

22 de enero de 2023

Entrevista al gobernador en ABC

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España

Pregunta: Hace unos meses el mundo estaba rodeado de incertidumbre y malas cifras económicas, incluso se hablaba de una más que probable recesión. Ahora incluso parece que el riesgo de una más que probable recesión se aleja. ¿Hay motivos para el optimismo?

Respuesta: En los últimos meses se han mitigado parcialmente algunos de los *shocks* de oferta que han afectado negativamente a nuestras economías: los cuellos de botella en las cadenas de suministro globales se han aliviado de manera apreciable y los precios del gas y petróleo se han moderado significativamente desde el verano. Todo ello en un contexto de comportamiento favorable del mercado de trabajo, con un invierno con temperaturas suaves que ha facilitado la acumulación de *stocks* de gas, en el que algunas familias han podido hacer uso del ahorro acumulado durante la pandemia, y se ha mantenido el apoyo de las políticas económicas. El resultado es que la economía ha mostrado una mayor resiliencia. Pero hay que seguir siendo cauteloso. Las perspectivas siguen mostrando una desaceleración significativa del crecimiento en 2023 respecto al año pasado y la incertidumbre sigue siendo extraordinaria.

P: De hecho, España sigue siendo el último país de la UE en recuperar el PIB pre-COVID. ¿Qué se ha hecho mal?

R: Los últimos tres años han sido un período muy complejo tanto en Europa como en el resto del mundo. La naturaleza de las perturbaciones ha sido similar en todas partes (pandemia, crisis energética, cuellos de botella en la producción y el comercio), pero sus efectos han sido muy heterogéneos por países. Algunos de esos factores han afectado comparativamente más a España, otros lo han hecho menos. Pero, probablemente, en nuestro país hayan prevalecido los efectos negativos particularmente acusados de la pandemia, sobre todo debido a nuestra especialización productiva en los sectores más afectados por ella. En particular, en los servicios turísticos, que ahora se están recuperando con vigor.

P: Quizás la mejor noticia estos dos últimos años ha estado en el mercado laboral. Sin embargo, ya da serios signos de freno en la creación de empleo. ¿Debemos preocuparnos?

R: La realidad es que el mercado de trabajo en España y en otros países desarrollados está mostrando una resiliencia elevada, sin perjuicio de que quepa esperar una desaceleración en línea con la actividad económica. De hecho, la tasa de paro en el área del euro se encuentra en mínimos históricos. En el caso español, la generalización de los ERTE durante la pandemia o la moderación salarial son factores que parecen haber jugado un papel importante en esta buena evolución, lo que debe ser tenido en cuenta de cara al futuro. No hay que olvidar que, en nuestro país, la reducción del paro sigue siendo, a pesar de la favorable evolución reciente, un reto de primer orden.

P: El mercado laboral se ha comportado mejor durante esta etapa, pero con la polémica de los contratos fijos-discontinuos...

R: La reforma laboral eliminaba algunos tipos de contratación y facilitaba otros, como los fijos-discontinuos. Por lo tanto, era esperable que estos aumentaran su peso, en paralelo a la reducción de la temporalidad que se perseguía y que, de hecho, se ha producido. Lo importante ahora es analizar si estos cambios han aumentado o no los incentivos a la formación y acumulación de experiencia de los trabajadores y, en último término, la productividad y los salarios, o el impacto sobre el empleo. Este análisis requiere tiempo y, para ello, es crucial la disponibilidad de datos.

P: ¿Hay falta de transparencia en esos datos para saber cuántos de ellos están inactivos en cada período?

R: He subrayado muchas veces que resulta fundamental que todas las instituciones públicas que producimos datos los pongamos, con la mayor calidad posible y con el suficiente grado de detalle, a disposición de los analistas y la comunidad académica para su uso. Es la única manera de avanzar en el diseño de políticas públicas basadas en evidencias, algo esencial para mejorar su eficacia, su eficiencia y la rendición de cuentas.

P: Hablemos de inflación, ¿qué hacer para poder volver al objetivo del 2%?

R: La responsabilidad de lograr la estabilidad de precios en el área del euro nos corresponde al Consejo de Gobierno del BCE. Eso explica las decisiones de política monetaria que hemos ido adoptando y ahora hay que mantener el rumbo. Pero es también importante que la política fiscal acompañe, enfocándose en los más vulnerables, evitando un impulso fiscal generalizado que genere una presión adicional sobre la inflación. Y con medidas que no introduzcan distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios, que incentiven la adaptación de la economía al *shock* energético, y sean temporales, para no generar un incremento adicional de la deuda pública y el déficit público estructural. Pero, más allá de las políticas de demanda, compensar los efectos de la perturbación de oferta que estamos sufriendo exige políticas que incrementen las tasas de crecimiento de la productividad, del empleo y del PIB potencial de la economía. Y son fundamentales políticas comunes europeas que refuercen el mercado único, con mecanismos de financiación conjunta. También creo que es necesario alcanzar un pacto

de rentas que permita el reparto entre márgenes empresariales y salarios de la inevitable pérdida de renta que implica el encarecimiento de las materias primas importadas, para evitar una espiral inflacionista.

P: Con la inflación a la baja, aunque todavía alta, ¿sigue teniendo sentido ese pacto de rentas?

R: Las proyecciones muestran una inflación que seguirá desacelerándose pero que se mantendrá por encima del objetivo del 2%. En ese contexto, creo que sigue siendo fundamental que, en el marco del diálogo social, se llegue a un acuerdo sobre el reparto de costes entre empresas y trabajadores, de forma que todos asuman una parte de la pérdida de renta real, con compromisos plurianuales explícitos respecto a los incrementos salariales y la evolución de los márgenes. Un acuerdo que debe ser de carácter general pero que debería permitir diferenciar según los distintos sectores y agentes afectados, así como evitar fórmulas de indexación automática a la inflación pasada, y reforzarse evitando también el uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas en el gasto público.

P: ¿Y aplicarlo a pensionistas y funcionarios?

R: A los funcionarios ya se les ha aplicado un incremento salarial por debajo de la inflación. En el caso de los pensionistas, creo que, coyunturalmente, con el objetivo de reforzar ese compromiso con la estabilidad se les podría haber incorporado al reparto de la pérdida de renta nacional inevitable derivada del incremento de los precios de la energía importada. Con la excepción, obviamente, de los más vulnerables. Esta respuesta coyuntural resultaría independiente de la decisión estructural que ha adoptado el Parlamento respecto a la decisión de volver a indiciar las pensiones con la inflación.

P: ¿Cómo afectará al sistema ligar las pensiones al IPC y eliminar el factor de sostenibilidad?

R: Lo importante es explicar que las tendencias demográficas que se esperan en los próximos años generarán una presión sobre el gasto público, en pensiones en particular. Se estima que la decisión de revalorizar las pensiones en función de la inflación y la derogación del factor de sostenibilidad de la reforma de 2013 implican un aumento del gasto en pensiones como porcentaje del PIB de entre 3,2 pp y 3,5 pp de PIB entre 2019 y 2050. Por eso es necesario adoptar medidas compensatorias. El incremento de las cotizaciones sociales asociado al nuevo mecanismo de equidad intergeneracional y los nuevos incentivos al aumento de la edad de jubilación, entre otras medidas ya aprobadas, tienen precisamente ese objetivo. Pero nuestro análisis sugiere que las medidas ya aprobadas no son suficientes. Por eso resulta crucial que la segunda fase de la reforma, actualmente en discusión, sirva para terminar de cubrir el desfase todavía existente y garantizar así la sostenibilidad financiera del sistema en el largo plazo.

P: Sobre esa segunda parte de la reforma, con el destope de bases máximas de cotización y la ampliación del cómputo de años cotizados, el Gobierno dice que tendrá impacto neutro en las nuevas pensiones. El Banco de España ha avisado de lo contrario...

R: El aumento del número de años que sirve de base para el cálculo de la pensión aumentaría la contributividad del sistema, es decir, la relación entre lo que se aporta y se recibe. En cuanto a sus efectos, un documento reciente realizado por nuestros economistas analiza el impacto potencial de un incremento de 25 a 35 años. Y muestra que esa extensión produciría una reducción de la pensión inicial media. Pero si se simultaneara la ampliación a 35 años con el descarte de los años más desfavorables, se suavizaría esa caída y reduciría la heterogeneidad de las pensiones entre individuos. Por ejemplo, tomar los 29 años más favorables dentro de los 35 años previos a la jubilación arrojaría una pensión media similar a la resultante de tomar en cuenta los 25 años anteriores a la jubilación y se produciría, en promedio, un incremento de la prestación inicial de las pensiones más bajas. Evidentemente, combinaciones distintas del período de cálculo de la base reguladora y el descarte de los años de cotización más desfavorables, como parece estar manejando el Gobierno, arrojarían impactos diferentes.

P: ¿Qué impacto tendrá en el sistema la subida de las bases máximas?

R: La clave es la relación entre base máxima y pensión máxima. Un incremento de bases máximas que se acompañe de un incremento equivalente de las pensiones máximas mantendría la contributividad del sistema, pero mejoraría escasamente su equilibrio financiero en el medio plazo. Para que se produzca una mejora de este equilibrio financiero se requiere que el incremento de la base máxima sea superior a la de la pensión máxima, lo que, evidentemente, genera una tasa de sustitución de las pensiones más baja para los colectivos afectados y menor contributividad del sistema.

P: ¿A qué nos enfrentamos si no se atajan déficit y deuda públicos?

R: España cuenta con unas ratios de deuda y déficit público estructural sobre PIB elevadas. Esto constituye una considerable fuente de vulnerabilidad y supone unos menores márgenes de actuación fiscal ante posibles perturbaciones adversas. Se hace necesario, por tanto, un programa de consolidación fiscal de medio plazo que detalle cómo se van a reducir gradualmente estos desequilibrios. Y este proceso debe iniciarse ya en 2023. Es decir, tenemos que lograr que este año se produzca una reducción del déficit público estructural. Esto es particularmente relevante en el contexto actual de endurecimiento de la política monetaria. Sobre todo, teniendo en cuenta que un uso adecuado de los fondos *Next Generation* puede hacer compatible iniciar ya este proceso con mantener un impacto agregado positivo de la política fiscal sobre el crecimiento económico.

P: Siempre y cuando se usen bien los fondos europeos...

R: En efecto, si los fondos europeos sirven para financiar proyectos con una elevada complementariedad entre inversión pública y privada y, muy importante, si se acompañan de las reformas estructurales adecuadas, pueden generar un aumento significativo de la tasa de crecimiento potencial. Estas reformas y el uso de los fondos deben facilitar, en

particular, la reasignación de recursos entre sectores y empresas que exige la adaptación a la perturbación energética. Sin olvidar que su éxito puede servir para reforzar la percepción en Europa sobre la conveniencia y necesidad de continuar profundizando en el avance del proyecto común, por ejemplo, con la creación de un mecanismo de estabilización fiscal permanente, que necesita el área del euro.

P: En una etapa de prudencia como la actual, ¿qué hacer con los dividendos de la banca?

R. Es necesario que las entidades utilicen el incremento de los beneficios que se está produciendo en el corto plazo para aumentar, y no solo mantener, su capacidad de resistencia. Y esto exige en este momento políticas prudentes de reparto de dividendos y de provisiones.

P: Tenemos ahora tres nuevos impuestos. A las grandes fortunas, a la banca, y a las energéticas, ¿qué impacto tienen para España?

R: No disponemos aún de una evaluación de su impacto. En todo caso, lo que me gustaría subrayar sobre el sistema tributario es que creo que hay un amplio consenso sobre la necesidad de una revisión integral del mismo para mejorar su capacidad recaudatoria y su eficiencia. Acompañada también de una revisión integral del gasto público. Estas revisiones son parte fundamental del proceso de consolidación fiscal al que antes me refería. La comparación con el resto de los países de nuestro entorno puede servir de guía. Y esta comparación muestra que España recauda en promedio menos que otros países. Cuando analizamos por qué recaudamos menos, no es tanto por tipos marginales inferiores sino por el efecto de las deducciones, bonificaciones, etc., que acaban provocando que los tipos medios efectivos sean más bajos. Y, en términos de composición, España recauda menos, fundamentalmente, en la imposición sobre el consumo y en la imposición medioambiental. Este diagnóstico puede ser un buen punto de partida para la reforma. Incorporando, por supuesto, los criterios redistributivos que se consideren adecuados. Y, por último, es muy importante tener en cuenta que, dado el alto grado de integración internacional de nuestra economía, la capacidad recaudatoria de algunas figuras tributarias se ve muy condicionada por el grado de coordinación fiscal a escala internacional. Por eso son tan importantes los acuerdos de tributación internacional alcanzados en la OCDE/G-20 y en la UE en el caso de la imposición societaria y de la tributación de actividades digitales. Es la única manera de evitar que la introducción de ciertos impuestos genere desventajas competitivas que acaben afectando negativamente al crecimiento y a la recaudación.

P: La última reunión del BCE resolvió subir los tipos de interés medio punto más. ¿Dónde está el techo para dejar de aumentarlos, o una horquilla?

R: Los tipos de interés subirán hasta situarse en niveles que nos permitan asegurar que la inflación vuelva a situarse en el objetivo del 2% en el medio plazo. ¿Cuál es este nivel? La incertidumbre actual es tan elevada que realmente no es posible dar una orientación precisa. Pero, con la información que tenemos en este momento, para lograr ese objetivo, creemos que será necesario seguir incrementando significativamente los tipos de interés en las próximas reuniones y que, una vez alcanzado, tendremos que mantener ese nivel

‘terminal’ durante un tiempo. El mensaje más importante es que todavía no hemos llegado al final.

P: ¿Hay amenaza de impagos en la banca?

R: Es evidente que la subida de los tipos de interés está aumentando los costes de financiación de los hogares y las empresas, y junto a la desaceleración de sus ingresos y la caída de sus rentas reales por la inflación, se está reduciendo su capacidad de pago. Ahora bien, la magnitud del impacto dependerá de la profundidad de la desaceleración económica, de la persistencia de la inflación y de cuánto sea necesario endurecer la política monetaria, entre otros factores. Desde la perspectiva de la estabilidad financiera, el mensaje relevante es que las pruebas de resistencia que hacemos regularmente nos muestran que la solvencia agregada del sector bancario se mantendría en niveles adecuados incluso en escenarios adversos, si bien con heterogeneidad entre entidades. No olvidemos que esta capacidad de resistencia se debe en buena medida a la implementación de las reformas regulatorias a escala global y, en el caso español, a la reestructuración de la última década.

P: ¿No sería lógico que la banca volviera a remunerar los depósitos?

R: Estamos observando que la remuneración de los depósitos apenas se ha incrementado y que la traslación de los incrementos de los tipos de mercado monetario a los costes de la deuda de hogares y empresas está siendo más lenta que en episodios de subidas previos. Lo primero estaría vinculado al hecho de que partíamos inicialmente de tipos negativos que, en gran medida, no se habían trasladado a los depósitos, así como a la amplia liquidez y elevadas ratios de depósitos sobre crédito del sistema bancario. Pero esperamos traslaciones progresivamente mayores tanto en los costes de los créditos como en depósitos. Mientras tanto, los ahorradores ya están utilizando instrumentos alternativos para mejorar la rentabilidad de sus ahorros.