

DIÁLOGO 1

**La economía y la
política económica,
durante y después
del COVID-19**

**Pablo Hernández de Cos
/ Cristina Herrero**



PABLO HERNÁNDEZ DE COS

Gobernador del Banco de España

Gobernador del Banco de España y miembro del Consejo de Gobierno y del Consejo General del Banco Central Europeo. También es presidente del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS). Asimismo, es presidente del Comité Técnico Consultivo (ATC) y miembro del Comité Director de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB), es miembro del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), del Grupo de gobernadores y jefes de supervisión y del Consejo Asesor del Instituto de Estabilidad Financiera (FSI) del Banco de Pagos Internacionales (BIS) y del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Además, es vicepresidente del Consejo de la Autoridad Macropprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) y es presidente del Patronato del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI).

Entre 2015 y 2018 fue director general de Economía y Estadística y miembro de la Comisión Ejecutiva del Banco de España además de alerno al Gobernador en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. Entre 2017 y 2018 fue miembro del Comité Económico y Financiero de la Unión Europea.

Con anterioridad, fue jefe de la División de Análisis de Políticas Económicas del Servicio de Estudios del Banco de España y presidente del Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas del Banco Central Europeo.

Es doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid, licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por CUNEF y licenciado en Derecho por la UNED.



CRISTINA HERRERO

Presidenta de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF)

Presidenta de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), nombrada por el Consejo de Ministros, por Real Decreto 439/2020 de 3 de marzo. Ha formado parte del equipo directivo de la Institución desde su fundación, ocupando desde 2014 el puesto de directora de la División de Análisis Presupuestario, convirtiéndose así en la primera responsable de una de las principales funciones de la institución como garante de la estabilidad presupuestaria y sostenibilidad de las finanzas públicas.

Inició su trayectoria en la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), donde desempeñó entre 1993 y 2000 el puesto de jefa de Área, en la Subdirección General de Análisis y Cuentas Económicas del Sector público, y entre 2000 y 2005 el de coordinadora de la elaboración de cuentas nacionales del sector de las AAPP.

Entre noviembre de 2005 y marzo de 2014 fue subdirectora general de Análisis Presupuestario y Organización Institucional del Sector Público Autonómico de la Secretaría General de Coordinación Autonómica y Local.

Es licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid. Es funcionaria del Cuerpo Superior de Interventores y Auditores del Estado, y funcionaria, y en excedencia, del Cuerpo Superior de Inspectores de Hacienda del Estado.

Ha participado en diversos grupos de trabajo, entre otros, Cálculo de Balanzas Fiscales, Análisis del gasto sanitario, Comité Técnico de la Comisión Especial para la mejora de la dependencia y Grupos de trabajo del Consejo de Política Fiscal y Financiera.



Cristina Herrero

El concepto de “servidores públicos” está en el ADN de nuestras instituciones y es un motivo de orgullo. Desde luego, como servicio público, es necesario tratar de explicar y reflexionar en alto sobre alguna de las cuestiones que nos preocupan tanto en el ámbito de actuación del Banco de España como de la AIREF.

En este ciclo, *Crisis y catarsis, las lecciones del COVID-19*, analizaremos el papel de la política monetaria, fiscal, de los marcos fiscales y las distintas actuaciones que se han tomado en los diferentes ámbitos de la crisis, y desde luego, empezar a mirar al medio plazo.

Esta crisis nos sorprendió a todos y, en el ámbito de nuestras competencias, hemos tenido que adaptar nuestras decisiones y manera de actuar a un entorno que no solamente era inesperado en su aparición, sino que además cambiaba de día en día. Esta situación afectó también a la actividad del Banco Central Europeo y los gobiernos, que tuvieron que adoptar decisiones y medidas de un calado y un corte que hubiera sido impensable hace solamente unos pocos años. Y lo tuvieron que hacer con gran celeridad ante la velocidad de los acontecimientos.

Parece que lo más grave ya ha pasado y que ahora tenemos que empezar a mirar al medio plazo. En ese futuro, se está extendiendo cierto consenso en que hay que replantear cuál es la relación que tiene que tener la política monetaria con la política fiscal porque probablemente los roles tradicionales que se asignaban de manera separada a una y otra política han cambiado en el contexto macroeconómico actual.

Antes de empezar a analizar cuáles son las perspectivas de futuro, qué nos queda por hacer, cuáles son los retos y cuál es esta visión de medio plazo que tenemos que empezar ya a diseñar; debemos empezar reflexionando sobre el papel de la política económica en respuesta a la crisis, y por eso, me gustaría que el gobernador explicase cómo la respuesta contundente y coordinada que se dio a nivel de las distintas políticas fiscal, monetaria y prudencial ha contribuido a mitigar los efectos de una crisis que sin estas medidas hubieran podido ser mucho más severos.

Pablo Hernández de Cos

Muchas gracias, Cristina. Permítanme medio minuto para agradecer a la Fundación Ernest Lluch y al Ivie la invitación y la oportunidad de debatir en público con Cristina. También quería darle la enhorabuena por el trabajo tan excelente que está haciendo al frente de la AIREF, una institución muy relevante para este país y cuya consolidación en este segundo mandato me parece fundamental.

Quizá debemos empezar analizando —desde esta perspectiva más *backward-looking*, de mirar hacia atrás—, dónde estamos hoy y, en particular, qué papel han desempeñado las políticas económicas durante la crisis. La conclusión debe ser, en mi opinión, que este papel ha sido esencial para evitar una crisis más profunda.

Una manera de ilustrar esta importancia es estimando cuál sería el contrafactual, esto es, qué habría pasado si la política monetaria y fiscal, las políticas macro- y microprudenciales de carácter financiero, no hubiesen actuado de la manera en que lo han hecho.

Pues bien, el Fondo Monetario Internacional, en una de sus publicaciones, se atrevió a señalar, sobre la base de distintas estimaciones de ese contrafactual, que la caída del PIB (que sabemos que en el año 2020 fue de doble dígito en muchos países y a escala global) podría haber sido tres veces superior en el caso de que la política económica, monetaria y fiscal, y el resto, no hubieran actuado de la manera en que lo han hecho.

Y ese impacto está relacionado estrechamente con cómo ha sido esta respuesta: muy contundente. Y esa contundencia, ¿cómo la podemos ilustrar? Tenemos algunas cifras que permiten ilustrar esta contundencia en el caso del área del euro. El Banco Central Europeo, con su programa de compra de valores pandémico, adquirió el equivalente a 6,7 puntos de PIB del área del euro de deuda pública y privada en el año 2020. Por su parte, una manera de ilustrar la magnitud de la respuesta de la política presupuestaria es que en 2020 el incremento del déficit público en el área del euro también fue superior a 6,5 puntos de PIB, lo que incorpora

el apoyo discrecional de las medidas tomadas como consecuencia de la crisis, pero también los estabilizadores automáticos que, como sabemos, en el caso del área del euro, son muy potentes. Además, a esto se le unieron otro tipo de actuaciones por parte de los supervisores, tanto macroprudenciales como microprudenciales.

La contundencia es importante, pero quizás igual o más importante lo ha sido el carácter integral de la respuesta. Esta era una crisis inédita, que se propagó a través de diversos canales. Precisamente lo que ha hecho la política económica en su conjunto —monetaria, fiscal, macro- y microprudencial— ha sido tratar de cubrir todos estos canales de transmisión, de tal manera que, por ejemplo, la política monetaria lograra mantener unas condiciones de financiación favorables para todos los agentes de la economía. Eso le ha permitido al sector público, en particular, ser muy contundente en su respuesta, que, en su caso, se ha dirigido, sobre todo, a los hogares y a las empresas no financieras.

De esta manera hemos evitado algo que para mí era fundamental: no debíamos permitir que esta crisis se convirtiera en una crisis bancaria, una crisis financiera. Por supuesto, las autoridades macro- y microprudenciales también han contribuido a este objetivo con distintas decisiones. Lo comentabas tú también, Cristina: más allá del carácter contundente, del carácter integral, se encuentra el carácter complementario. La acción de la política monetaria ha permitido que el sector público pudiera financiarse a tipos de interés reducidos y sin problemas de financiación, que es, como he



señalado, lo que, en último término, ha facilitado la actuación del sector público a todos los niveles.

Los instrumentos que el sector público ha utilizado han sido también muy relevantes en proporcionar esta complementariedad. Pensemos en los programas de avales. Estos han servido de complemento a lo que estaban haciendo las autoridades financieras: han facilitado la concesión de crédito por medio de la reducción del riesgo de crédito.

El carácter global de la respuesta también ha sido crucial. Por ejemplo, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, que presidido, se ha reunido más de veinte veces en el año 2020, para tomar decisiones coordinadas a escala global. Esta coordinación ha sido particularmente efectiva en la Unión Europea, en la que por primera vez ha habido una respuesta rápida verdaderamente común: los fondos NGEU. De ellos hablaremos más adelante.

Y un último aspecto fundamental para ese alivio que ha proporcionado la política económica, ha sido su flexibilidad. Por ejemplo, el programa pandémico de compras de activos del Banco Central Europeo se ha ampliado en varias ocasiones, y los ERTE se han ido extendiendo de acuerdo con la propia evolución de la pandemia y sus efectos. La crisis se ha extendido en el tiempo; no éramos capaces de anticipar su duración pero la política económica ha reaccionado de una manera muy flexible, adaptándose a esa mayor duración de la crisis.

Hay un aspecto adicional, y quería preguntarte tu opinión al respecto, Cristina. Se trata de algo que también hemos aprendido en



esta crisis: las posiciones de partida desde las que los países enfrentan la crisis son muy importantes porque condicionan la capacidad de respuesta. En este sentido, en relación con la economía española, teníamos aspectos positivos y otros negativos. Por el lado positivo, nos enfrentamos a esta crisis en una posición mucho más ventajosa, sobre todo cuando uno la compara con la de la crisis financiera internacional: durante y después de esa crisis se produjo un proceso de desapalancamiento del sector privado, que se tradujo en una reducción del endeudamiento de las familias y los hogares muy importante, y un saneamiento de los balances bancarios también muy importante.

Por el lado negativo, sin embargo, el sector público se encontraba al inicio de esta crisis con un endeudamiento público muy elevado, acompañado de un déficit estructural (con las dificultades de estimación que tiene) también muy elevado, lo cual dejaba poco margen para que la política presupuestaria ejerciera su papel estabilizador. Este es un aspecto que la AIREF ha enfatizado mucho, y nosotros también desde el Banco de España. Quizás merezca la pena reflexionar ahora sobre él, de cara también al futuro y a las consecuencias que debe tener para la acción de política económica de los próximos años.

Cristina Herrero

Es fundamental que la política fiscal cuente con márgenes de actuación, especialmente en un contexto en el que parece que las perturbaciones que hemos experimentado pudieran ser más frecuentes de lo que pensábamos.

En primer lugar, la generación de márgenes fiscales es fundamental precisamente porque estos shocks extremos que hemos vivido con ocasión de la crisis sanitaria y los efectos que han tenido parece que podrán ser más frecuentes de lo que en principio pensábamos. Todo ello además en un contexto de globalización de las relaciones comerciales y financieras y ante la existencia de fenómenos extremos asociados por ejemplo al cambio climático o a crisis sanitarias similares a la que hemos tenido. Con lo cual, la posibilidad de que estos *shocks*, estas perturbaciones, puedan ser más frecuentes de lo que inicialmente pensábamos, justifica por sí sola la necesidad de que la política fiscal cuente con márgenes de actuación.

En segundo lugar, el funcionamiento de la economía ya apuntaba a que se estaba desarrollando una transformación subyacente en materias como la digitalización, el cambio climático, la globalización, el envejecimiento de la población o la preocupación por el incremento de la desigualdad con el que salimos de esta crisis sa-

nitaria. Todos estos aspectos ya suponían un cambio en el funcionamiento de la economía que nuevamente justifica la necesidad de que la política fiscal cuente con márgenes de actuación.

En tercer lugar, es necesaria la generación de márgenes fiscales dado el alto nivel de deuda que en estos momentos se sitúa en máximos históricos.

¿Cómo hemos llegado a esta situación? Han confluído una serie de factores. En el periodo 1999 - 2019, años cíclicamente neutrales, la economía española corrigió muchos de sus desequilibrios, como por ejemplo su posición exterior, el endeudamiento privado o una orientación de la inversión más hacia inversión productiva. Sin embargo, se incrementaron otros desequilibrios como por ejemplo el aumento de la deuda pública. Entre 2007 y 2014, la deuda pública se incrementó en 35 puntos porcentuales y rebasó el umbral del 100% del PIB. A partir de 2015 se inició un cierto descenso de esta ratio de deuda, muy tímido, a pesar del contexto favorable tanto en la actividad económica como en los tipos de interés.

En estas condiciones llegamos en 2020 a la crisis sanitaria con un margen fiscal más estrecho que otros países, a lo que se añade que la crisis nos golpea de manera particularmente dura. En este contexto la política fiscal tiene que actuar, lo que lleva a una ampliación de su brecha fiscal con un déficit público que se sitúa en el 11% en el 2020 y con un nivel de deuda que duplica el umbral previsto en el Pacto. En la AIReF hicimos un ejercicio con ocasión del informe de la actualización del programa de estabilidad que va hasta el 2024 en que estimamos que la deuda pública se podría situar por encima del 112% con el escenario fiscal que contemplaba esa actualización del programa de estabilidad. Si a partir de 2024 el déficit estructural estimado se mantenía, la ratio se estabilizaría entre el 110% y el 130% del PIB.

Si se quiere ir más allá de esa estabilización de la ratio de deuda, la política fiscal tiene que actuar y para ello debe tener márgenes de actuación. Para generar este margen fiscal hace falta diseñar una estrategia integral que no solamente actúe de manera directa sobre las finanzas públicas, sino también sobre el crecimiento económico. Sin esa estrategia integral es imposible generar márgenes fiscales y llevar a cabo un proceso de consolidación fiscal. En esta estrategia, será necesaria la coordinación entre las administraciones públicas, que probablemente a nivel país será insuficiente y requerirá de una coordinación internacional al menos en el ámbito de las instituciones europeas, y desde luego, la formación de grandes consensos.

Eso es lo que se refiere a la política fiscal, que tiene retos por delante y necesita márgenes de actuación. Respecto a la política monetaria, ¿cómo ha actuado con ocasión de la crisis y qué podemos esperar a futuro tras la reforma de la estrategia del Banco Central Europeo?

Pablo Hernández de Cos

Desde hace unos meses estoy subrayando que probablemente estemos en un momento de la crisis en el que, dado que las condiciones son claramente mejores desde el punto de vista sanitario (el que nos podamos reunir hoy aquí es un buen ejemplo), la política económica, en su carácter general, y por supuesto, también la política monetaria, no deben estar ahora solo focalizadas en la pura gestión de la crisis. Debemos comenzar a abordar ya también los problemas de carácter estructural. Hasta cierto punto, esto es lo que me parece que hemos hecho en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

La respuesta del Banco Central Europeo durante la crisis, lo he mencionado antes, ha sido muy contundente a la hora de activar distintos instrumentos. En particular, el más conocido y también el más importante, el Programa de Emergencia de Compras de Valores. El elemento fundamental de innovación en relación con los programas previos ha sido la flexibilidad que hemos ejercido para comprar activos de aquellas jurisdicciones que estaban más tensionadas en los mercados financieros en cada momento, y en los momentos en que las tensiones en los mercados financieros se observaban en mayor medida.





Desde diciembre del año pasado, cuando se produjo la última extensión del programa pandémico (que, como saben ustedes, ahora mismo está proyectado al menos hasta marzo del año que viene), para determinar el volumen de compras trimestrales de ese programa, estamos haciendo un ejercicio en el que analizamos la evolución de las condiciones de financiación, dado que nos hemos marcado como objetivo mantener las condiciones de financiación existentes en diciembre. Y, en paralelo, dado que también nos hemos marcado como objetivo de ese programa, que la trayectoria de la inflación, que como saben es el mandato del Banco Central Europeo, revierta a la que existía antes de la crisis, analizamos qué ha sucedido con las perspectivas de la inflación. Y así, el personal del Banco Central Europeo, del Eurosistema y también de los bancos centrales nacionales nos proporcionan trimestralmente una actualización de sus previsiones macroeconómicas, incluida por supuesto de la inflación, que nos permite comprobar si se ha producido una mejora de esa trayectoria de la inflación hacia nuestro objetivo —en este caso, el observado antes de la pandemia— y cuál ha sido la evolución de las condiciones de financiación.

Ese análisis conjunto es el que nos ha llevado a tomar distintas decisiones a lo largo del año. En el primer trimestre de 2021, en marzo, dado el repunte de los tipos de interés, sobre todo de largo plazo, decidimos aumentar el volumen de compras mensuales, porque en paralelo no se había producido una mejora de las perspectivas de inflación. Ahora, en septiembre de 2021, ante una

relajación de los tipos de interés reales en el último trimestre y la constatación de que habían mejorado en el medio plazo las perspectivas de inflación, hemos decidido hacer una recalibración y reducir las compras mensuales del PEPP. Eso no tiene nada que ver, como ha aclarado la presidenta Lagarde en distintos momentos, con un posible *tapering* en el futuro, una finalización del programa de compras. Esta cuestión todavía no se ha discutido. Me parece que es importante subrayarlo, porque en el contexto en el que nos encontramos, en el que efectivamente hay una recuperación en marcha en el área del euro y por supuesto también en la economía española, pero esta recuperación es incompleta y desigual, no debemos anticipar la retirada de los estímulos monetarios ni tampoco de los de carácter fiscal, de los que, supongo, hablarás luego, Cristina.

Desde una perspectiva más estructural, todo este ejercicio, toda esta acción de la política monetaria, lo hemos hecho en paralelo a una revisión de la estrategia de política monetaria. ¿Qué es la estrategia de política monetaria? El Tratado de la Unión Europea asigna al Banco Central Europeo la obligación del cumplimiento de un mandato: la estabilidad de precios. Pero ¿qué se entiende por estabilidad de precios? ¿Cuáles son los instrumentos que deben utilizarse? Determinarlo corresponde a la autonomía del Banco Central Europeo. De esa manera, al comienzo de la creación de la unión monetaria, el Banco Central Europeo se fijó un objetivo de inflación por debajo del 2 %. Lo clarificó unos años más tarde, y ese 2 % quedó un poco por debajo del 2 %, pero cercano. Por otro lado, el instrumento fundamental para lograr ese objetivo era único en ese momento: la fijación de los tipos de interés.

En los últimos años, sin embargo, una inflación muy reducida ha obligado al Banco Central Europeo a desarrollar y activar otros instrumentos, y lo mismo han tenido que hacer otros bancos centrales. Desde un punto de vista estructural, también han sucedido cosas muy relevantes para un banco central. En particular, se estima que el tipo de interés natural de las economías desarrolladas, en particular de la europea, es hoy significativamente más bajo de lo que era en el pasado. Esto tiene que ver con una dinámica de la productividad bastante pobre, y también con el efecto del envejecimiento poblacional y las consecuencias de la crisis financiera internacional. Dichas consecuencias, en el caso europeo, consistieron en una doble recesión, porque a la crisis financiera global se le unió la crisis de deuda soberana, lo que generó unos efectos más persistentes que en otras jurisdicciones.

Estos son algunos de los argumentos que justificaban que el Banco Central Europeo hiciera una revisión de la estrategia en este

momento. No voy a entrar en los detalles, porque se han tomado muchas decisiones, pero quizás la más relevante es precisamente la de que hemos modificado la definición del objetivo de inflación del Banco Central Europeo, que ahora pasa a ser puntual del 2 %. Pensamos que es un objetivo mucho más fácil de comunicar y en el que, por tanto, es más sencillo anclar las expectativas de los agentes económicos. Ese 2 % se entiende, además, como simétrico, es decir, nos preocupa cuando la inflación está por debajo del objetivo y cuando está por encima, y nos preocupa de la misma manera. Es decir, el 2 % deja de ser —como era percibido por muchos— una especie de techo que no se podía superar. Esto, por supuesto, tiene consecuencias muy relevantes para la ejecución de la política monetaria.

La estrategia de la política monetaria incorpora también el hecho de que los tipos de interés naturales son hoy significativamente más bajos y, por tanto, que la probabilidad de que el Banco Central Europeo esté sometido al límite inferior de los tipos de interés es hoy mayor que en el pasado. Esto implica que, sometido a un *shock* deflacionario y estando cercano al límite inferior de los tipos de interés, su acción de política monetaria, precisamente para lograr el objetivo del 2 %, tiene que ser particularmente contundente y persistente en el tiempo. Esto puede llevar a aceptar, incluso, que se produzca lo que llamamos un *overshooting* del objetivo de inflación durante un periodo transitorio.

Lo anterior tiene implicaciones inmediatas. En julio se publicó la revisión de la estrategia del Banco Central Europeo e inmediatamente, en la siguiente reunión del Consejo de Gobierno, modificamos la orientación de los tipos de interés de cara al futuro para adaptarlo a la nueva estrategia. Como saben, el Banco Central Europeo no solamente determina los tipos de interés hoy, sino que también comunica cuáles son sus intenciones en cuanto a la evolución de los tipos de interés en el futuro. En un contexto en el que la inflación estaba muy por debajo de nuestro objetivo y que los tipos de interés estaban en el -0,5%, más próximos, por tanto, al límite inferior de los tipos de interés—, la acción de la política monetaria debía ser particularmente persistente. Esta persistencia, encaja también muy bien con la afirmación que he hecho antes de que en un contexto de incertidumbre como el de ahora es muy importante que, en la política monetaria y en el resto de las políticas económicas, no nos precipitemos en la retirada de los estímulos, y que esta retirada sea lo más cuidadosa posible. En cualquier caso, refleja también la ambición de traer al momento presente no solo el problema coyuntural de la crisis económica, que es muy grave, sino a su vez los elementos estructurales de largo plazo que también son muy importantes.



Esto enlaza perfectamente con los retos de la política presupuestaria en nuestro país. Desde la perspectiva de la política fiscal es evidente que más allá de esa acción contundente, justificada, tendremos que afrontar una de las grandes consecuencias negativas de la crisis, que es un incremento adicional del endeudamiento público y, potencialmente, también del déficit estructural. Eso va a exigir —como ha señalado repetidamente tanto la AIReF como el Banco de España— el diseño temprano y la ejecución posterior, una vez la recuperación sea sólida, de un programa de consolidación que probablemente tendrá que durar varios años, dada la magnitud de los desequilibrios fiscales. La pregunta es la siguiente: ¿cómo debe diseñarse ese programa de consolidación desde el conocimiento que tenéis en la AIReF? ¿qué elementos crees, Cristina, que debe tener desde el punto de vista de la composición, la pauta temporal, etc.?

Cristina Herrero

En primer lugar, es necesario hacer pedagogía respecto al concepto de consolidación fiscal. No se está pensando que haya que iniciar un proceso de consolidación fiscal ya, sino que probablemente haya que esperar a que la recuperación económica gane tracción y esté más consolidada. Pero los planes de consolidación, sobre todo si son ambiciosos, son graduales y son a largo plazo, requieren tiempo para su diseño y puesta en marcha.

Por lo tanto, debe hacerse pedagogía respecto al termino consolidación fiscal. Es necesario trasladar que consolidación fiscal no

quiere decir recortes a corto plazo sin más, sino que tenemos que conseguir que cale en la ciudadanía que consolidación fiscal es sinónimo de eficiencia en la utilización de los recursos públicos y desde luego, es sinónimo de sostenibilidad de las finanzas públicas y en definitiva del estado de bienestar. Si las finanzas públicas no son sostenibles, el estado de bienestar tampoco lo es. Es importante que se haga pedagogía para que se entienda bien qué se dice cuando el Banco de España y la AIReF hablan de que es necesario un plan de consolidación fiscal, una estrategia de medio plazo, una hoja de ruta. Hemos empleado varios términos para referirnos a lo mismo, y es necesario saber hacia dónde se va y cuál es la meta a la que se quiere llegar.

Por lo tanto, lo primero es aclarar qué se entiende por consolidación fiscal y tenemos que aspirar a que signifique eficiencia en la gestión de los recursos públicos y, desde luego, sostenibilidad a medio plazo. Es verdad que uno podría plantearse, y hay voces tanto de académicos como alguna experiencia de algún país en este sentido, si es un buen momento para llevar acabo la consolidación fiscal en un contexto sin restricciones a la financiación, bajos tipos de interés, y que parece que en los próximos años va a seguir siendo así, a lo que se suman todos los retos que tenemos por delante: transformación digital, cambio climático, envejecimiento de la población, desigualdad, etc. Y cuando uno habla del envejecimiento de la población, no solo habla del gasto en pensiones y de las reformas que se puedan hacer, sino también del gasto sanitario y social. Por lo tanto, puede parecer razonable que no parezca adecuada la estrategia de consolidación fiscal en estos momentos puesto que no hay restricciones a la financiación, al menos en teoría, y tenemos muchos retos por delante.

Sin embargo, la pedagogía es decir que sí que es necesario este proceso de consolidación por varios motivos. En primer lugar, el más obvio pero, no por ello menos importante, es que la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria exige la elaboración de un plan de medio plazo, "Plan de reequilibrio", que establece que el marco de reglas fiscales se suspende si a continuación las administraciones públicas dicen cómo van a volver a una senda de sostenibilidad y presentan una planificación a medio plazo. Habría que adaptar parte de lo que dice la Ley Orgánica de Estabilidad porque al legislador seguramente no se le ocurrió pensar en la magnitud de una perturbación como la que hemos tenido y establece que el plan de reequilibrio tiene que presentarse en el plazo de un mes desde que se produce el fenómeno que da lugar a la suspensión de las reglas fiscales. Evidentemente, habría que adaptar plazos y procedimientos, pero el mensaje está claro: el marco de reglas fiscales se suspende si a continuación se presenta un plan de con-

solidación o una estrategia de medio plazo. Por lo tanto, es algo muy evidente, hay una ley que dice que la suspensión de reglas fiscales va asociada a ese plan de recuperación.

En segundo lugar, la certidumbre. Los agentes económicos necesitan certidumbre sobre cuál va a ser el marco de decisiones políticas que van a configurar el contexto en el que van a tener que adoptar sus decisiones y, por lo tanto, por ese principio de seguridad es fundamental presentar esta hoja de ruta, esta planificación o diseño de este plan de consolidación.

Por último, por el elevado nivel de deuda que tenemos. La literatura económica es contundente cuando dice que las dinámicas de deuda que la sitúan a niveles persistentemente elevados y durante un largo periodo de tiempo tienen un impacto negativo en el crecimiento económico. El crecimiento económico es algo fundamental para lograr esta senda de consolidación. No es necesario ilustrar por qué un elevado nivel de deuda puede tener implicaciones negativas en el crecimiento económico, simplemente cabe recordar el distinto margen de actuación que han tenido los países ante la crisis sanitaria que hemos tenido. Un elevado nivel de deuda o una dinámica de deuda que la sitúa en niveles persistentemente elevados, reduce el papel estabilizador que puede tener el presupuesto público.

Tampoco es eficiente ni equitativo dejar un elevado nivel de deuda a nuestras generaciones futuras. Tengamos además en cuenta que se tendrán que enfrentar al reto del envejecimiento, con presiones en el gasto social, en el gasto en pensiones y en el gasto sanitario.

Y en tercer lugar, porque nos hace vulnerables ante posibles o futuros aumentos de tipo de interés. Ni siquiera tenemos que pensar en que pueda ocurrir algo similar a lo que ocurrió en el pasado,





donde vimos lo inestable que a veces son los equilibrios en los mercados de deuda soberana. Pero sin llegar a esos niveles, el alto nivel de deuda supone que un moderado aumento de los tipos de interés tiene un coste de oportunidad muy grande, porque es dinero que se detrae de la utilización de los recursos públicos. La AIReF ha calculado que un aumento de 100 puntos básicos podría suponer en el horizonte 2021-2024, que es el horizonte de la actualización del programa de estabilidad que estábamos analizando, un coste de 15.000 millones, cifra que supera con creces, por ejemplo, la política del ingreso mínimo vital.

Por lo tanto, es necesario comenzar a hablar de consolidación fiscal aunque tengamos muchos los retos por delante y las condiciones de financiación sean en estos momentos favorables. Sí es necesaria una hoja de ruta a medio plazo y desde luego un proceso de consolidación fiscal.

Pero, ¿cómo hacerlo? Es necesario establecer una estrategia gradual y con un horizonte temporal lo suficientemente amplio. Es necesario conjugar la consolidación de las cuentas públicas con el crecimiento económico. Los procesos exitosos en materia de consolidación fiscal que han supuesto una reducción notable de la ratio de deuda y además de manera persistente, han venido de la mano de tasas relativamente altas de crecimiento del PIB. Tendrá que ser una estrategia gradual y desde luego con un horizonte temporal amplio. Eso implica que tendrá que ser objeto de revisión anual.

Dado que aún nos encontramos con un elevado nivel de incertidumbre, deberán realizarse revisiones periódicas en las que se pueda adaptar ese plan de consolidación a las nuevas circunstancias y en las que puedan analizarse y corregirse las desviaciones que se hayan podido producir, analizando cuáles son las causas de esas desviaciones.

En el ámbito de las competencias de la AIReF, este plan de consolidación debería incluir una reforma tributaria. Una reforma tributaria por el lado de los ingresos que haga que nuestro sistema tributario sea más eficiente, lo cual requiere no solamente analizar tipos, figuras impositivas, sino también aspectos como la dinámica de las bases imponibles, el fraude fiscal o las deducciones y bonificaciones. La AIReF analizó 13 beneficios fiscales y lo fundamental es ver si esas deducciones están cumpliendo el objetivo para el que se crearon, si además están coordinados con otros instrumentos y, desde luego, con el objetivo global de la política pública, de la que los beneficios fiscales no son más que un instrumento. El análisis de coherencia con los objetivos y con la política pública a la que sirven, es fundamental.

Por el lado del gasto hay que avanzar en la racionalización del gasto público y aquí es fundamental la evaluación respecto a la eficacia, eficiencia y también cuestiones de equidad en cuanto a la gestión de los recursos públicos. También la AIReF ha realizado varias evaluaciones en materia de gasto público y un denominador común a los hallazgos de todas estas evaluaciones es la falta precisamente de una planificación estratégica. Nos falta estrategia en el diseño de las políticas públicas. Normalmente la estrategia entra tarde, cuando ya estamos valorando el instrumento que ejecuta o que está al servicio de esa política pública. Por lo tanto, falta planificación estratégica, falta coordinación entre las administraciones públicas y entre los distintos departamentos de una misma administración. Y desde luego, falta incorporar la evaluación al proceso de toma de decisiones.

Habrà que abordar, por supuesto, el reto del envejecimiento. Tanto el Banco de España como la AIReF estaremos muy atentos a los impactos o los efectos que pueda tener la reforma de pensiones.

Y desde luego hay que reformar el marco fiscal, tanto el marco fiscal europeo como el marco fiscal nacional. En este momento hay un problema de legitimidad y cierta desafección en el cumplimiento de las reglas fiscales, tanto por parte de los países, en el caso del marco europeo, como por parte de las distintas administraciones públicas, en el caso del marco fiscal nacional. Esta reforma del marco fiscal probablemente tendrá que ir de la mano de

otras reformas en cuanto al reparto de competencias o en cuanto a los sistemas de financiación.

Ciertamente, la política fiscal, como la política monetaria, vienen cargadas de deberes. Gobernador, ¿qué reformas tendrían que hacerse para que la política fiscal ayude a la política monetaria en este objetivo de estabilización?

Pablo Hernández de Cos

Sí, Cristina, efectivamente. Hasta ahora hemos hablado bastante de política monetaria y, por supuesto, también de política fiscal y política presupuestaria. Quizá la pata que nos queda es la de las reformas estructurales, que yo veo claramente como un complemento. Es decir, ese programa de consolidación fiscal que estamos defendiendo debe diseñarse ya, aunque su ejecución deba retrasarse al momento en que la recuperación sea sólida. El motivo es que, una vez que esté asentada la recuperación, el impacto del ajuste fiscal sobre el crecimiento se verá aliviado y favorecido por un crecimiento mayor. Las reformas estructurales, sin embargo, son urgentes. Estas reformas deben diseñarse con el objetivo de aumentar el crecimiento potencial y, por tanto, dados los desfases habituales que hay entre la acción de la política económica y su impacto, evidentemente son bienvenidas, cuanto antes. Este aumento del potencial aliviará las necesidades de ajuste vía incremento del denominador de la ratio de déficit y deuda públicos.

En este sentido, hay que ser muy ambicioso en el ámbito de las reformas estructurales, y esto por distintos motivos. En primer lugar, porque todos teníamos ya el diagnóstico, antes incluso de la llegada de la crisis sanitaria, de que el crecimiento potencial de la economía española era reducido, en particular en comparación con el de nuestros homólogos europeos y, por supuesto, con el de los países anglosajones, en especial Estados Unidos. En segundo lugar, la crisis económica ha podido generar un nuevo impacto negativo sobre el crecimiento potencial, aunque sea difícil de estimar en este momento.

También creo que tenemos un diagnóstico de qué está detrás de ese bajo crecimiento potencial. Las dos variables fundamentales en las que tenemos peores registros son claramente la productividad, por un lado, y el mercado de trabajo —el empleo, en definitiva—, por otro.

En ambos casos, creo que también teníamos y seguimos teniendo una idea clara de cuáles debían ser las prioridades de la política económica para mejorar los registros de la economía española. Nuestra baja productividad está asociada a una dinámica empre-

sarial que acaba generando un tejido productivo lleno de pequeñas y medianas empresas, que no solamente son más vulnerables a un episodio de crisis como el que estamos viviendo en la actualidad, sino que tampoco se benefician de las economías de escala que permiten una dinámica de la productividad más elevada. También sabemos perfectamente cuáles son nuestros déficits en términos de capital humano y en términos de capital tecnológico que acaban generando una dinámica de la productividad muy pobre. Y es ahí donde creo que hay que poner el énfasis, en la mejora de ese capital humano y ese capital tecnológico.

Y, desde la perspectiva del mercado de trabajo, persisten los dos grandes problemas estructurales: por una parte, una tasa de paro significativamente más elevada que la del resto de los países europeos. Y, por otra, la dualidad del mercado de trabajo. Resolver estos problemas exige, entre otros aspectos, poner mucho más énfasis en las políticas activas de empleo, frente al peso que tradicionalmente han tenido, por ejemplo, las políticas pasivas, vía subvenciones a las cotizaciones a la Seguridad Social. En nuestro país se necesita reforzar esas políticas activas. Y, en cuanto a la dualidad, también hay bastantes propuestas para resolver el problema desde el mundo académico e incluso desde el Banco de España.

He subrayado estos dos aspectos porque me parece que son determinantes a la hora de resolver algunos de los otros retos de los que hablamos habitualmente: por ejemplo, la desigualdad. Está claro que hay una dinámica de desigualdad no solamente en España, sino a escala global, que es preocupante. Pero al mismo tiempo, si no resolvemos los problemas de productividad de la economía española, por un lado, ni la persistencia de la situación de desempleo, por otro, es muy difícil pensar que vamos a solucionar de una manera duradera los problemas de desigualdad que tenemos.

Y, por supuesto, a esto hay que añadirle otros aspectos también estructurales, como los que mencionabas antes, Cristina. Uno es el envejecimiento poblacional, que no solamente supone un reto para el sistema de pensiones, sino que también genera efectos negativos sobre el crecimiento potencial de la economía, sobre la productividad y el empleo. Y ahí, de nuevo, las políticas de formación, entre otras medidas, son absolutamente fundamentales para tratar de aliviarlos.

Sin embargo, no quería hacer este comentario sobre la necesidad de abordar reformas estructurales exclusivamente respecto al ámbito de la acción nacional. Porque creo que en ocasiones olvidamos que formamos parte de una unión económica y monetaria,



de la que también tenemos un diagnóstico de sus fortalezas y debilidades bastante consolidado entre los economistas. Así, a pesar de todas las mejoras que se han producido en la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria, esta sigue teniendo brechas de funcionamiento muy importantes y que son fundamentales también para el devenir económico de cada uno de los países y de la propia área en su conjunto.

Por ejemplo, todavía no tenemos una unión bancaria completa, carecemos de un fondo de garantía de depósitos europeo plenamente mutualizado. Esto es absolutamente fundamental para el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria, en particular para evitar problemas de fragmentación financiera. Desde una perspectiva política, incluso, no podemos tener un sector bancario que está esencialmente supervisado en Fráncfort; que, si presenta un problema, este se resuelve en Bruselas, y que, si acaba generando un problema económico, son los ciudadanos de cada uno de los países, de modo individual, los que acaban sopor-tando el potencial apoyo público que se exija. Me parece que es algo que hay que resolver con urgencia.

No contamos tampoco con una unión de mercado de capitales. De hecho, en el caso del mercado de capitales, tenemos un doble problema. En Europa hay un mercado de capitales poco profundo. Europa es una economía muy bancarizada y el papel de sus mercados de capitales es muy inferior al que ostentan en otros países, en particular, en Estados Unidos. Y, además, está fragmentado, es decir, no existe un único mercado de capitales. Aquí hay una agen-

da ambiciosa ya definida, con medidas muy detalladas que creo que es importante que se implementen.

Finalmente, tampoco tenemos una unión fiscal. Y, respecto a la unión fiscal, quizá todo se pueda condensar en la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Vosotros lo habéis analizado en la AIREF con mucho detalle, pero, desde mi perspectiva, hay tres aspectos esenciales que deberían mejorarse en el funcionamiento del Pacto.

El primero sería cuestionar si unos tipos de interés naturales más bajos estructuralmente generan consecuencias desde el punto de vista de los valores numéricos del propio Pacto. Está claro que un tipo de interés estructuralmente más bajo permite una estabilización de la deuda en niveles más elevados. Esto está condicionado, eso sí, a lo que está pasando con el crecimiento potencial de las economías. La dinámica de la deuda depende del tipo de interés, pero también del crecimiento económico. En algunos países, parece que se ha producido una caída de los tipos de interés naturales, y al mismo tiempo una caída del crecimiento económico. Esto también hay que tenerlo en cuenta, como es evidente.

El segundo aspecto: el Pacto de Estabilidad establece una restricción a la política presupuestaria de cada uno de los países miembros. Pero no proporciona una visión de conjunto del área del euro. Y esta crisis ha sido un buen ejemplo de la utilidad y necesidad de contar con un instrumento de estabilización común para afrontar las crisis. El problema es que no tenemos un mecanismo de estabilización macroeconómica común que podamos utilizar —en particular para crisis de la envergadura de la que hemos vivido, pero yo diría que incluso para ciclos económicos normales—, con, por ejemplo, un sistema de prestaciones de desempleo a escala europea.

Y el tercer aspecto, del que suelo hablar y del que me gustaría preguntarte a ti, Cristina, es que uno de los principales fallos del Pacto de Estabilidad es no haber sido capaz de ejercer una disciplina sobre las autoridades nacionales en las épocas de bonanza. De esta manera, no se ha ganado ese margen de maniobra que has mencionado hace un rato y, cuando ha llegado la crisis, esos márgenes eran muy reducidos y hemos provocado que a la política procíclica de las épocas de las expansiones económicas le haya seguido también inevitablemente una prociclicidad de las recesiones. Afortunadamente no en esta crisis, por todas las razones de las que hemos hablado antes.

Así, en mi opinión, Cristina, la gran cuestión aquí es cómo podemos mejorar esa implementación del Pacto de Estabilidad. Por

supuesto, AIREF tiene muchísima experiencia en relación con la Administración Pública española en todas sus dimensiones, pero también, por supuesto, observáis lo que ha sucedido en la Unión Económica y Monetaria.

Cristina Herrero

Como he señalado, hay cierta desafección de los marcos fiscales, tanto europeo como nacional, que no replica más que las deficiencias o debilidades que ya se observan en el marco fiscal europeo.

Tenemos ahora esa incógnita, precisamente, ¿a qué marco de reglas fiscales vamos a volver? Parece que la suspensión del Pacto de Estabilidad, de las reglas fiscales, estará en vigor, según los datos disponibles, hasta finales del 2022. Surge así el debate de a qué reglas fiscales volveremos, si va a haber una reforma y si va a ser una reforma de calado o simplemente se van a resolver con alguna inconsistencia que podría darse. Por ejemplo, no tendría sentido que volviéramos a una regla de deuda en las condiciones en las que está definida, porque el elevado nivel de deuda con el que saldremos varios países implicaría para su cumplimiento un ajuste fiscal extremadamente exigente. Y cuando los objetivos no son creíbles la tendencia al incumplimiento es elevada. Y los incumplimientos reiterados de los marcos de reglas fiscales, tanto en un ámbito como en el otro, no hacen más que minar la credibilidad del propio marco.

Hay varias deficiencias detectadas: un marco fiscal europeo excesivamente complejo que ha sido objeto de revisiones permanentes, ganando cada vez más en complejidad y que, a pesar de esas revisiones y de esa complejidad, no ha sido capaz de conseguir que se generaran márgenes en las fases alcistas del ciclo, con unas políticas nacionales que han sido fundamentalmente procíclicas y que, desde luego, no han coadyuvado a esta tarea de estabilización y crecimiento económico. Por lo tanto, el marco fiscal europeo, tal y como está configurado en estos momentos, no ha sido capaz de conseguir estas ganancias o estos márgenes, y nos ha llevado a un marco fiscal excesivamente complejo y que en este momento tiene un problema de legitimidad respecto a los países.

En este contexto, la crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de reformar este marco que podría ir en dos direcciones fundamentales: un marco fiscal más simple y un mayor foco en el medio plazo. Es necesario que sea trasladable y explicable a los ciudadanos porque si no, se produce esa desafección cada vez más creciente respecto a los marcos de reglas fiscales. Hay que ganar en sencillez del marco, descansando menos en variables no observables, que además son objeto de revisión continua.



La otra gran línea de reforma, que propiciaría abandonar este carácter procíclico de las políticas fiscales nacionales, sería poner el acento en el medio plazo. Desde la AIREF hemos criticado en numerosas ocasiones el carácter cortoplacista de nuestro marco fiscal nacional, que se centra en el cumplimiento de objetivos anuales y que pierde de vista esa senda o ese horizonte de medio plazo. Y, realmente, el marco fiscal nacional no hace más que reproducir ese cortoplacismo que también invade el ámbito del marco fiscal europeo. Por lo tanto, es necesario poner el acento en el medio plazo y en la sostenibilidad, y ello permitirá la fijación de sendas y umbrales diferenciados para cada uno de los países, atendiendo a las circunstancias de cada uno.

La credibilidad del marco fiscal descansa en la posibilidad de alcanzar las reglas y los objetivos. Una Unión Monetaria requiere de un sistema de reglas, es necesario que interioricemos las consecuencias que nuestros actos tienen sobre nuestros socios, pero debemos ir hacia un concepto de regla en el sentido de "compromiso". Es decir, analicemos la situación de cada país, fijemos sendas realistas y creíbles, y exijamos el cumplimiento de los compromisos asociados a esa senda.

La reforma del marco fiscal europeo debe ir de la mano de la reforma del marco fiscal nacional que reproduce muchos de los problemas que tiene el marco fiscal europeo, pero además acrecentado por el modelo descentralizado que tenemos en nuestro país. En el marco fiscal nacional falta también esta orientación de

medio plazo que se pone de manifiesto desde el mismo momento de fijación de los objetivos, hasta el momento en el que se aplican o se exigen las medidas correctivas que contempla nuestro marco fiscal nacional. Por lo tanto, es necesario tener una visión de medio plazo e incidir en la sostenibilidad y no tanto en reglas cuantitativas con una finalidad de cumplimiento de objetivos a corto plazo.





La Generalitat valenciana acordó con la AIReF un spending review de su gasto sanitario. ¿Qué incluye esa revisión? ¿Se va a analizar el coste de las reversiones sanitarias? ¿En qué fase está el encargo y cuándo estará previsto entregar el trabajo?

Cristina Herrero

La AIReF está trabajando con la Comunitat Valenciana, en la elaboración del plan de actuación, con lo cual el alcance de lo que finalmente será objeto de evaluación y los plazos de ejecución todavía no puedo precisarlos. Es un plan de acción que requiere mucho estudio por parte de la AIReF, porque es un encargo ambicioso y tenemos que compaginar hasta dónde quiere llegar la comunidad en su evaluación, y los plazos con los que AIReF cuenta. Por lo tanto, estamos en fase de elaborar el plan de actuaciones donde se determinará el alcance y el calendario.

Los últimos datos de estadística, ¿le harán plantearse cambiar las previsiones de crecimiento para el último trimestre?

Pablo Hernández de Cos

Está surgiendo un debate bastante intenso en relación con esta cuestión. Efectivamente, la semana pasada, el martes, hicimos públicas nuestras previsiones macroeconómicas, que incorporaban un dato del segundo trimestre, de acuerdo con el avance que había publicado el INE. Con posterioridad, el INE ha hecho una revisión a la baja bastante significativa. Nuestros analistas, nuestros economistas, deberán ahora analizar con detalle no solamente el dato agregado, sino la composición, para determinar hasta qué punto, efectivamente, va a ser necesaria una revisión del año en su conjunto y las repercusiones para el año siguiente. Pero en este momento, sin haber hecho ese análisis, resulta bastante atrevido pronunciarme sobre la magnitud de esa posible revisión.

La presidenta de la AIReF ha insistido en la necesidad de una estrategia a medio plazo para reducir la deuda, lo que exige reformas. Ha mencionado la fiscal. ¿Qué opina de que llevemos tantos años a la espera de esa reforma también de la financiación autonómica?

Cristina Herrero

Ni la reforma fiscal ni la de financiación autonómica son reformas sencillas. Ya no se pueden dilatar más en el tiempo, tampoco la reforma tributaria, que además está comprometida ya dentro del plan de recuperación, transformación y resiliencia. La reforma del marco fiscal debería ir de la mano, probablemente, de una revisión de las competencias entre las distintas administraciones públicas, aunque simplemente sea en cuanto a su participación en el diseño, aplicación y exigencia del marco. Ahora hay un sesgo hacia un paternalismo de la administración central respecto a las administraciones territoriales, que genera cierta desafección precisamente de las administraciones territoriales respecto a ese marco fiscal.

Cuando he citado las sendas diferenciadas atendiendo a las circunstancias de cada país, me refería al marco fiscal europeo. Pero aplicado al marco fiscal nacional, la AIReF siempre ha solicitado la fijación de objetivos asimétricos para las comunidades autónomas. Y, desde luego, la reforma del marco fiscal debería de ir de la mano de una revisión de las competencias de las administraciones públicas, al menos en relación con ese marco fiscal. Y desde luego, debe ir de la mano de la reforma del sistema de financiación.

En este momento hay cierta laxitud en la aplicación del marco fiscal nacional y en la exigibilidad del marco fiscal nacional, porque probablemente tenga deficiencias desde el inicio, tanto por el sistema de fijación de objetivos, como por tareas pendientes del sistema de financiación.

¿Qué opina sobre la posibilidad de ampliar la edad de jubilación hasta los 75 años planteada y después matizada por el ministro de la Seguridad Social, don José Luis Escrivá?

Pablo Hernández de Cos

Yo creo que hay que hacer un planteamiento general respecto a dónde estamos en materia de pensiones. Me parece que la AIReF y el Banco de España coincidimos en el diagnóstico.



Las reformas que se realizaron tanto en el año 2011 como en 2013 partían del dictamen de que, efectivamente, el envejecimiento de la población, el incremento de la tasa de dependencia, iba a generar una presión al alza muy significativa sobre el gasto en pensiones futuro, y que, por tanto, había que abordarlo. Esas reformas aumentaron la edad de jubilación e incrementaron el número de años que se tienen en cuenta para calcular la base reguladora. Se modificó incluso el sistema de indicación para incorporarle la restricción presupuestaria, al menos desde una perspectiva intertemporal. También incorporó un factor de sostenibilidad, que ligaba las pensiones futuras con la evolución de la esperanza de vida. La conclusión a la que llegamos todas las instituciones, desde el punto de vista de la sostenibilidad financiera, es que esas reformas avanzaban de manera significativa en garantizar la sostenibilidad financiera futura.

Bien, ahora nos encontramos en un contexto en el que una parte de esa reforma, en particular, la del año 2013, que es la relativa al cambio en la indicación de las pensiones, se ha convertido en inaplicable políticamente. Y tanto la Comisión del Pacto de Toledo como el Gobierno, en su propuesta de proyecto de ley, proponen volver a la indicación con la inflación, dado que la aplicación del mecanismo de revalorización aprobado en 2013 generaba, en ausencia de nuevos ingresos en el sistema o del cambio de otros

parámetros, una pérdida de poder adquisitivo de las pensiones muy significativo. No obstante, volver a la indicación de las pensiones con el IPC, sabemos que genera unos efectos muy importantes en términos de incremento del gasto público futuro. Según hemos estimado tanto el Banco de España como AIReF, a grandes rasgos supone un incremento del gasto público de alrededor de tres puntos porcentuales de PIB en el largo plazo, a razón de uno por década en las próximas tres décadas.

Por tanto, estamos en un contexto en el que se debe compensar de alguna manera ese incremento que surge como consecuencia de volver a indicar las pensiones con la inflación. Y entiendo que esta es la segunda parte de la reforma anunciada. Existen tres mecanismos para hacerlo, que son: el incremento de los ingresos del sistema, la reducción del gasto del sistema y/o el incremento de la edad de jubilación. Esas son las alternativas que existen.

¿Dado que Europa y España invierten poco en I+D pública y privada, eliminaría el gasto en I+D público para el cómputo del déficit?

Cristina Herrero

La cuestión es la conveniencia o no de las reglas de oro, que determinados proyectos de inversión efectivamente se excluyan del cálculo del cómputo a efectos de cumplimiento de reglas fiscales. En el actual periodo de ejecución de los planes europeos y



de los fondos europeos, la mayor parte de las inversiones estratégicas en determinadas áreas donde efectivamente España tiene déficit pueden estar cubiertas por esos fondos europeos, lo cual aligera el peso de la inversión nacional en ese sentido. Y una vez que se vaya avanzando en la ejecución de los fondos europeos, efectivamente, el marco fiscal puede plantear la aplicación de lo que se llama la regla de oro, que permite excluir determinadas inversiones del cómputo del déficit.

Uno de los aspectos que quería tratar era el papel de las instituciones fiscales independientes en esta diferenciación por país al que me he referido respecto al marco de reglas fiscales. Uno de los papeles fundamentales de las instituciones fiscales independientes en esta descentralización de la supervisión fiscal que podría suponer el establecimiento de sendas diferentes, uno de los valores añadidos de las instituciones fiscales independientes, sería precisamente la definición de una correcta regla de oro y desde luego, la aplicación específica y diferenciada de la misma atendiendo a cuáles son las necesidades o las áreas en las que las inversiones pueden ser prioritarias.

Hablando de organismos independientes, ¿qué opina de que en España no se haya creado un organismo independiente para el análisis de la productividad, máximo teniendo en cuenta que es una recomendación de la Comisión Europea y que es uno de los problemas más graves de España?

Pablo Hernández de Cos

Los consejos de Competitividad, sobre cuya creación en otros países hemos publicado algún artículo en nuestro Boletín Económico, apoyan esa idea y los argumentos que estabas subrayando, que he comentado antes. Es evidente que la productividad es el principal problema estructural que tiene la economía española. Por supuesto, debería ser bienvenida una institución que reflexionara al respecto desde el rigor y la independencia, y que propusiera, por tanto, reformas y acciones de política económica que ayudaran a subsanar ese problema.

La presidenta de la AIReF propone tratamientos diferenciales con hojas de rutas diferentes entre países en lo que a la reforma de las reglas fiscales se refiere. ¿Propone también un tratamiento diferencial entre comunidades autónomas?

Cristina Herrero

La credibilidad de un marco fiscal radica de manera importante en su probabilidad de cumplimiento, y en esa probabilidad de cumplimiento no podemos ser ajenos ni ignorar la realidad que pueda existir tanto a nivel de país como a nivel de administraciones sub-nacionales. Por lo tanto, cualquier reforma tiene que partir de un reconocimiento o de una valoración de cuál es la situación de partida para poner sendas creíbles que luego sí tienen que ser exigibles.

En el ámbito europeo, precisamente la descentralización de esta supervisión fiscal, el establecimiento de estas sendas diferenciales, darían un papel protagonista, que ya se apunta en el ámbito europeo, a las instituciones fiscales independientes. ¿Por qué? Porque requeriría tener un conocimiento profundo de la realidad económica y social del país y desde luego del entramado de relaciones institucionales que en algunos casos es muy compleja, como por ejemplo en un país descentralizado como el nuestro.

Por lo tanto, las instituciones fiscales deberían tener un papel importante en la fijación de estas sendas, en la cuantificación del impacto que sobre el crecimiento económico pueda tener una u otra. En el ámbito nacional, la AIReF no tiene competencias para informar el reparto vertical de objetivos, es decir, el reparto de objetivos entre los distintos niveles de la administración, y la ley solo nos encarga informar la distribución de objetivos entre comunidades autónomas.

En ese informe siempre hemos pedido una diferenciación en los objetivos de estabilidad, sin perjuicio de que luego puedan ir aparejados de una supervisión más estricta, de un estricto cumplimiento del marco fiscal. Es bueno no poner el mismo objetivo de déficit y que para una comunidad suponga la reducción de más de un punto porcentual del PIB en el año, mientras que para otra comunidad autónoma suponga que incluso aumente el déficit respecto al generado en el año anterior. Hay que reconocer las diferencias de partida y eso sí, luego, ser exigente en el cumplimiento del marco fiscal, no como ocurre en este momento en el que hay determinadas medidas de nuestra Ley de Estabilidad que nunca se van a acabar escalando.

El BCE ha contribuido a que los mercados de deuda pública funcionen de forma fluida. Hoy día con tensiones inflacionistas, si los programas de deuda del BCE se van retirando, ¿habría el apetito para tanta deuda a refinanciar en los mercados?

Pablo Hernández de Cos

Vuelvo a mi reflexión anterior. Y abordo, por supuesto, lo que ha motivado la pregunta. El Banco Central Europeo ha sido absolutamente fundamental para garantizar unas condiciones de financiación favorables, en particular también al sector público. Y, además, en el caso del área del euro, ha logrado, con esa flexibilidad de la que hablaba antes al ejecutar nuestro programa de compras, que no hayan surgido problemas de fragmentación financiera como los que vivimos en la última crisis financiera. Estamos en un momento en el que —insisto—es muy importante que las potenciales retiradas de los estímulos, tanto fiscales como de carácter monetario, sean muy cuidadosas, precisamente para no perjudicar la recuperación económica.

Y creo que el marco de la nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo y nuestra propia comunicación van en esa línea. De momento no hemos discutido sobre la finalización del programa de compras ni sobre la posibilidad de un *tapering*, y es porque creemos que hacerlo ahora no es lo más adecuado. En mi opinión, en momentos de mucha incertidumbre, el marco actual, en el que analizamos trimestralmente la evolución de las condiciones de financiación y de la inflación, es el más adecuado precisamente para no generar ningún tipo de tensión en el mercado sobre la eventual retirada futura de los estímulos.

Entre las reformas estructurales pendientes está la fiscal. ¿Cuáles son las claves de la reforma? ¿Habría que aumentar la presión indirecta, el IVA a cambio de la directa? ¿Defiende una subida del IVA o un paso de los productos de tipo súper reducido a tipo más elevado?

Cristina Herrero

La AIReF nunca se pronuncia, ni creo que deba hacerlo, sobre la conveniencia de una determinada medida, porque eso nos acerca a los decisores públicos y nos resta independencia u objetividad en los informes que hagamos. Con lo cual no me pronunciaré sobre si hacen falta más impuestos indirectos, directos o de si hay que subir el IVA.

Se habla demasiado de la creación de nuevas figuras impositivas o del establecimiento de mayores tipos de gravamen. Y, si la futu-



ra reforma tributaria se queda solo en esos aspectos de aumentar tipos o analizar o crear nuevas figuras tributarias, no nos hubiera hecho falta haber esperado tantos años para llevarla a cabo. Tenemos que analizar cuál es la dinámica de las bases imponibles. Es necesario que el sistema tributario sea más eficiente y desde luego hay que analizar sobre el las deducciones y bonificaciones.

En materia de IVA, más allá de lo que pueda ocurrir con los tipos impositivos, la AIReF analizó la aplicación de tipos reducidos en España en el análisis de los beneficios fiscales, donde tenemos una posición diferencial respecto a otros países en nuestro ámbito europeo. Diferencial en la medida en que tenemos más productos tanto a tipo reducido como a tipo súper reducido, de tal forma que en algunos de ellos somos los únicos en toda Europa que tenemos esos productos a ese tipo. Hemos hecho un análisis de la situación, una comparativa internacional, una evaluación de si los beneficios cumplen los objetivos y hemos puesto esos datos objetivos sobre la mesa para que puedan servir de base para decisiones futuras.

¿Por qué ha tardado casi 13 años el BCE en modificar los objetivos de la política monetaria?

Pablo Hernández de Cos

Ahora hemos decidido realizar las modificaciones cada cinco años. No se preocupe, porque la próxima vez no va a tener que esperar trece años. Creo que el periodo era claramente excesivo. Habían ocurrido muchos cambios, algunos de los cuales se pueden considerar estructurales, como trataba de describir en mi intervención y en la discusión con Cristina. Lo único que puedo prometer es que a partir de ahora lo haremos de manera más frecuente, en concreto, cada cinco años, como decía.

¿Se producirá un divorcio en este matrimonio tan bien avenido ahora entre la política monetaria y la política fiscal? ¿Cuándo y quien lo promoverá?

Cristina Herrero

Yo por mi parte no pienso promover ningún divorcio.

Pablo Hernández de Cos

Bueno, sobre este aspecto, me gustaría subrayar que lo que ha habido durante la crisis es lo que llamo una «coordinación implícita». Pero lo que desde luego la política monetaria no ha sido ni va a ser es una especie de soporte incondicional de la política presupuestaria.

La política monetaria tiene un objetivo, un mandato, que es el de la estabilidad de precios. Durante este año y medio, la búsqueda de ese objetivo ha coincidido o se ha complementado perfectamente con lo que también era deseable desde la perspectiva de la política fiscal. Y es posible —o altamente probable, al menos— que vaya a ser así también en los próximos años.

Pero hay que seguir subrayando este aspecto de la política monetaria: la política monetaria actúa sobre la base de un determinado mandato, que es el de la estabilidad de precios. Sus actuaciones pueden tener efectos positivos en cuanto a mantener unas condiciones de financiación favorables también para el sector público, pero su determinación radica en la búsqueda de su objetivo, no en la consecución de un apoyo incondicional a la política presupuestaria. Es importante que lo sepamos todos.

Esta pregunta es una combinación de política fiscal y monetaria. ¿Se está avanzando hacia la consecución de una zona monetaria óptima en la que no se produzcan los desajustes del pasado en la eurozona? Concretamente, ¿hacia la unión fiscal de la Unión Europea, hacia la libre circulación de las personas e intentar disminuir la rigidez de precios y salarios?

——— **Pablo Hernández de Cos**

Como decía antes, hemos avanzado en distintos aspectos, pero no lo suficiente. Precisamente en uno de los aspectos que ha mencionado —el de la unión fiscal—, los avances han sido claramente insuficientes. Una unión fiscal requeriría establecer un mecanismo de estabilización macroeconómico de carácter permanente —y subrayo lo de permanente— a escala del área del euro. Y hoy carecemos de ese mecanismo. Tenemos, efectivamente, un sustituto ad hoc muy importante y que va a ser fundamental para la recuperación económica en los próximos años: los fondos europeos NGEU. Pero lo importante es que esto solo sea el embrión de ese mecanismo de estabilización macroeconómico europeo. En otras dimensiones que son esenciales desde la perspectiva de la creación de una unión monetaria óptima, como subraya la persona que pregunta, también hemos hecho esos avances, aunque no de manera total. La unión bancaria es uno de ellos. Por supuesto, hemos avanzado en la creación de esa unión bancaria, pero esta no es completa. No tenemos un Fondo de Garantía de Depósitos europeo plenamente mutualizado, que evite situaciones potenciales de fragmentación financiera en situaciones de crisis. Y de nuevo me remito a lo que he comentado antes sobre la necesidad de avanzar en la unión de mercado de capitales, que hoy sigue siendo en sí mismo también un elemento originador de fragmentación financiera dentro del área.

La salida de la crisis, ¿dónde sitúan su comienzo y su extensión en el tiempo?

——— **Cristina Herrero**

Realmente todo depende de qué entendamos por cuándo se sale de la crisis. En el ámbito fiscal se desconoce durante cuánto tiempo estarán en suspenso las reglas fiscales y a qué marco fiscal se volverá, momento en el que ya podrían exigirse sendas de consolidación más o menos estrictas dependiendo del modelo al que volvamos. Esa salida o ese levantamiento de la suspensión de las reglas fiscales supondrá o requerirá de la evaluación de la situación económica. En esa evaluación, que deja cierto margen

a la interpretación, sí que se fija como variable fundamental el recuperar los niveles de pre-crisis. Con la información disponible, se estima que todos los países habrán alcanzado esa recuperación de los niveles de PIB pre-crisis entre mediados y finales del 2022. Por lo tanto, desde el punto de vista de la supervisión fiscal y del marco fiscal, se entiende superada la crisis y, por lo tanto, el inicio de la aplicación de reglas fiscales a finales del 2022 con efectos en el 2023.

Pablo Hernández de Cos

Querría añadir solo un aspecto que a mí me parece relevante, y que ya he mencionado en varias ocasiones en intervenciones públicas. Creo que la ambición de la política económica, relacionada con la pregunta de cuándo acaba una crisis de estas características, no puede limitarse a tratar de lograr el nivel de PIB previo a la crisis. Claramente la ambición tiene que ser mucho mayor. Si me permiten, debe ser la de volver a la trayectoria que tenía el PIB antes de la crisis.

Para eso creo que es fundamental todo lo que se ha hecho en términos de acción, de política monetaria y política fiscal. Es necesario mantener el apoyo de la política monetaria y también de la política fiscal, ahora, por supuesto, de una manera mucho más focalizada. Y acompañarlo, sobre todo, de reformas estructurales y del diseño de programas de consolidación fiscal futuros que permitan aumentar el crecimiento potencial de la economía mundial europea y, por supuesto, de la española. Debe hacerse con el objetivo de lograr que esta crisis sea, desde el punto de vista económico, un episodio esencialmente transitorio. Esto es lo que, para mí, supondría la finalización de la crisis económica generada por la crisis del COVID-19.

