

**20 de diciembre de 2021**

**“No se dan condiciones para subir tipos en 2022”**

“Podemos estar tranquilos con el apoyo que seguirá proporcionando el BCE”

Entrevista con el gobernador, Pablo Hernández de Cos, publicada en Expansión

---

*El banquero central avala la decisión de poner fin a los estímulos pandémicos y asegura que la política monetaria seguirá siendo expansiva*

Pablo Hernández de Cos (Madrid, 1971), gobernador del Banco de España, asistió el jueves como miembro del Consejo de Gobierno a la cumbre clave celebrada por el Banco Central Europeo en la que se anunció la finalización en marzo del programa de compras de deuda. En una entrevista con EXPANSIÓN, el máximo representante de la política monetaria en España desgrana la hoja de ruta del banco central, las perspectivas sobre la economía española y el estado del sector financiero.

**- El BCE ha anunciado la retirada de los estímulos. ¿Cómo valora la decisión?**

Hay que contextualizar la decisión sobre la base de la evolución económica reciente y las nuevas proyecciones macroeconómicas, que apuntan hacia la continuidad de un crecimiento robusto en los próximos años en el área del euro, con una revisión al alza significativa de la inflación para el año que viene. Al mismo tiempo, se mantiene la visión de que el repunte inflacionario, que está siendo más intenso y duradero de lo anticipado hace unos meses, tiene una naturaleza temporal, de modo que, en el medio plazo, se espera que la inflación se sitúe algo por debajo del objetivo del 2%.

Con ese contexto en mente, hemos decidido poner fin al programa pandémico de compras de activos (PEPP) a finales del próximo marzo, reduciendo el ritmo de las compras ya en el primer trimestre. Esta decisión refleja el hecho de que el impacto negativo de la crisis sanitaria sobre la tendencia de la inflación de medio plazo se considera superado. Ahora bien, si a partir del segundo trimestre no hiciéramos nada más, pasaríamos inmediatamente a volúmenes de compras relativamente bajos, de 20.000 millones de euros al mes. Para facilitar un ajuste suave en el flujo de compras, hemos incrementado la capacidad del programa de compras tradicional (APP), en 20.000 y 10.000 millones de euros adicionales en el segundo y tercer trimestre del próximo año, respectivamente.

**- ¿Se ha tenido en cuenta la nueva ola del virus?**

Por supuesto. La economía seguirá viéndose afectada en el corto plazo por la pandemia,

pero sobre la base de que los agentes hemos ido ganando capacidad de adaptación tras las sucesivas olas, de modo que se espera que no se tengan que volver a imponer restricciones tan intensas como las introducidas al principio de la pandemia. La recuperación económica es un hecho. Y en base a nuestras previsiones, el área del euro alcanzará el PIB previo a la crisis a comienzos del año que viene. Ahora el objetivo es recuperar también la tendencia de crecimiento previa a la pandemia.

**- ¿Pero entiende que pueda chocar la retirada de los estímulos justo cuando crecen los contagios?**

La crisis sanitaria evidentemente no está terminada y, realmente, no sabemos cuándo terminará. Por eso, entre otros factores, hemos mantenido la opción de volver a activar el PEPP, si fuera necesario. Es uno de los elementos de mayor incertidumbre en la actualidad, pero desde el punto de vista de la evolución económica esperada y de la senda prevista de inflación, pensamos que es un momento adecuado para anunciar el final del PEPP. En cualquier caso, el volumen de estímulos monetarios seguirá siendo elevado y podemos estar tranquilos con el apoyo que seguirá proporcionando el BCE a la recuperación económica.

**- El PEPP era más flexible que el APP en sus compras.**

Efectivamente. Y el principal aprendizaje, en términos de instrumentos de política monetaria durante estos años de pandemia, es la eficacia y la eficiencia que proporciona un alto grado de flexibilidad en los programas de compras. Yo soy partidario, de hecho, de que esta flexibilidad se incorpore estructuralmente en los futuros programas de compras. De momento, mantenemos un nivel de flexibilidad significativo a través de las reinversiones del PEPP y la extensión de las mismas hasta finales de 2024. E insisto que cabe la posibilidad de activar de nuevo las compras netas bajo el PEEP, si fuera necesario.

**- A su juicio, ¿qué implicaciones tiene la decisión sobre los tipos de interés?**

Un elemento muy importante de nuestra política actual es que todo esto está anclado en torno a nuestra orientación de las expectativas (*forward guidance*), que contiene un compromiso fundamental, y es que solo subiremos los tipos de interés cuando se hayan cumplido tres condiciones: que la inflación subyacente observada sea compatible con una convergencia al objetivo del 2%, que la inflación prevista a medio plazo alcance el 2% y que la inflación esperada en el punto intermedio del ejercicio de previsión (unos 18 meses), también alcance el 2%. Esas tres condiciones se tienen que cumplir para que haya un incremento de los tipos de interés y es evidente que, en estos momentos, en 2022 estas condiciones no se dan.

Pero además esta orientación no solo condiciona la primera subida de tipos de interés, sino también la finalización de los programas de compras, porque hay una ligazón entre uno y otro, puesto que se establece que no se subirán los tipos hasta poco después de acabar las compras. Es decir, el programa de compras durará hasta poco antes de que subamos los tipos de interés. Y para esto último, se tienen que dar las condiciones que he mencionado.

- **Da la sensación de que tampoco esperan subidas de tipos para 2023.**

Nuestro *forward guidance* está intrínsecamente condicionado a la evolución y las previsiones de inflación en cada momento. Uno no puede hacer un compromiso en abstracto y de manera incondicional hoy sobre el futuro, porque el escenario económico evoluciona en el tiempo. Lo que hacemos es un compromiso condicionado. En ese sentido, decimos que, si se mantienen las condiciones de hoy, no veremos subidas de tipos en 2022. Con el nivel de incertidumbre que tenemos, ir más allá en esa anticipación es muy difícil. Dependerá crucialmente de cómo evolucione la inflación subyacente y las previsiones de inflación.

***“Las “criptos” aún no tienen tamaño para amenazar la estabilidad financiera”***

- **¿Cómo de urgente es el lanzamiento del euro digital?**

En realidad, todavía no hemos decidido si vamos a lanzarlo o no. Lo que se ha acordado, y es en lo que estamos ahora, es prepararnos para estar en condiciones de lanzarlo si se dieran las condiciones. Muchos otros bancos centrales están, como nosotros, investigando esta posibilidad y tenemos distintos foros abiertos para compartir experiencias y coordinar esfuerzos.

- **Se habla de 2026 como la fecha en la que, de decidirlo, llegaría a los usuarios. ¿No es muy tarde?**

Lanzar una moneda digital de banco central, un euro digital en nuestro caso, no es una tarea sencilla. Y no me refiero solo a las muchas cuestiones que hay que aclarar desde un punto de vista técnico. Me refiero también a las implicaciones en ámbitos tan importantes para un banco central como son la política monetaria o la estabilidad del sistema financiero.

- **¿Considera las criptomonedas y las *stablecoins* una amenaza?**

Si hablamos de las criptomonedas en general, incluyendo en el conjunto a las denominadas *stablecoins*, el Comité de Basilea ha publicado diversos informes en los que destaca que el mercado todavía no ha alcanzado un tamaño como para provocar problemas de estabilidad financiera. Pero es verdad que están creciendo de una manera muy vigorosa. Sabemos que este tipo de activos no está regulado y vemos necesario que esa regulación se desarrolle lo antes posible. Y es importante también que los ciudadanos cuenten con información suficiente para poder valorar correctamente los riesgos en los que incurren cuando adquieren estos productos. Riesgos que son muy elevados.

## ***“El objetivo de déficit público se podrá cubrir perfectamente”***

### **– ¿Por qué se hace una revisión tan significativa de las previsiones en España?**

Por una parte, hubo una revisión de la Contabilidad Nacional Trimestral del INE en el segundo trimestre y una cierta sorpresa negativa en la estimación del PIB del tercer trimestre con respecto a lo que esperábamos, lo que condiciona significativamente la tasa de crecimiento de este año. La revisión para el próximo año es significativamente menor. También pensamos que los desarrollos de la pandemia, con la nueva variante, van a afectar y moderar las tasas de crecimiento en los próximos meses y, por otro lado, se ha constatado una cierta ralentización en el uso de los fondos europeos del NGEU en lo que llevamos de año. Este retraso refleja la complejidad que supone poner en marcha un volumen muy elevado de proyectos en poco tiempo. Lo que no es necesariamente malo si este retraso lleva aparejados unos planes mejor elaborados, más transformadores. Dicho esto, prevemos que la recuperación económica continúe a un buen ritmo en los próximos años. De hecho, hemos revisado al alza de manera significativa el crecimiento de 2023. En conjunto, esperamos recuperar el PIB previo a la crisis un año más tarde que la media europea, hacia finales de 2022 o inicios de 2023.

### **– ¿No hay una contradicción entre esas cifras y el ritmo de creación de empleo?**

Es evidente que la evolución del empleo está siendo mucho mejor que la de la actividad. Todos los analistas e incluso el propio INE han subrayado este aspecto extraordinario de la recuperación. No es fácil encontrar una única explicación y, por ahora, estamos explorando distintas hipótesis. Por ejemplo, hemos percibido que las empresas podrían haber sido relativamente optimistas en la evolución de la economía y haber incorporado más rápido a los trabajadores en ERTE, aunque posteriormente la demanda no ha sido tan fuerte. El propio diseño de los ERTE, que ha ido sumando más incentivos para la incorporación también puede guardar relación con esto.

### **– ¿Teme que el INE publique ahora sus previsiones y vuelva a desactualizar las del Banco de España, como pasó el anterior trimestre?**

No me preocupa porque soy de este tipo de economistas que prefiere fijarse en la tendencia y no en las cifras puntuales. En una época de tanta incertidumbre como la actual es normal que haya revisiones más cuantiosas de las habituales. También es verdad que estas tasas de variación intertrimestral del PIB no las habíamos visto nunca. Estoy seguro de que nuestras previsiones están captando bien la tendencia de la economía española, con independencia de que haya que modificar algo al alza o a la baja las proyecciones.

### **–¿La inflación en España es más transitoria?**

Para Europa y para España estamos ante un shock muy significativo de precios energéticos. Bienes que, nosotros, en general, no producimos. Esto quiere decir que se genera una pérdida para el país. Esa pérdida se acaba distribuyendo, de un modo u otro, entre los distintos agentes económicos. Pero el grado de transitoriedad de ese incremento depende

crucialmente de la respuesta de los agentes económicos. Lo que hay que evitar es que se produzca un círculo vicioso inflacionario que llevaría a una pérdida de competitividad de la economía que, a su vez, generaría menor crecimiento y empleo. Por eso estoy pidiendo una especie de pacto de rentas, que permita un reparto equitativo de esa pérdida que evite ese círculo vicioso. En todo caso, es importante señalar que en España hay elementos de indiciación menores que hace unos años, como los salarios vinculados a la inflación. En una década hemos pasado del 70% de convenios que incluían una cláusula de salvaguarda que actualizaba los salarios de manera automática al IPC y generaban efectos de segunda vuelta y de pérdida de competitividad, a un porcentaje inferior al 20%. Eso no quiere decir que los salarios no acaben reflejando una inflación más alta, pero sí que esa traslación sea menos automática que en el pasado.

**– El pacto de rentas que está proponiendo, ¿tendría que llevarse a cabo dentro del dialogo social?**

Sí, en el dialogo social entendido en el sentido amplio. Es importante combinar esta idea acerca de evitar una indiciación generalizada con permitir que los salarios crezcan en función de las condiciones específicas de cada empresa y de la propia productividad. Y eso significa aceptar un cierto grado de especificidad a nivel de empresa. Probablemente, como consecuencia de la crisis y de la necesidad de afrontar los retos de la transición ecológica y la digitalización estamos en un momento en el que la necesidad de reasignación de factores entre empresas y sectores puede ser muy alta. En este contexto, las señales que se den a través de incrementos salariales acordes a la situación y perspectivas a nivel de empresa pueden facilitar esa transición.

**– El colectivo más numeroso de este país, los pensionistas, tiene asegurada la revalorización. ¿No choca este hecho con pedir moderación salarial a los trabajadores?**

Sobre las pensiones, hay que reconocer que la mayor parte de los países se indician sobre alguna medida de inflación o salarios. En España fue así durante mucho tiempo hasta la reforma de 2013, que se planteó como una forma de afrontar los incrementos de gasto futuros. Por ello se optó por introducir un índice de revalorización, que calculaba el desequilibrio financiero del sistema y ajustaba la revalorización de las pensiones. Es verdad que la aplicación estricta, sin la incorporación de nuevos ingresos o modificaciones de los parámetros que determinen el gasto del sistema, llevaba a pérdidas de poder adquisitivo, lo que se demostró inviable políticamente. Y por ello se ha propuesto una vuelta al punto de partida, con revalorización en base a la inflación. Pero seguimos necesitando compensar los incrementos de gastos que se generan y los cálculos del Gobierno son significativos: para 2050, se estima un incremento del gasto de alrededor de tres puntos porcentuales de PIB. Si, además, tenemos en cuenta el efecto de la eliminación del anterior factor de sostenibilidad, tendremos que compensar algo más de cuatro puntos de PIB. Para ello, se han propuesto distintos mecanismos como la penalización de la jubilación anticipada o incentivos a la jubilación retrasada. El Gobierno calcula que estas medidas podrían ahorrar más de un punto de PIB, aunque estas estimaciones están sujetas a una elevada incertidumbre. Por otro lado, el nuevo mecanismo de equidad intergeneracional supone un incremento de cotizaciones que podría llegar hasta el 0,8% del PIB, pero todavía queda camino por recorrer.

**– Han revisado también sus previsiones de déficit público. ¿Se cumplirán pese a la caída del crecimiento?**

Nuestras previsiones apuntan a un déficit público del 7,5% del PIB para este año y del 4,8% para el año que viene. Como comenté tanto en el Congreso como en el Senado, por distintas razones, no vemos riesgos de incumplimiento del objetivo de déficit público para este año y el siguiente. El objetivo se podrá cumplir porque, en el caso de 2021, a pesar de un crecimiento económico por debajo del previsto, la recaudación tributaria está yendo muy bien. Para 2022, además del efecto derivado de un menor déficit en 2021, hay que tener en cuenta que los presupuestos contienen una previsión de un gasto en inversión muy voluminoso. Tradicionalmente se produce una infraejecución de este tipo de gasto, de manera que, aplicando el promedio histórico de ejecución, pensamos que se podrán cumplir los objetivos.

**– ¿España puede soportar este nivel de deuda pública?**

Lo que siempre es importante desde el punto de vista de la economía y del manejo de las finanzas públicas es mantener la confianza. Vemos que se ha registrado un incremento de los niveles de deuda pública, que es elevada y es una fuente de vulnerabilidad. En paralelo, los tipos de interés son reducidos y la vida media de la deuda pública ha aumentado, lo que reduce esa vulnerabilidad. Con unos niveles elevados de deuda y déficit, las necesidades de financiación son altas. Aunque se produzca un repunte de los tipos de interés de mercado, dado que estamos en mínimos históricos, lo importante es que España mantenga la confianza de los inversores. Para apuntalar esa confianza, es importante diseñar y anunciar con prontitud una pauta de consolidación fiscal anclada en un programa plurianual creíble, para implementarlo una vez que se supere la crisis. Esto es necesario para reducir el volumen de deuda, pero al mismo tiempo, hay que elevar el crecimiento económico, para lo que resulta crucial acometer reformas estructurales y utilizar los fondos europeos con vistas a desarrollar proyectos capaces de transformar la economía. Una estrategia basada en estos principios debería permitir una reducción gradual y ordenada del nivel de endeudamiento actual.

***“La banca tiene que ser prudente con el dividendo; la crisis no ha terminado”***

**– Tras el ajuste de capacidad del sector en los últimos meses ¿cree que las entidades tienen que seguir reduciendo costes?**

Antes de nada, es necesario recordar que esta reducción de costes reciente todavía no se ha materializado en las cuentas de resultados de las entidades; de hecho, este tipo de procesos suele llevar aparejado un aumento inicial de costes. Pero incluso teniendo esto en cuenta, existe una gran heterogeneidad. Hay entidades en las que se ha producido una mejora muy significativa de la eficiencia y otras en las que todavía hay margen de mejora. Desde un punto de vista estructural, hay dos elementos que ayudan a entender las dinámicas recientes. Por un lado, la baja rentabilidad del sector, en un contexto de tipos de

interés muy bajos y con la aparición de nuevos competidores, que presionan a las entidades para lograr mejoras de eficiencia para, a su vez, mejorar esa rentabilidad. Por otro, la digitalización, que facilita esas mejoras de eficiencia, dado que permite ofrecer prácticamente los mismos servicios con unos costes operativos mucho más bajos.

**– Los ajustes están provocando la desaparición física de entidades en determinados núcleos de población.**

Sin duda. Es un riesgo real, pero hay que contextualizarlo. Es una derivada de la despoblación de ciertas áreas en España que dificulta per se la provisión de servicios. No sólo bancarios, sino también sanitarios y educativos, entre otros. Está claro que las políticas públicas tienen que responder, en colaboración con el sector privado, a este desafío, ya que la inclusión financiera tiene un efecto positivo sobre el desarrollo económico. Para evitar la exclusión financiera debería mejorar la alfabetización digital de la población y, en paralelo, invertir en aumentar la infraestructura digital de esos territorios. En todo caso, sabemos que el colectivo de personas afectadas son mayores y esas políticas pueden no ser suficientes para evitar su exclusión financiera. Por eso, hay que buscar otros mecanismos complementarios. Algunas de las iniciativas más destacadas en ese sentido son la instalación de cajeros independientes en zonas geográficas despobladas donde se han cerrado oficinas, la utilización de oficinas móviles por parte de las entidades y también la posibilidad de usar alguna otra infraestructura pública.

**– ¿Está a favor de hacer que las resoluciones de las reclamaciones ante el Banco de España sean vinculantes?**

No depende de nosotros, pero la valoración que hacemos es que eso sería muy positivo. En todo caso, un mayor seguimiento de las resoluciones del Banco de España por parte de las entidades tendría efectos muy positivos sobre la reputación del sector. Todavía hay porcentajes, no pequeños, de reclamaciones en las que el Banco de España da la razón a los clientes y que no son seguidas por las entidades.

**– ¿Le parecen adecuadas las actuales políticas de dividendo de la banca española?**

La recomendación general a la restricción de distribución de dividendos del año pasado fue una medida excepcional. En la situación actual, la recomendación de si es adecuada o no una política de dividendos está absolutamente condicionada a la situación de cada entidad. Si la entidad tiene un nivel de capitalización suficiente y es capaz de soportar situaciones de estrés, puede retribuir a sus accionistas. La realidad es que, de momento, la crisis económica ha generado menos efectos negativos en términos de morosidad y pérdidas de lo que anticipábamos. Dicho esto, el mensaje que estamos trasladando a los bancos sobre los dividendos es de prudencia, porque la crisis no se ha terminado y algunos deterioros se producen con desfase. Mantendría una política prudente tanto en el reconocimiento de las pérdidas como en el dividendo porque la incertidumbre es elevada.