Por tanto, el cumplimiento deriva de la previsión de la CE de un avance del gasto primario corriente financiado nacionalmente inferior a dicho umbral en 2023.

Es importante tener en cuenta que, en la derivación de ese cálculo, se restan del crecimiento del gasto las medidas discrecionales de ingresos. En 2023, la CE estima un incremento de ingresos en España por este motivo de 0,7 pp del PIB. Aplicando ese mismo cálculo a nuestras propias estimaciones, el Banco de España también estimaría que se cumple la recomendación europea en 2023, aunque con un margen menor del que estima la CE y siempre asumiendo que no se renuevan las medidas temporales introducidas en 2022. En este contexto, resulta particularmente importante ser muy cuidadosos en el diseño de cualquier nueva medida de alivio de las presiones en los mercados de precios energéticos.

Además, es importante señalar que una parte importante de los mayores ingresos de 2023 (0,5 pp de PIB, según las estimaciones del Banco de España) tienen un carácter en principio temporal o bien se destinan a cubrir déficits futuros del sistema de pensiones en España. De hecho, la estimación del Banco de España es que el gasto primario corriente, excluyendo medidas temporales, podría elevarse en 2023 en torno a un 7 %<sup>37</sup>.

### **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 %. Este objetivo parece factible, si se tiene en cuenta que es probable que el déficit público acabe en 2022 por debajo de la estimación oficial (en cerca de siete décimas, de acuerdo con las últimas proyecciones del Banco de España). Este mejor registro en 2022 podría compensar las desviaciones que podrían producirse en el caso de que se materializara un menor crecimiento que el previsto – como anticipan las últimas proyecciones del Banco de España –<sup>38</sup>.

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 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 ligeramente contractivo en 2023 (+0,3 pp.). Esta orientación cíclica de la política fiscal sería coherente con la naturaleza

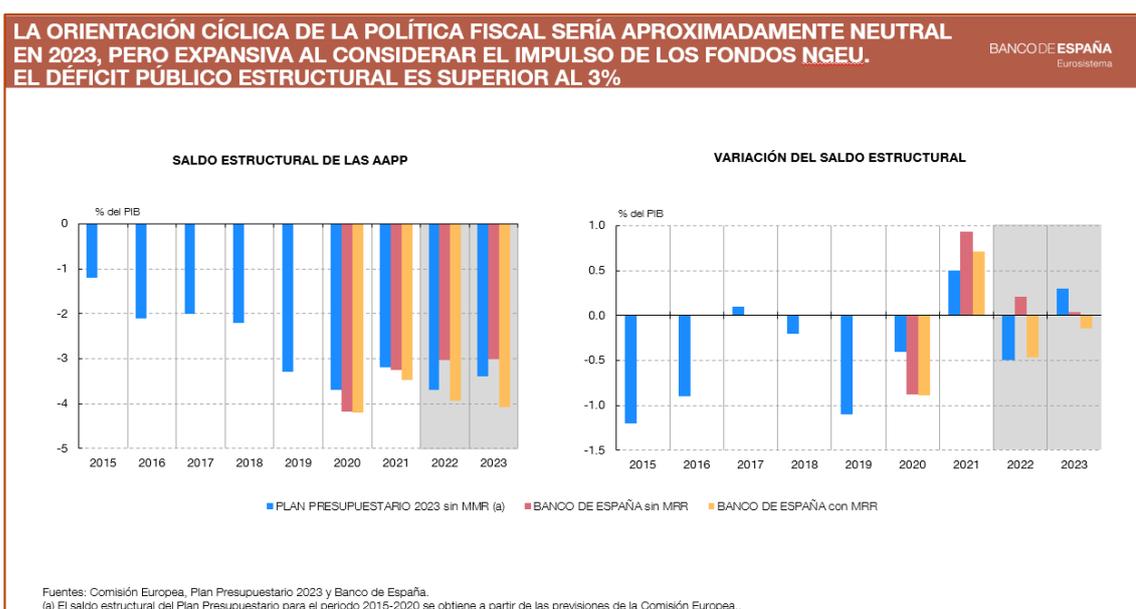
---

<sup>37</sup> Aquí se incluye un crecimiento del gasto en pensiones por encima del 10%, según nuestras estimaciones, y de la remuneración de los empleados públicos y otros gastos corrientes en tasas cercanas al 5%, presionados por los mayores costes derivados de la perturbación energética.

<sup>38</sup> 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.

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)<sup>39</sup> y ligeramente contractivo (+0.1 pp.) según la Comisión Europea. Es decir, si se confirmara esa mejora del déficit en 2022 y se mantuvieran los objetivos presupuestarios para 2023, no se produciría una mejora del déficit estructural y, por tanto, no se podría considerar que se inicia el proceso de consolidación fiscal.



En todo caso, al valorar la orientación de la política fiscal, debe considerarse adicionalmente el efecto de los fondos europeos canalizados a través del MRR, dado que estos no afectan al nivel de déficit en términos contables, ya que implican un aumento significativo del gasto, pero no son el fruto de la recaudación sobre los agentes residentes, dado su esquema de financiación. 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

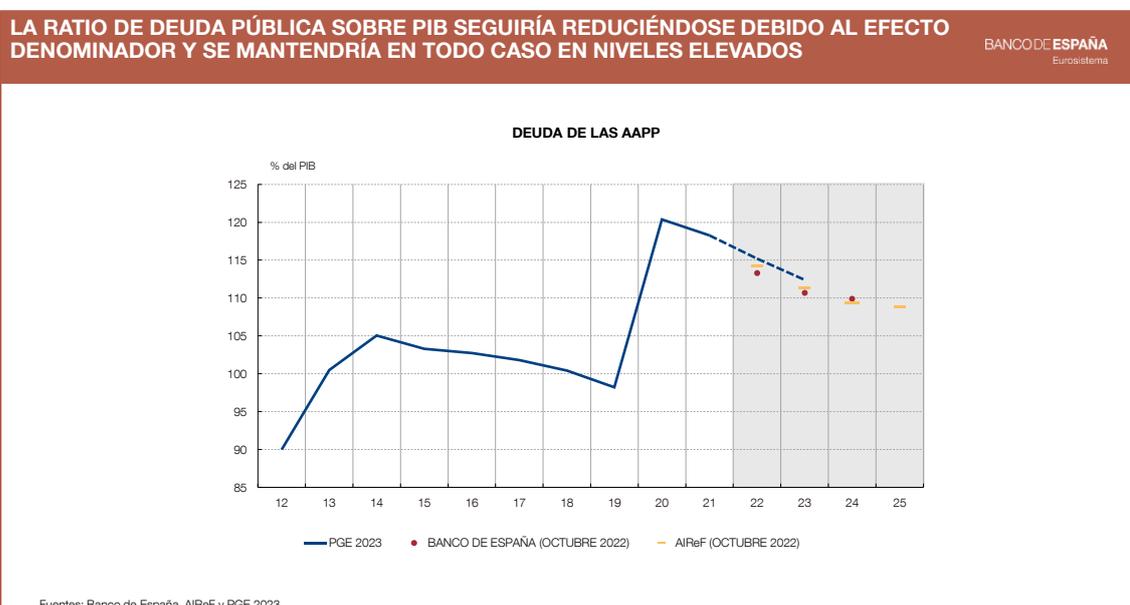
<sup>39</sup> Si bien esta estimación se basa en las proyecciones del Banco de España publicadas el pasado 5 de octubre, antes de conocerse el Proyecto de PGE y el Plan Presupuestario, se mantendría relativamente inalterada al incorporar las nuevas medidas conocidas con posterioridad a dicha fecha.

como en 2023, es indudable que la política fiscal seguirá generando un estímulo significativo<sup>40</sup>.

Finalmente, 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%. Este nivel es similar al estimado en 2019 e incluye como ingresos estructurales el fuerte dinamismo de la recaudación en los últimos años. De esta forma, el mantenimiento del nivel del saldo público estructural en este período supone asumir que esos incrementos de recaudación (incluidos los mencionados residuos positivos) se estarían compensando con un aumento equivalente del gasto público estructural<sup>41</sup>. En este sentido, si se demostrara que una parte del elevado dinamismo reciente de los ingresos tiene un componente transitorio, en realidad se estaría produciendo un cierto incremento del déficit estructural en este período.

### 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 se debería exclusivamente al crecimiento del producto nominal, que más que compensaría los aumentos provocados por el déficit presupuestario y el pago de intereses<sup>42</sup>. Esta reducción de la ratio de deuda sobre PIB es algo más reducida que la anticipada por el Banco de España en sus últimas proyecciones. En particular, el Banco de

<sup>40</sup> 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”.

<sup>41</sup> Esta lectura es similar a la que se desprende de las proyecciones de otoño de la Comisión Europea, en la medida en que su estimación del déficit estructural en 2023 (un -3,6%), sería muy similar a la registrada en 2019 (-3,8%).

<sup>42</sup> Los ajustes flujo-fondo, que también contribuirían ligeramente al alza según el Plan Presupuestario, 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.

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 (crecimiento del PIB nominal), que más que compensaría las contribuciones acumuladas de los pagos por intereses o del saldo estructural primario, que elevarían dicha ratio en 4,8 y 3,5 pp, respectivamente, entre 2022 y 2023.

### **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 total<sup>43</sup>). 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<sup>44, 45</sup>.

En todo caso, el proyecto de PGE incluye una estimación de los impactos del PRTR sobre el crecimiento económico, que 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 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 de 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.

---

<sup>43</sup> 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.

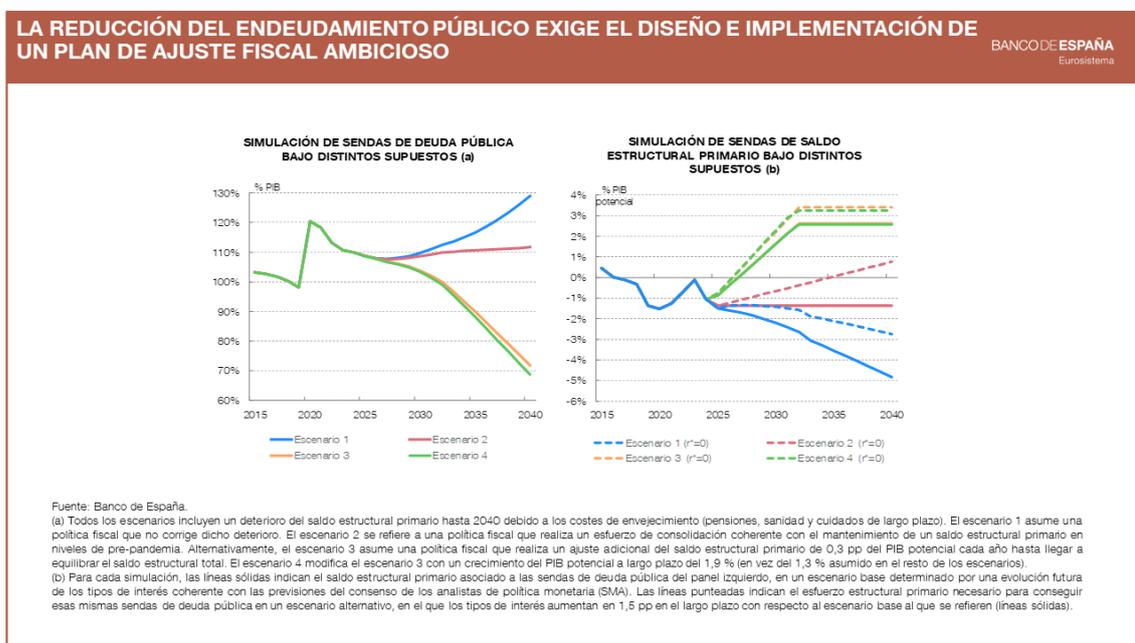
<sup>44</sup> El Plan Presupuestario de 2022 contiene una traslación del gasto según la clasificación económica de los PGE a rúbricas de CN. Sin embargo, al continuar refiriéndose al Estado, estas cifras no son informativas sobre el total de gasto realizado por el conjunto de las AAPP en el marco del PRTR.

<sup>45</sup> 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 con cretos financiados a cargo de dichas obligaciones reconocidas.

## 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 %.

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 particular, dada a la incertidumbre económica existente en la actualidad, este endurecimiento de la política monetaria podría resultar en la necesidad de elevar los tipos de interés por encima de las expectativas actuales de mercado, para dar cumplimiento al objetivo de inflación de las autoridades monetarias europeas. 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 el caso español, por ejemplo, el tipo de la deuda pública a 10 años se situó el pasado 25 de noviembre en el 3 % frente al 0,6 % observado a principios de año.

Se hace necesario, por tanto, iniciar el proceso de consolidación fiscal en 2023 y que este se enmarque en un programa de medio plazo que permita la reducción gradual de esos desequilibrios.

En este sentido, 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 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.

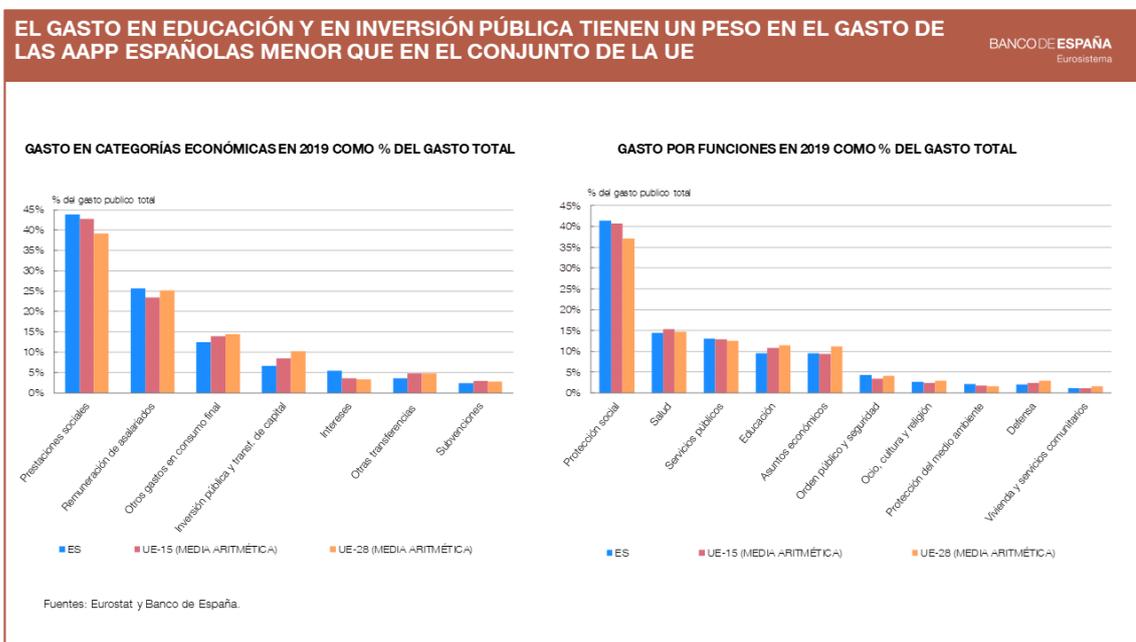
En primer lugar, en un contexto en el que el espacio de actuación fiscal es relativamente reducido, resulta imprescindible identificar aquellos capítulos presupuestarios en los que es posible aumentar la eficiencia del gasto. En este sentido, las [Spending Reviews](#) que la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) ha realizado en los últimos años apuntan a márgenes de mejora de la eficiencia del gasto público significativos en algunas partidas 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 publicó 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 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 UE<sup>46</sup>.



Existe un amplio consenso en la literatura académica respecto a la importancia de estas dos partidas para impulsar el crecimiento económico y mitigar la desigualdad. Por un lado, esta literatura 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 económico<sup>47</sup>. 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

<sup>46</sup> 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.

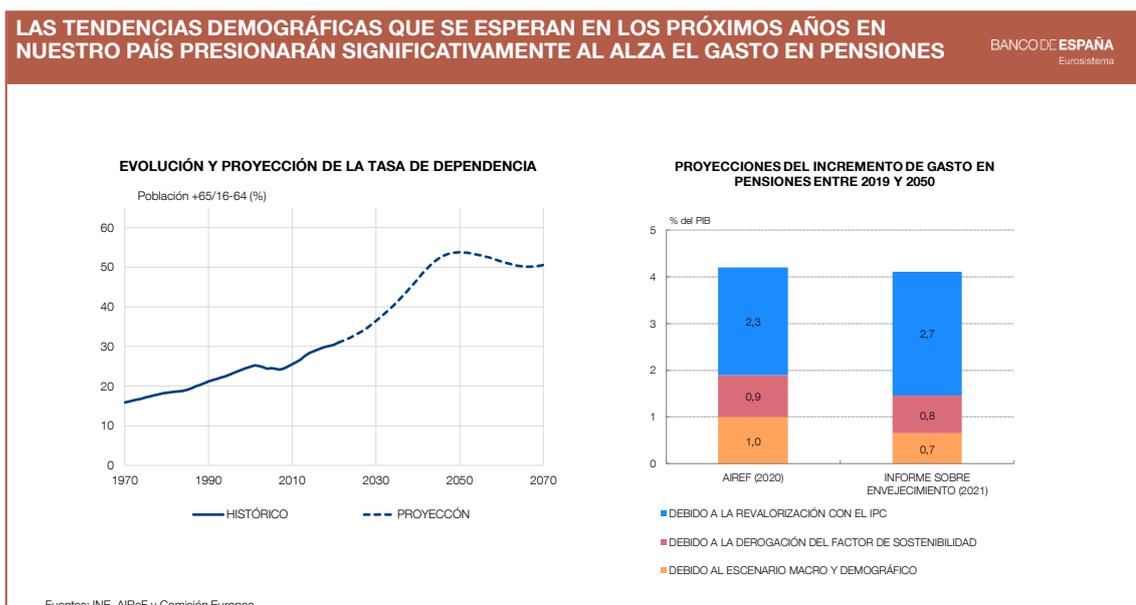
<sup>47</sup> Véanse, por ejemplo, Ramey (2020), Deleidi (2022) y Barro (2001).

políticas denominadas «predistributivas», como, por ejemplo, la educación pública<sup>48</sup>. 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. 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.

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 pensiones<sup>49</sup>, 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 2050<sup>50</sup>.



<sup>48</sup> Véase Blanchet et al. (2022), “[Why Is Europe More Equal than the United States?](#)”, *American Economic Journal: Applied Economics*, 14:4, 480-518.

<sup>49</sup> 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.

<sup>50</sup> 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.

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 aprobado 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 incertidumbre<sup>51</sup>.

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 reducido<sup>52</sup>.

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—.

---

<sup>51</sup> 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 de tres años de media para entre un 20 % y un 60 % de las altas de jubilación.

<sup>52</sup> 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.

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 2050<sup>53</sup>, 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.

En todo caso, en el contexto de la segunda parte de la reforma de las pensiones, se están discutiendo otras actuaciones que pueden afectar a los parámetros que determinan el cálculo de las prestaciones y a los ingresos del sistema. Entre ellas, pueden destacarse la modificación del período de cálculo de la base reguladora y la evolución de las bases máximas de cotización y de la pensión máxima. Es aún pronto para determinar en qué medida estas nuevas medidas fortalecerán la situación financiera del sistema de pensiones, puesto que aún no se conocen los detalles concretos que les darán forma.

En resumen, parece probable que hacer frente a los incrementos del gasto en pensiones que se derivarán del envejecimiento poblacional requerirá de nuevas actuaciones 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.

### **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 posible<sup>54</sup>.

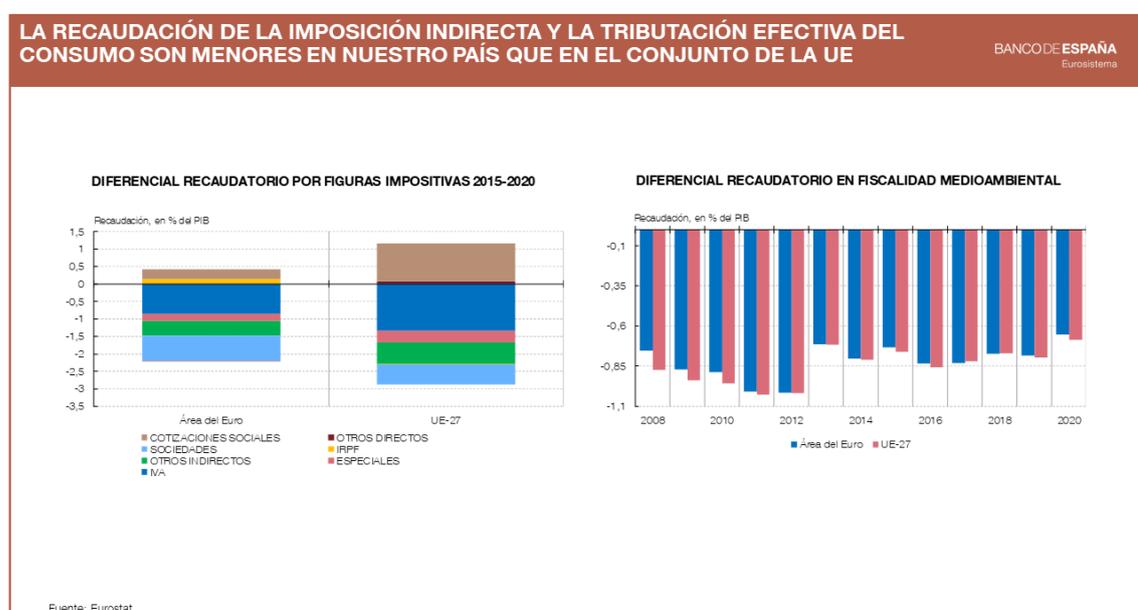
---

<sup>53</sup> 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–.

<sup>54</sup> 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.

Un punto de partida útil para este análisis consiste en comparar la estructura tributaria de España con la de otras economías de nuestro entorno<sup>55</sup>. 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.



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 consumo<sup>56</sup>, 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

<sup>55</sup> 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 Ciriá (2018), “[Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea](#)”, Documento Ocasional 1810, Banco de España.

<sup>56</sup> 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.

a través de ajustes en la imposición sobre la renta personal como mediante distintos esquemas de transferencias a los hogares con menor renta<sup>57</sup>. 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 también 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 país<sup>58</sup>. Y, con carácter general, es necesario continuar con el análisis —riguroso 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 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

---

<sup>57</sup> 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.

<sup>58</sup> 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.

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, 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**

Las reglas fiscales son un ingrediente esencial de la arquitectura institucional de una Unión Monetaria. En concreto, el buen funcionamiento de esta requiere de unas reglas fiscales que generen los incentivos adecuados para un comportamiento virtuoso de las autoridades fiscales nacionales y garanticen una cierta coordinación implícita de las políticas presupuestarias de los distintos países.

En la actualidad, la Comisión Europea está llevando a cabo una revisión del marco vigente de reglas fiscales europeas<sup>59</sup>. 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 contexto, el pasado 9 de noviembre la Comisión presentó una propuesta de reforma del marco vigente, con la finalidad de orientar las discusiones que se producirán ahora a todos los niveles institucionales de la Unión Europea.

---

<sup>59</sup> 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.

La propuesta de la Comisión Europea mantiene la regla de déficit (según la cual este debe mantenerse por debajo del 3% del PIB). Esta regla se ha demostrado efectiva para anclar en el medio plazo las cuentas públicas de los Estados miembros<sup>60</sup>.

Por otro lado, la Comisión propone la reforma del resto de reglas, cuyo cumplimiento ha sido claramente deficiente<sup>61</sup>. La piedra angular del nuevo sistema sería la denominada regla de gasto, consistente en la fijación en el corto y medio plazo de una senda de evolución del gasto público compatible con la sostenibilidad de la deuda pública en el largo plazo. La Comisión sería la encargada de proponer dicha senda, que se negociaría de manera individualizada con los países miembros con el objetivo de definir un plan presupuestario y de reformas estructurales de medio plazo. Un aspecto que sería tenido en cuenta, en particular, sería la realización de inversiones y reformas que mejoren la sostenibilidad de la deuda y estén vinculadas a los objetivos comunes de la UE, con una fuerte inspiración en el actual marco de gobernanza del NGEU.

Esta propuesta es un punto de partida sugerente para un debate que tendrá que permitir la aprobación en el primer trimestre del año próximo de un marco de reglas y gobernanza presupuestarias que sea mejor que el actualmente vigente. En este contexto, me gustaría desarrollar algunas reflexiones sobre la propuesta de la Comisión, con el objetivo de realizar una contribución constructiva a este debate.

En mi opinión, que no difiere en lo sustancial de la expresada por diversos analistas y responsables de política económica-, el nuevo marco debería reflejar una serie de principios que enunciare a continuación.

En primer lugar, el nuevo marco debería tener en cuenta las transformaciones económicas producidas en las últimas décadas, marcadas por un fuerte aumento de la deuda pública. Esas transformaciones, sometidas, no obstante, en la actualidad a ciertas dudas acerca de su continuación a futuro, tras las fuertes perturbaciones recientes, incluyen la caída del tipo de interés natural y del producto potencial. Al mismo tiempo, las reglas han de permitir acomodar un mayor grado de heterogeneidad entre los países. A falta de algunos detalles, cabe mencionar, en este sentido, que la propuesta de la Comisión Europea incluiría la concreción de objetivos de gasto individualizados para cada país, que recogerían sus peculiaridades específicas.

En segundo lugar, el marco de reglas fiscales debe ser capaz de evitar el tradicional comportamiento procíclico de las finanzas públicas. Claramente el marco vigente en el período previo a la pandemia no fue capaz de hacerlo. Esto es, no se acumularon suficientes colchones de ahorro en las fases de expansión que hubieran permitido la necesaria expansión del gasto en épocas de recesión, lo que ha contribuido, al aumento no deseado de los niveles de deuda pública que hemos observado en las últimas décadas. Por consiguiente, sería deseable que en el proceso de discusión de la propuesta de la Comisión se fuera clarificando si esta incorpora un esquema de incentivos claros para acelerar los

---

<sup>60</sup> Caselli, F., y Wingender, P. (2021). Heterogeneous effects of fiscal rules: The Maastricht fiscal criterion and the counterfactual distribution of government deficits ☆. *European Economic Review*, 136, 103748.

<sup>61</sup> Larch, M., y Santacroce, S. (2020): "Numerical Compliance With EU Fiscal Rules: The Compliance Database of the Secretariat of the European Fiscal Board", Working Paper.

esfuerzos de saneamiento de las cuentas públicas en las fases de expansión económica, que permitiera disponer de márgenes de maniobra en épocas de crisis.

Además, sería deseable que el nuevo marco fiscal incorporase un mayor automatismo en la aplicación de las reglas. Aunque la propuesta de la Comisión desarrolla algunas líneas para mejorar este aspecto, está por ver su aplicación efectiva, que ha sido el principal problema en anteriores formulaciones de estos mecanismos.

Otro elemento clave se deriva de la constatación de que un marco de reglas excesivamente complejo y poco transparente no contribuye a su efectividad: un marco eficaz ha de ser, a la vez, sencillo y realista. En este sentido, la propuesta de revisión de la Comisión plantea una simplificación clara, bajo la forma del establecimiento de una regla del gasto compatible con la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Sin embargo, la definición de este último concepto dista de ser sencilla. ¿Cómo se define y determina de manera operativa la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio y largo plazo? Es cierto que disponemos de algunas herramientas que nos permiten organizar la manera de pensar sobre este tema -en particular, los llamados marcos de Análisis de la Sostenibilidad de la Deuda Pública- y de experiencia en el uso de las mismas -por ejemplo, en el marco de los programas del Fondo Monetario Internacional-. Pero su aplicación práctica para informar las decisiones de política económica sigue siendo compleja. Por tanto, con esta propuesta, la complejidad del sistema se está trasladando desde el entramado de reglas a la discusión sobre la definición y aplicación de herramientas para el análisis de la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Por último, la reforma de las reglas fiscales no puede plantearse al margen de la necesidad de avanzar en otros aspectos fundamentales del proyecto europeo. Por ejemplo, el nuevo marco europeo de gobernanza de las políticas fiscales nacionales 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 Estados miembros y les protege, además, ante situaciones de estrés en los mercados financieros<sup>62</sup>. 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.

---

<sup>62</sup> 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 agentes 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 y empezar a ejecutarse ya en 2023 una estrategia de consolidación fiscal que 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.