
11.12.2020

**Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Senado para
informar en relación con el Proyecto de Presupuestos Generales del
Estado para 2021**

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Señorías:

Comparezco ante esta Comisión en el marco del proceso de tramitación de los Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social (en adelante, PGE) para 2021. Unos presupuestos que, en mi opinión, deben tener como principal objetivo mitigar el considerable impacto adverso sobre nuestro crecimiento económico y bienestar que está provocando la pandemia de Covid-19, facilitar la recuperación y sentar las bases para afrontar los retos estructurales de la economía española.

Con el objetivo de ofrecer a sus señorías una valoración de en qué medida este Proyecto de PGE contribuye a dichos objetivos, articularé mi intervención en torno a tres grandes ejes. En primer lugar, describiré el comportamiento reciente de la economía y plantearé cuál podría ser su evolución en los próximos trimestres, para lo cual haré uso de las proyecciones macroeconómicas que el Banco de España ha hecho públicas esta misma mañana. Esta descripción me permitirá valorar el cuadro macroeconómico sobre el que descansa el Proyecto de PGE. En segundo lugar, ofreceré mi visión acerca de sus principales cifras, destacando el tono global de la política fiscal, la composición de los ingresos y los gastos, y los riesgos que podrían condicionar el cumplimiento del objetivo de déficit público. Por último, expondré los principales retos que deberá abordar la política fiscal en el medio plazo.

1 Evolución reciente y perspectivas para la economía española

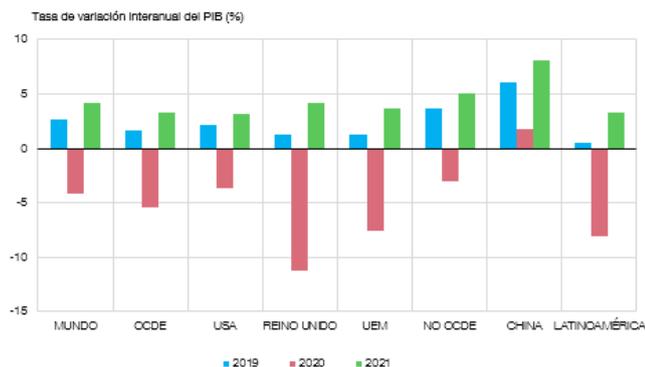
1.1 Contexto internacional

Como es bien conocido, en la primera mitad de este año, la expansión de la pandemia y las medidas que se desplegaron para contenerla provocaron un desplome sin precedentes en la actividad económica global, cuyo punto álgido se alcanzó durante la pasada primavera.

A partir de ese momento, en un contexto en el que las restricciones que se habían impuesto fueron relajándose progresivamente, la economía mundial inició una senda de recuperación, que se ha caracterizado, no obstante, por ser incompleta, desigual y frágil. En particular, el deterioro que se ha producido en los últimos meses en la evolución de la pandemia ha provocado una sensible desaceleración, que, en algunas áreas, podría incluso suponer una nueva contracción de la actividad durante este cuarto trimestre.

Por su parte, las noticias más recientes sobre la disponibilidad de distintas vacunas para principios del año que viene son evidentemente positivas y deberían servir para mejorar la confianza y descartar los escenarios más negativos, si bien sus efectos sobre la actividad tardarán en percibirse. En todo caso, el nivel de incertidumbre sobre la duración de la crisis, sus efectos más o menos persistentes y, por tanto, sobre la dinámica de la recuperación posterior se mantiene muy elevado.

SE ESPERA UNA FUERTE CAÍDA DEL PIB MUNDIAL EN 2020, SEGUIDA DE UNA RECUPERACIÓN PARCIAL Y DESIGUAL EN 2021, QUE ESTÁ SUJETA A UNA ELEVADA INCERTIDUMBRE, SI BIEN LAS NOTICIAS SOBRE LAS VACUNAS PERMITIRÍAN DESCARTAR LOS ESCENARIOS MÁS NEGATIVOS



Fuente: OCDE (Economic Outlook diciembre de 2020). El agregado de Latinoamérica es una media ponderada integrada por Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México.

Las previsiones publicadas más recientemente son coherentes con este diagnóstico. Por ejemplo, las de la OCDE, que fueron presentadas a principios de este mes, muestran un escenario central en el que, tras un crecimiento del 2,7 % en 2019, el PIB mundial se contraerá un 4,2 % en 2020. Esta contracción será particularmente intensa en las economías de la OCDE, eminentemente avanzadas, donde se espera una caída del PIB del 5,5 %. Para 2021 proyecta que la actividad se recupere con relativa fuerza, aunque de forma heterogénea, en la práctica totalidad de las economías, lo que implicaría un crecimiento del 4,2 % a escala global. A pesar de esta recuperación, el nivel de PIB que se alcanzaría a finales de 2021 en la gran mayoría de países aún se situaría por debajo del registrado en 2019, con la notable excepción de China. Así, en el conjunto de la OCDE esta brecha ascendería a unos 2,4 puntos porcentuales (pp).

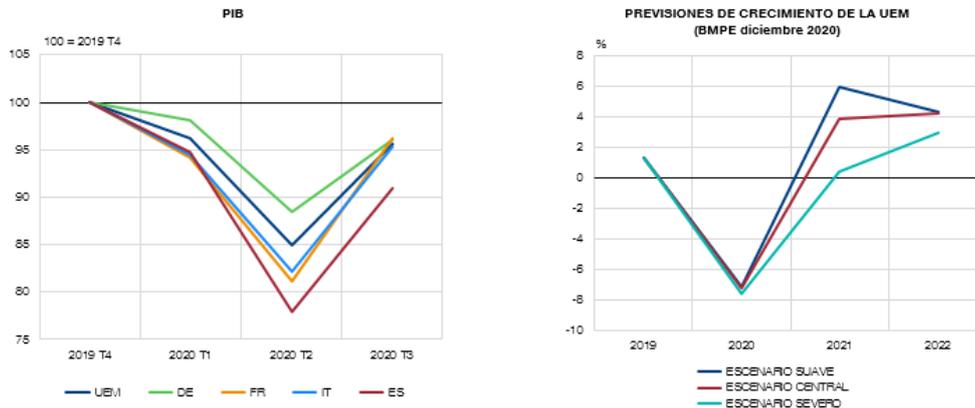
Permítanme que me detenga brevemente en el área del euro, dada su influencia sobre nuestro país. También me permitirá explicar las decisiones de política monetaria que tomamos ayer mismo en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE).

En la primera mitad de este año, la recesión fue particularmente intensa en el área del euro, mientras que, en el tercer trimestre, la actividad se recuperó con intensidad, mostrando una tasa de crecimiento intertrimestral del 12,5 %. A pesar de ello, el nivel de PIB alcanzado durante el tercer trimestre fue todavía un 4,4 % inferior al observado en el último trimestre de 2019. Por países, dentro de las cuatro economías con mayor tamaño de la UEM, la pérdida de producto en relación con el nivel de finales de 2019 fue más pronunciada en España –un 9,1 %– que en Italia, Alemania y Francia (que registraron caídas del 4,7 %, 4 % y 3,7 %, respectivamente).

Durante el otoño, la rápida expansión de la segunda ola de la pandemia en Europa ha supuesto un freno a esta senda de recuperación, pues ha venido acompañada de un aumento en la incertidumbre y de la reintroducción de nuevas medidas de contención, si bien estas están siendo algo más focalizadas que las desplegadas durante la primera ola y, por tanto, con un menor impacto sobre la actividad económica. Con todo, es posible que esta desaceleración acabe suponiendo una nueva recaída de los niveles de actividad en algunos países.

En este contexto, las últimas previsiones del Eurosistema, que se presentaron ayer¹, muestran unas peores expectativas de crecimiento en el cuarto trimestre de 2020 y en 2021. En concreto, el escenario central contempla una disminución del PIB del área del euro de un 7,3 % en 2020, seguida de un aumento del 3,9 % en 2021, 1,1 pp por debajo del que se esperaba en septiembre. Además, los riesgos para este este escenario central se mantienen a la baja, aunque, dadas las noticias mencionadas sobre las vacunas, serían de magnitud algo inferior a la de septiembre.

LAS ÚLTIMAS PREVISIONES DEL BCE EMPEORARON LAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO PARA 2021 Y MOTIVARON LA APROBACIÓN DE UNA AMPLIACIÓN DE LAS MEDIDAS DE ESTÍMULO DE POLÍTICA MONETARIA



Fuentes: Eurostat y BCE.

En cuanto a la inflación, se prevé un avance de solo un 0,2 % en 2020, que se elevaría hasta el 1 % en 2021. Estas tasas implican también una revisión a la baja respecto de las que se elaboraron en septiembre, como consecuencia, en parte, de las sorpresas negativas que la evolución de los precios ha mostrado en los últimos meses y que han llevado la tasa de inflación general hasta el -0,3 % en noviembre y la subyacente hasta el 0,2 %, mínimo histórico en la serie. Si bien las previsiones apuntan a una aceleración adicional de los precios en 2022 (1,1 %) y 2023 (1,4 %), estas tasas aún permanecerían muy alejadas del objetivo de medio plazo de estabilidad de precios del BCE.

Este es el contexto en el que el consejo de gobierno del BCE decidió en su reunión de ayer implementar un nuevo paquete de medidas. En primer lugar, anunciamos un aumento de 500 mm de euros en el volumen máximo de compras netas de activos dentro del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), así como su extensión hasta marzo de 2022. También decidimos extender el período de reinversión de las compras de este programa hasta al menos el final de 2023.

El programa PEPP, introducido el pasado mes de marzo, ha resultado crucial para mantener unas condiciones financieras favorables para todos los agentes (sector público, empresas y hogares) y para todos los países del área del euro en la actual crisis. Con la recalibración de ayer, buscamos preservar las condiciones financieras en los holgados niveles actuales y evitar la reaparición de fragmentación financiera en los próximos trimestres, en un entorno

¹ Véase *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, December 2020*.

caracterizado por los efectos económicos de la segunda ola de la pandemia, con un impacto asimétrico por países, y por la incertidumbre acerca de su evolución futura.

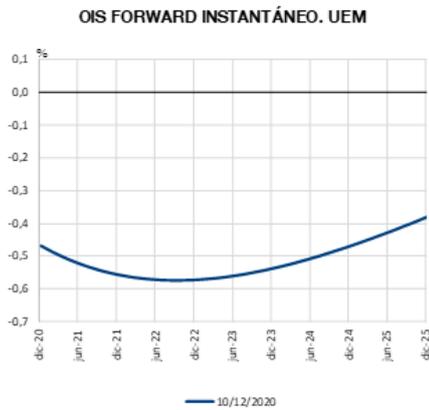
En segundo lugar, hemos relajado las condiciones de las operaciones de refinanciación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). Por un lado, se ha ampliado del 50 % al 55 % de los préstamos elegibles la cuota de petición de fondos de los bancos participantes, en un contexto en el que un número elevado de bancos del área del euro había agotado su cuota respectiva o estaba cerca de agotarla. Por otro lado, se ha prolongado en 12 meses, hasta junio de 2022, el período durante el cual los bancos participantes pueden beneficiarse del tipo de interés bonificado en dichas operaciones, siempre y cuando cumplan con el requisito de mantener su provisión de crédito elegible a empresas y hogares durante un nuevo período de evaluación. Por último, se han programado otras tres operaciones trimestrales TLTRO entre junio y diciembre de 2021.

Las operaciones TLTRO han sido fundamentales a la hora de preservar, durante la crisis pandémica, la oferta de crédito bancario a la economía real, y en particular a las pequeñas y medianas empresas, que son especialmente dependientes de los préstamos bancarios, dada su menor capacidad de obtener fondos en los mercados de capitales. Con la recalibración anunciada ayer, se busca continuar preservando la provisión de financiación bancaria a empresas y a hogares durante el próximo año, en un contexto en el que, según la información disponible, podría producirse un endurecimiento en la oferta de crédito bancario, y en el que medidas como las líneas de avales públicos, que tan importantes han sido hasta ahora a la hora de fomentar dicha oferta, podrían desempeñar un papel menor.

Estas decisiones, y en especial las relativas al PEPP, tienen una especial relevancia desde el punto de vista de la política presupuestaria de los países del área del euro, dado que permitirán seguir otorgando margen de actuación a las autoridades fiscales, para mantener las medidas de apoyo a la economía.

Esto es particularmente importante en países como España, que se ha visto especialmente afectado por la crisis del Covid-19 y que partía de niveles de déficit y deuda pública elevados. La actuación del BCE está permitiendo evitar un aumento de los costes de financiación que, en su caso, habría limitado significativamente el margen de actuación de las autoridades fiscales nacionales.

SE MANTIENEN LAS EXPECTATIVAS DE UN PERIODO PROLONGADO DE BAJOS TIPOS DE INTERÉS, MIENTRAS QUE LA PRIMA DE RIESGO DE LA DEUDA SOBERANA ESPAÑOLA HA CONTINUADO RETROCEDIENDO EN LAS ÚLTIMAS SEMANAS Y SE SITUA POR DEBAJO DEL NIVEL DE PRINCIPIOS DE AÑO



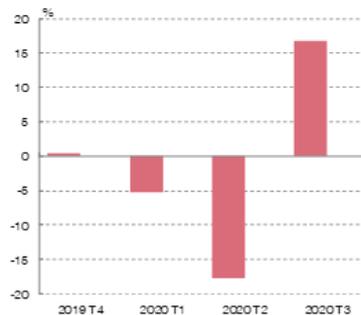
Fuentes: Datastream.

1.2 Evolución reciente de la economía española

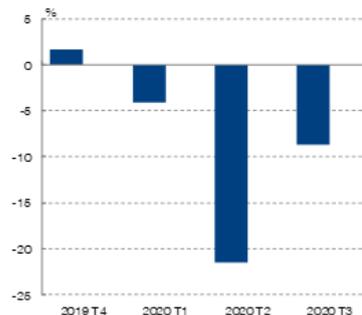
En España, el impacto de la pandemia sobre la actividad económica ha sido particularmente acusado. En concreto, durante la primera mitad del año, nuestro PIB se contrajo un 22,1 % respecto al nivel alcanzado a finales de 2019. A lo largo de la primavera, el levantamiento progresivo de las medidas de confinamiento permitió iniciar una fase de reactivación, que tuvo su reflejo en un crecimiento intertrimestral del PIB del 16,7 % en el tercer trimestre. Sin embargo, el PIB de nuestra economía aún se encontraba en el tercer trimestre un 8,7 % por debajo del registrado en el mismo período de 2019.

ESPAÑA: EL IMPACTO DE LA PANDEMIA SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA FUE MUY ACUSADO EN LA PRIMERA MITAD DEL AÑO, SEGUIDO DE UN FUERTE REPUNTE EN EL TERCER TRIMESTRE, SI BIEN EL PIB SIGUE MUY POR DEBAJO DEL NIVEL PREVIO A LA CRISIS

VARIACIÓN PIB - INTERTRIMESTRAL



VARIACIÓN PIB - INTERANUAL

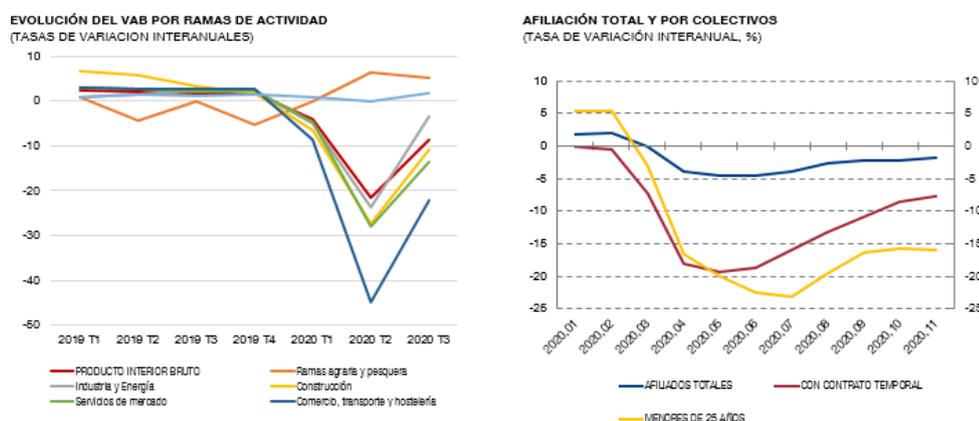


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Al margen de su carácter parcial, el impacto económico de la pandemia está siendo muy desigual. Desde un punto de vista sectorial, por ejemplo, las manufacturas, la construcción y el sector primario mostraron un menor deterioro inicial y una recuperación más intensa que el sector servicios. Así, los datos referidos al tercer trimestre muestran un descenso

interanual del valor añadido de los servicios de transporte, comercio y hostelería superior al 20 %, muy por encima del retroceso del 3,6 % de las manufacturas². Por colectivos de trabajadores, el efecto negativo de la crisis ha sido especialmente acusado en el caso de los jóvenes y de aquellos empleados con un contrato temporal³.

EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA PANDEMIA ESTÁ SIENDO MUY DESIGUAL POR SECTORES, COLECTIVOS DE TRABAJADORES Y EMPRESAS



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social.

Por otra parte, la recuperación está siendo frágil. De hecho, en los últimos meses, a medida que aumentaban los rebotes de la pandemia y que las autoridades reintroducían nuevas restricciones a la movilidad y a la actividad de determinados sectores, la intensidad de la reactivación económica comenzó a perder impulso.

En el caso del mercado laboral, la afiliación “efectiva” –variable construida descontando de las cifras de afiliados a la Seguridad Social los trabajadores en situación de ERTE–, que llegó a caer un 22,5 % interanual en abril y que mejoró de forma muy notable hasta septiembre (cuando mostró un descenso interanual del 6 %), se situó en el 5,8% en octubre y noviembre⁴.

En cuanto a los indicadores de confianza, el PMI compuesto, que se había recuperado sensiblemente entre abril y julio, ha caído de forma continuada entre agosto y noviembre y muestra un nivel coherente con una situación de contracción económica. De forma similar, el Indicador de Sentimiento Económico se redujo tanto en octubre como en noviembre, hasta situarse en los 87,5 puntos, su valor más bajo desde el mes de junio.

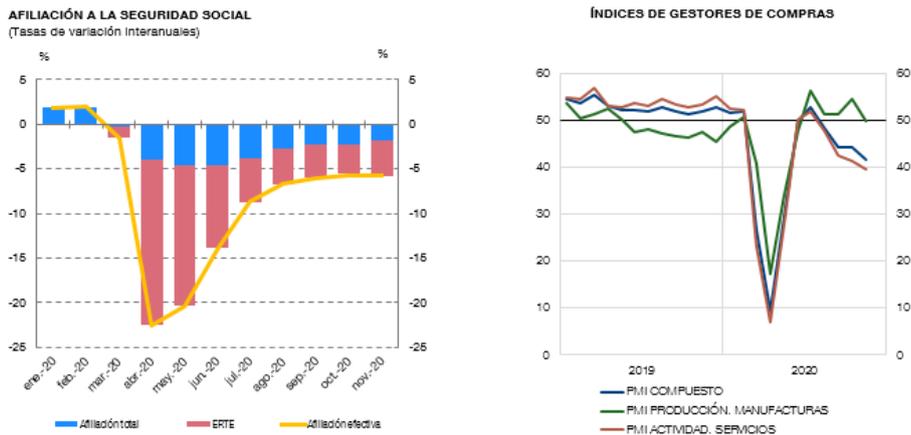
² Los indicadores del mercado laboral también apuntan en la misma dirección. En particular, muestran que, mientras que la tasa de variación interanual de la afiliación efectiva en el sector de la hostelería se situó en el -36,6 % en noviembre, el deterioro del empleo ha sido mucho menos intenso en la industria manufacturera (un -4,8 %). De hecho, en algunas ramas, como la agricultura y los servicios de no mercado, el empleo ya mostraba en noviembre tasas positivas (un 0,5 % y un 2,9 %, respectivamente).

³ Los datos de afiliación a la Seguridad Social más recientes muestran un descenso interanual de casi el 10 % en los trabajadores menores de 30 años, contracción muy superior a la que se observa para el conjunto de los trabajadores (un -1,8 %). Asimismo, mientras que los empleados con contrato temporal habían disminuido un 7,6 % en términos interanuales en noviembre, aquellos con contrato indefinido apenas habían caído un 0,1 %.

⁴ Esta desaceleración en el proceso de recuperación vino motivada por el aumento en el número de trabajadores afectados por ERTE que se produjo en noviembre –hasta los 759.309 en la media del mes–, cifra superior en algo más de 46.000 personas a la observada en el promedio de septiembre (713.160).

Por último, varios indicadores de alta frecuencia, como los de demanda de energía eléctrica, de consumo de combustibles o de movilidad, apuntan a que la recuperación se desaceleró conforme avanzaba el tercer trimestre y, en algunos casos, incluso se ha revertido en el tramo final del año. En la misma dirección apunta el gasto total con tarjetas bancarias, cuya tasa de crecimiento interanual se estabilizó durante los meses de verano, mostró una inflexión a la baja en octubre y se habría mantenido débil en noviembre. Esta dinámica sería coherente, además, con la evolución del índice de comercio al por menor observado en los últimos meses.

TRAS EL FUERTE REPUNTE DEL TERCER TRIMESTRE, EN LOS ÚLTIMOS MESES EL PROCESO DE RECUPERACIÓN SE HA DESACELERADO E INCLUSO REVERTIDO



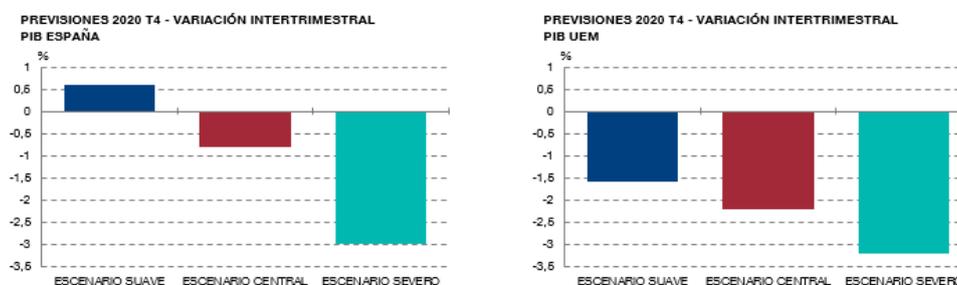
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Markit Economics.

No obstante, estos indicadores solo ofrecen por el momento una información parcial e incompleta acerca del comportamiento de la actividad en el conjunto del cuarto trimestre. En todo caso, es obvio que el impacto sobre la economía de la segunda ola de la pandemia está siendo inferior en comparación con la primera. Ello estaría relacionado con el hecho de que las medidas de contención han sido, en términos generales, menos estrictas y más focalizadas que las desplegadas en los primeros meses de la pandemia. También se habría producido un cierto aprendizaje por parte de los agentes a la hora de adaptarse a la situación creada por la pandemia y las restricciones asociadas.

Por otra parte, durante el cuarto trimestre se observa un menor deterioro en España que en algunas de las principales economías de la UEM⁵. Este hecho podría tener que ver con la distinta severidad de las restricciones establecidas en cada uno de los países, pero también sería consecuencia de que la segunda ola de la pandemia comenzó antes en España –teniendo ya efectos adversos sobre la actividad del tercer trimestre– que en la mayor parte de Europa, donde sus efectos adversos se concentrarán fundamentalmente en el cuarto trimestre.

⁵ Así, por ejemplo, el indicador de movilidad de Google, el PMI compuesto y el indicador de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea se han comportado relativamente mejor en España que en Francia e Italia durante este trimestre.

EN EL ESCENARIO CENTRAL DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DEL BANCO DE ESPAÑA SE ANTICIPA UNA LIGERA CONTRACCIÓN DEL PRODUCTO EN EL CUARTO TRIMESTRE, QUE RESULTA ALGO MENOS INTENSA QUE LA ESTIMADA PARA EL ÁREA DEL EURO EN EL EJERCICIO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA



Fuentes: Banco de España y BCE.

En conjunto, en el escenario central de las proyecciones macroeconómicas que ha publicado hoy el Banco de España se anticipa una ligera contracción intertrimestral del producto en el cuarto trimestre (del -0,8 %), que resulta algo menos intensa que la estimada para el área del euro en el ejercicio de proyecciones del Eurosistema (-2,2 %). Dado el nivel de incertidumbre existente, este escenario central se acompaña de dos escenarios alternativos. La contracción de la economía española sería mayor (del -3 %) en el escenario severo, mientras que en el escenario más favorable el PIB se expandiría levemente, a una tasa del 0,6 %.

1.3 Los daños y cambios más persistentes causados por la crisis

Más allá de los efectos coyunturales que la crisis está generando sobre la economía, es posible identificar ya algunos de carácter más persistente.

En primer lugar, destaca el impacto sobre las cuentas públicas. En concreto, el déficit público se elevó hasta el 6,9 % del PIB hasta junio, en términos acumulados de doce meses, más de 4 pp por encima del registrado en 2019, y los datos más recientes, que excluyen las Corporaciones Locales, muestran un déficit hasta septiembre del 8,1 % del PIB, 5,2 pp por encima del cierre de 2019. Por su parte, la deuda pública sobre el PIB se situó en el tercer trimestre en el 114,1 %, casi 20 pp por encima de la observada a finales de 2019 (95,5 %).

En segundo lugar, por lo que respecta al tejido empresarial, el número de empresas dadas de alta en la Seguridad Social se ha reducido desde febrero⁶ –mostrando en noviembre un descenso interanual del 7,2 %– y, en paralelo, se ha producido un aumento significativo en

⁶ En concreto, entre finales de febrero y finales de noviembre, se produjo una disminución de casi 95.000 empresas.

los niveles de vulnerabilidad financiera⁷. En particular, se estima que en 2020 un 40 % de las empresas españolas podría no cubrir los intereses de su deuda con los resultados generados, 27 pp más que en 2019. Asimismo, en términos de solvencia, el porcentaje de empresas que no podrían devolver su deuda con los resultados futuros esperados habría aumentado entre 4 pp y 8 pp –dependiendo del escenario contemplado–, hasta situarse entre el 15 % y el 19 %. Los porcentajes anteriores serían más elevados para las pymes, y especialmente para aquellas compañías que desarrollan su actividad en los sectores más afectados por la pandemia.

En tercer lugar, en la medida en que los sectores más afectados por la pandemia muestran un peso relativamente elevado de jóvenes y empleados de rentas bajas⁸, la crisis habría incidido con una particular intensidad sobre aquellos trabajadores que presentan un mayor grado de vulnerabilidad de partida y disponen de unos recursos más limitados para sostener su gasto, lo que podría condicionar la evolución futura de la desigualdad en nuestro país⁹.

Por último, la crisis ha generado cambios significativos sobre los procesos productivos y los patrones de consumo, relacionados en particular con la profundización en los procesos de digitalización y el mayor uso del teletrabajo. Así, los resultados de una encuesta elaborada por el Banco de España muestran que un 31 % de las empresas consideran el teletrabajo como una herramienta relevante o muy relevante para paliar los efectos de la pandemia y en torno a un 20 % declaran estar realizando un mayor uso de los canales de venta *online*¹⁰. Algunos de estos cambios podrían tener un carácter estructural, aunque su magnitud sea difícil de identificar, lo que generará una reasignación de recursos entre empresas y sectores¹¹.

Estos ejemplos permiten ilustrar el reto al que se enfrenta la política económica en los próximos trimestres, que, además de apoyar las rentas de empresas y familias, deberá afrontar adecuadamente estos daños estructurales y permitir la rápida adaptación del tejido productivo a aquellos cambios que se están empezando a percibir como permanentes.

⁷ Véanse, por ejemplo, *Blanco et al. (2020), Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19*, Documentos Ocasionales, n.º 2020, Banco de España; y *Blanco et al. (2020), “El impacto de la crisis del Covid-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de Balances”*, Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

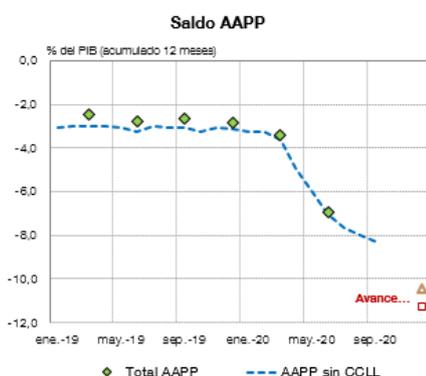
⁸ Como ilustración, los asalariados temporales mostraron un descenso interanual muy elevado (–13 %) hasta el tercer trimestre según la EPA, mientras que aquellos con un contrato indefinido disminuyeron un 0,8 %. El descenso del empleo fue similar por sexos (del –3,6 % entre las mujeres y del –3,4 % entre los varones), y se mantuvo más elevado entre los trabajadores más jóvenes (entre 16 y 29 años), que disminuyeron un 12,8 % en el tercer trimestre, frente al aumento del 1,4 % entre los mayores de 45 años. En el caso de los jóvenes se ha producido un incremento de la tasa de paro de 7 pp en relación con el tercer trimestre del año 2019, hasta el 31,4 %. El descenso del empleo de aquellos con estudios bajos (–13,8 %) contrasta también con el aumento del 1,5 % entre los ocupados con estudios altos.

⁹ Para más detalle, véase *Informe Anual 2019* del Banco de España, recuadro 4.2, “Las rentas del trabajo y la posición financiera de los trabajadores más afectados por el Covid-19”.

¹⁰ Véase “*Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad y sobre la incidencia del Covid-19*”, recuadro 3 del informe de proyecciones del Banco de España de diciembre de 2020.

¹¹ Así, los datos de gasto con tarjetas de crédito muestran que, a finales noviembre, el canal de ventas *online* registraba aumentos interanuales en el entorno del 20 %, mientras que el de ventas presencial retrocedía cerca de un 10 %. Asimismo, el índice de comercio al por menor de octubre señala notables diferencias en la evolución de las ventas de las pequeñas cadenas y empresas unilocalizadas, que caen un 15,2 % y un 6,6 %, respectivamente, con relación al mismo mes de 2019, y en las grandes cadenas y grandes superficies, que aumentan un 7,3 % y un 1,4 %, respectivamente.

MÁS ALLÁ DE LOS EFECTOS COYUNTURALES QUE LA CRISIS ESTÁ GENERANDO SOBRE LA ECONOMÍA, ES POSIBLE IDENTIFICAR YA ALGUNOS DE CARÁCTER MÁS PERSISTENTE, POR EJEMPLO, SOBRE LAS CUENTAS PÚBLICAS Y EL TEJIDO EMPRESARIAL



Fuentes: IGAE y Tesorería General de la Seguridad Social.

1.4 Proyecciones macroeconómicas del Banco de España

Paso ahora a describir las proyecciones sobre la evolución de la economía española que el Banco de España ha publicado esta misma mañana¹². En relación con las de mediados de septiembre, las nuevas proyecciones incorporan la información coyuntural que se ha conocido desde entonces, la evolución reciente de la pandemia –más negativa de lo esperado unos meses atrás- y las noticias positivas en relación con los avances hacia un tratamiento médico efectivo contra el Covid-19. También querría resaltar que se ha incorporado explícitamente el recurso a los fondos europeos del programa *Next Generation EU* (NGEU). Asimismo, el horizonte de proyecciones se extiende un año más, hasta 2023.

Como señalaba, la coyuntura económica sigue sometida a una incertidumbre muy elevada, derivada principalmente de las dudas sobre la evolución de la pandemia. Las noticias en relación con el desarrollo de varias vacunas han reducido esta incertidumbre, si bien se mantiene el reto que comporta la producción y distribución al conjunto de la población.

Como expondré en detalle más adelante, también existe un notable grado de incertidumbre en cuanto al volumen de recursos europeos que la economía española será capaz de movilizar en los próximos años y en cuanto a su efecto multiplicador sobre la economía.

Entre los factores geopolíticos, todavía persisten dudas acerca del desenlace de las negociaciones del *brexit*, uno de cuyos resultados podría ser la ausencia de acuerdo al final del período transitorio. De hecho, este supuesto, de finalización de las negociaciones sin acuerdo, es el que se ha incorporado en las proyecciones del Eurosistema (y, por tanto, en las de la economía española). En un tono más positivo, el resultado de las elecciones en EEUU podría producir una revitalización del marco multilateral en las relaciones internacionales.

Otros elementos de incertidumbre relevantes tienen que ver con el mayor o menor grado de adaptación que los agentes económicos demuestren ante la pandemia y sus

¹² Véanse las [Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2020-2023\): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2020](#).

restricciones, el daño que esta crisis ocasione sobre el potencial de crecimiento de la economía, y los cambios estructurales que provoque o acelere, a los que ya me he referido.

En este contexto, el Banco de España, junto con el resto de bancos centrales del Eurosistema, ha optado, al igual que en trimestres precedentes, por contemplar varios escenarios, denominados “suave”, “central” y “severo”. En el escenario central se asume que la severidad de las restricciones durante el primer trimestre de 2021 será similar a la observada durante el cuarto trimestre de este año. Asimismo, se considera que la distribución de una solución médica desde comienzos de 2021 permitirá reducir las medidas de contención a partir del segundo trimestre, si bien de forma gradual. Frente a este escenario central, en el denominado escenario suave/severo se asume una dinámica más favorable/desfavorable en cuanto a la evolución de la pandemia y a la distribución entre la población de las vacunas, de forma que la severidad de las medidas de contención aplicadas es algo más moderada/intensa.

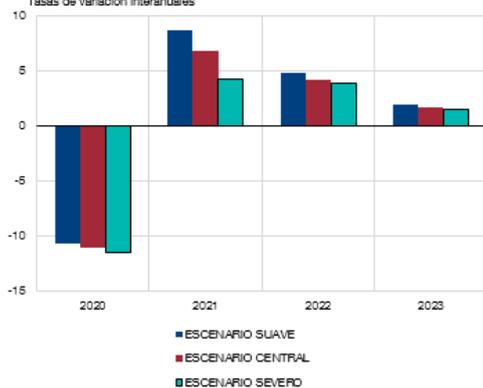
De acuerdo con estos escenarios, el retroceso del PIB en 2020 se situaría en un rango entre el 10,7 % que se produciría en el escenario suave y el 11,6 % que tendría lugar en el escenario severo. En el escenario central, la contracción del PIB ascendería a un 11,1 %.

De acuerdo con estas proyecciones, la economía se recuperará de forma relativamente intensa en 2021 y 2022, y de manera algo más moderada en 2023. Así, por ejemplo, en el escenario central la tasa de crecimiento del PIB se situaría en el 6,8 % en 2021, el 4,2 % en 2022 y el 1,7 % en 2023. En el escenario más optimista, estas tasas serían mayores en todo el horizonte de proyección, especialmente en 2021, cuando la expansión del producto alcanzaría el 8,6 %. En cambio, el perfil de la recuperación sería notablemente más moderado en el escenario severo, en el que el PIB solo crecería un 4,2 % en 2021.

NUEVAS PROYECCIONES DEL BANCO DE ESPAÑA: INTENSA CONTRACCIÓN DEL PIB EN 2020, SEGUIDA DE UNA RECUPERACIÓN PAULATINA

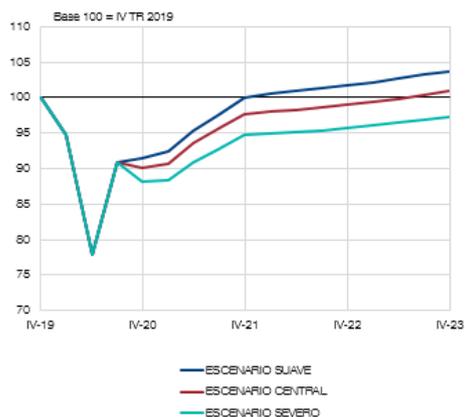
ESCENARIOS MACROECONÓMICOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2020-2023)

Tasas de variación interanuales



Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

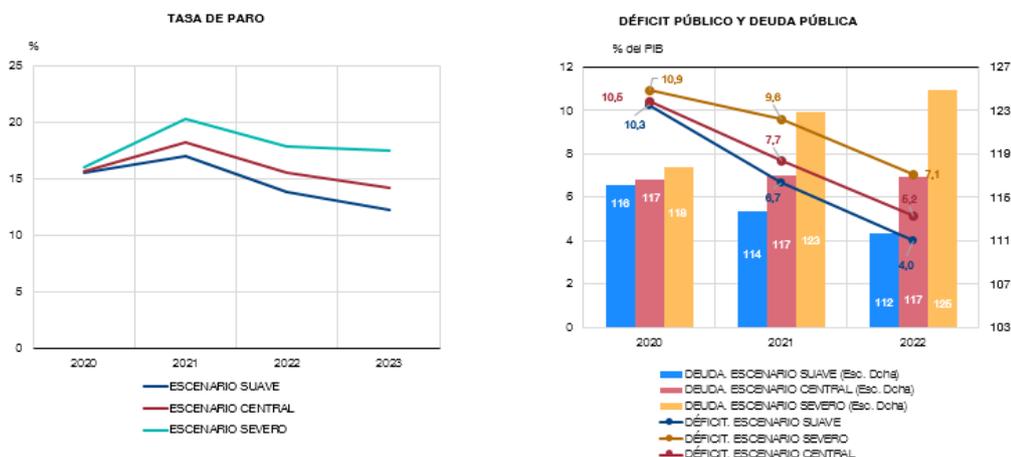
PRODUCTO INTERIOR BRUTO (Índice de volumen encadenado)



Se espera también que los efectos de la pandemia sobre la economía sean relativamente persistentes. Incluso en el escenario más optimista, no se recuperarían los niveles de actividad observados a finales de 2019 hasta finales de 2021. En el escenario central, esto no sucedería hasta mediados de 2023 y, en el severo, la recuperación no sería completa en todo el horizonte de proyección.

En cuanto al mercado laboral, la tasa de paro se incrementaría de forma relativamente contenida en 2020 –en parte, como consecuencia del recurso a los ERTE– y de manera algo más intensa en 2021. A partir de entonces, la tasa de desempleo se reduciría gradualmente, si bien en el escenario central no se volvería a los niveles previos a la crisis hasta el final del horizonte de proyección.

NUEVAS PROYECCIONES DEL BANCO DE ESPAÑA: IMPACTO MUY SEVERO Y PERSISTENTE DE LA PANDEMIA SOBRE EL EMPLEO Y LAS CUENTAS PÚBLICAS



Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística

Por lo que respecta a las cuentas públicas, se prevé que el déficit público registre un fuerte aumento en 2020, hasta el entorno del 10,5 % del PIB en el escenario central. Este déficit se iría reduciendo en los próximos años, aunque al final del horizonte de proyección aún permanecería, incluso en el escenario más optimista, sensiblemente por encima del registrado a finales de 2019. Por su parte, la ratio de deuda pública repuntaría en más de 20 pp en 2020 y no experimentaría una mejora significativa en el resto del horizonte de proyección, pudiendo incluso incrementarse adicionalmente en el escenario severo.

Por último, en el ámbito de los precios de consumo, los tres escenarios contemplan que la tasa de inflación se situará en terreno negativo en el promedio de 2020 (un -0,3 %) y solo se elevará de forma muy gradual en los próximos años, hasta un máximo del 1,4 % en 2023 en el escenario suave. Estas previsiones suponen una revisión a la baja con respecto de las anticipadas en septiembre, fundamentalmente como consecuencia de las sorpresas negativas que se han observado en los últimos meses, que han llevado a la tasa de inflación general a situarse en el -0,9 % en noviembre.

1.5 La respuesta óptima de política económica a este contexto macroeconómico

Hasta la fecha, las medidas desplegadas en los ámbitos de las políticas fiscal, monetaria, laboral y financiera en respuesta a la crisis del Covid-19 han mitigado de forma significativa su impacto económico, atenuando el deterioro de la actividad real y de las rentas y la liquidez de los agentes económicos, y evitando la materialización de riesgos sistémicos para la estabilidad financiera.

Hacia delante, las perspectivas económicas dependerán críticamente de la capacidad de adaptación de estas políticas a un entorno extremadamente incierto y cambiante, de modo que se alcance un equilibrio entre su efectividad y el uso eficiente de los recursos públicos.

Ya me he referido al papel de la política monetaria, en la que el Banco de España, como miembro del Eurosistema, participa activamente. La actuación del BCE seguirá siendo determinante para mantener unas condiciones de financiación favorables, hacerlas extensivas a todos los países del área del euro y apoyar el flujo de crédito bancario. Ello seguirá otorgando margen de actuación para que las autoridades fiscales continúen desplegando las medidas necesarias para apoyar a las empresas y a las familias.

En el ámbito precisamente de la política presupuestaria, y dentro del horizonte temporal cubierto por los PGE para 2021, los esfuerzos deben seguir estando orientados, como ha ocurrido a lo largo de 2020, a combatir tanto la crisis sanitaria como las consecuencias económicas adversas de las medidas de contención introducidas para paliarla.

En el frente sanitario, la lucha contra la enfermedad sigue constituyendo, obviamente, un objetivo prioritario, lo que puede requerir continuar adaptando la capacidad del sistema sanitario para paliar los efectos de la segunda ola y para manejar los posibles brotes adicionales. Además, han de ponerse en marcha los mecanismos necesarios para que, una vez que las autoridades sanitarias aprueben el uso de las vacunas, su distribución pueda ejecutarse de una forma rápida y eficiente.

Fuera del ámbito sanitario, la prioridad a corto plazo ha de continuar siendo el mantenimiento de las ayudas a hogares y a empresas mientras no tenga lugar una recuperación sólida y sostenida de la actividad. Este apoyo es crucial para minimizar el riesgo de que la actual crisis sanitaria y económica dé lugar a una crisis financiera, que conllevaría costes mucho más elevados y duraderos en términos de actividad y empleo. En este sentido, se debe estar preparado ante la posibilidad de que una evolución más desfavorable de la pandemia haga necesaria la introducción de medidas de apoyo adicionales o una extensión o recalibración de las ya existentes.

El descubrimiento de las vacunas y su eventual distribución a la población proporcionan un horizonte temporal durante el cual la política económica deberá seguir siendo muy contundente. Esa contundencia debe ser compatible con evitar la adopción de medidas permanentes que conduzcan a una elevación del déficit público estructural, que genere un deterioro adicional de la sostenibilidad de las finanzas públicas.

El foco de estas ayudas debe ser también progresivamente más selectivo y focalizado en aquellos grupos poblacionales y empresas más afectadas por la crisis, de forma que se maximice su efectividad en un contexto en el que los recursos públicos son limitados. En este espíritu, se inscribe, por ejemplo, el nuevo diseño de los ERTE vigente desde septiembre pasado.

Por otra parte, es importante que las políticas de apoyo a las empresas se adapten a la evolución más reciente –en particular, como señalaba con anterioridad, al deterioro observado en su solvencia– y, en paralelo, no obstaculicen la reasignación de recursos entre sectores y empresas.

En este sentido, aunque la extensión del período de carencia y de vencimiento de los préstamos de las líneas ICO de avales, aprobado por el Gobierno en noviembre, contribuirá

a aliviar la presión financiera soportada por muchas compañías, en algunos casos sería aconsejable también reforzar su posición de solvencia mediante instrumentos de capital. El fondo gestionado por la SEPI con 10 mm de euros permite recapitalizar empresas grandes estratégicas, pero resulta conveniente complementarlo con nuevas herramientas encaminadas a reforzar la posición de solvencia de las empresas de menor dimensión. Por otra parte, para aquellas empresas muy endeudadas, pero con un negocio viable, la reestructuración de la deuda podría ser una opción ventajosa tanto para prestamistas como para prestatarios. Para facilitar este proceso, los marcos de insolvencia deberían mejorarse con el fin de aumentar su eficiencia¹³. En cuanto a las empresas con modelos de negocio no viables, debería facilitarse su salida ordenada del mercado.

En la tarea de facilitar la reasignación de recursos hacia las actividades más dinámicas, las políticas activas del mercado de trabajo y la formación y el reciclaje de los trabajadores más afectados por esta crisis deberán desempeñar un papel muy importante, papel que sería conveniente promover con un uso eficiente de los fondos europeos del programa NGEU.

En relación con estos fondos europeos, es evidente que un factor muy relevante para la evolución de la economía española en los próximos años será la capacidad para movilizarlos y asignarlos eficientemente. Su elevado volumen lo convierte en un elemento fundamental para, en el corto plazo, impulsar la recuperación económica y, en el medio plazo, modernizar nuestra economía y aumentar su potencial de crecimiento.

En este sentido, si bien es importante movilizar el mayor volumen de recursos posible, la asignación de los mismos entre las diferentes partidas de gasto y los potenciales proyectos de inversión no es menos relevante. Es fundamental que se asignen a nuevos proyectos de inversión con un elevado efecto multiplicador sobre el potencial de crecimiento de la economía, por ejemplo, a través de un incremento en el *stock* de capital humano y tecnológico. Estos efectos se maximizarían si el uso de los fondos viniera acompañado de un ambicioso paquete de reformas estructurales que permitan un funcionamiento más eficiente del conjunto de nuestra economía. A la implementación de estas reformas deberían también contribuir los propios fondos. Asimismo, teniendo en cuenta el carácter temporal de estos recursos, es preciso que no se destinen a sufragar aumentos permanentes de gastos, pues ello no haría más que aumentar nuestro ya elevado déficit estructural.

Un ejercicio analítico realizado por el Banco de España¹⁴ ilustra la sensibilidad de la evolución esperada del PIB español en los próximos años ante diferentes supuestos en cuanto a la cantidad empleada de fondos europeos y a la eficiencia con la que se asignan entre proyectos. Los resultados de este análisis muestran que, si la tasa de absorción de los recursos del programa NGEU en 2021 alcanzara un 75 % de lo anunciado por el

¹³ En España, estos procedimientos suelen dilatarse mucho en el tiempo —una media de tres años y medio—, destruyendo valor empresarial en el proceso, y, en la mayoría de las ocasiones, conducen, en última instancia, a una liquidación de la empresa. Para evitar la saturación de los tribunales, podrían potenciarse los acuerdos extrajudiciales de pagos. Para ello, debería valorarse la conveniencia de incluir, bajo ciertas condiciones, algunas deudas de derecho público en estos acuerdos y que la posición del sector público en estos procesos favorezca que se alcance con rapidez un acuerdo de reestructuración de las deudas. Ello podría conseguirse, por ejemplo, otorgando incentivos al resto de los acreedores para que apoyen los acuerdos. Esto último afectaría no solo a las deudas de derecho público, sino también a las exposiciones que resulten de la eventual ejecución de algunos de los avales concedidos a las empresas y a los autónomos en el marco de las líneas del ICO. Asimismo, a medio y a largo plazo, se podrían incrementar los recursos de los tribunales especializados con el fin de acelerar la resolución de estos procesos.

¹⁴ Véase [“El impacto de la iniciativa NGEU en los escenarios de la economía española”, recuadro 2 del informe de las proyecciones del Banco de España de diciembre de 2020.](#)

Gobierno, el impacto que estos fondos tendrían sobre la tasa de crecimiento del PIB el año próximo se situaría en un rango de entre 1 pp y 1,6 pp, tomando una horquilla de multiplicadores fiscales que es coherente con la evidencia empírica disponible sobre ellos. Si, en cambio, la tasa de absorción de los recursos del NGEU en 2021 se situara en línea con la evidencia histórica disponible para otros programas de fondos europeos (en torno a un 30 % de los fondos disponibles), el impacto sobre la tasa de expansión del producto en 2021 sería de 0,6 pp aproximadamente para un multiplicador fiscal promedio en la literatura académica.

1.6 El cuadro macroeconómico del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado

El cuadro macroeconómico en el que se enmarca el Proyecto de PGE prevé una caída del PIB real en España del 11,2% en 2020 y una recuperación del 9,8% en 2021. A continuación, efectuaré una comparación de estas previsiones con las del Banco de España.

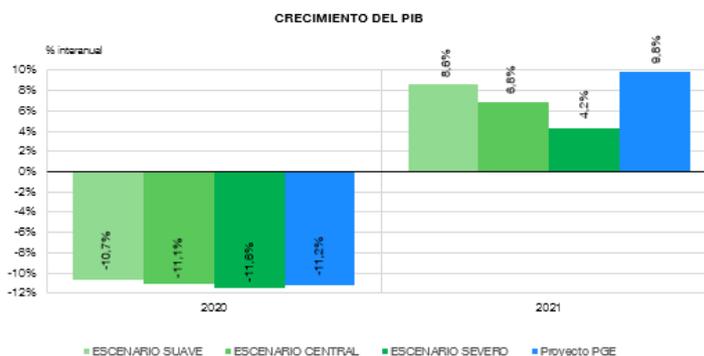
En todo caso, debo enfatizar que, en un contexto tan extraordinariamente incierto y cambiante como el actual, estas comparaciones entre previsiones han de hacerse con una especial cautela y reconociendo que aquellas que se publicaron con anterioridad necesariamente descansaban sobre un conjunto de información más limitado. En particular, el cuadro macroeconómico sobre el que se construye el Proyecto de PGE fue presentado a las Cortes Generales el pasado mes de octubre, mientras que las últimas proyecciones del Banco de España han sido publicadas hoy mismo.

A continuación, me centraré en tres aspectos que, en mi opinión, merecen destacarse de esta comparación.

En primer lugar, en relación con el punto de partida de este Proyecto de PGE, que no es otro que sus previsiones para 2020, la previsión de caída del PIB de un -11,2% se encuentra alineada con la previsión de crecimiento del escenario central del Banco de España (-11,1%)¹⁵.

En segundo lugar, en relación con la previsión de crecimiento del PIB real en 2021 incorporada en los PGE (9,8%), hay que tener en cuenta que una parte importante de este crecimiento vendría explicada por el recurso a los fondos europeos mencionados. En particular, se prevé disponer en 2021 de 27 miles de millones (mm) de euros de estos fondos (en torno a un 2,4% del PIB previsto para 2020), que generarían, de acuerdo con las estimaciones del propio Presupuesto, un impacto positivo sobre la tasa de crecimiento del PIB en dicho año equivalente a 2,6 pp.

¹⁵ Si se compara con las previsiones de otros analistas, la contracción del PIB en 2020 contemplada en el cuadro macroeconómico del Proyecto de PGE sería casi 1 pp inferior a la que esperaba en noviembre el promedio de los analistas que forman parte del panel de previsiones de Consensus Economics (una caída del 12,1%).



Fuentes: Proyecto de PGE 2021 y Banco de España.

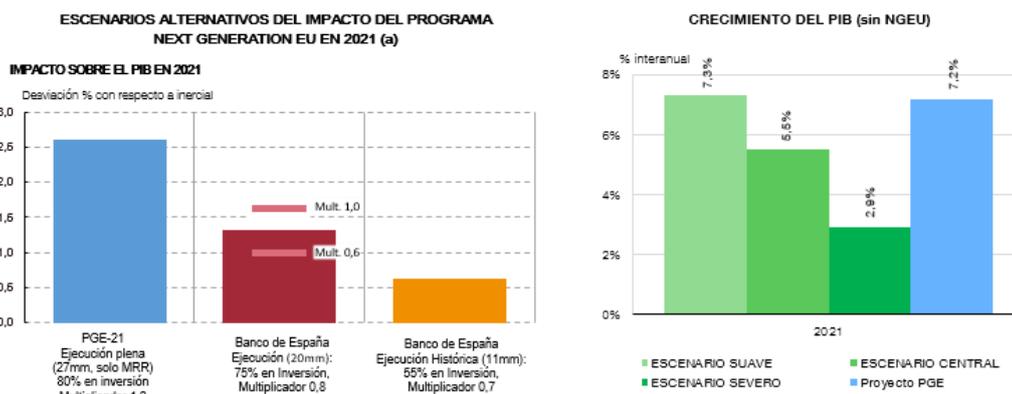
En relación con este impacto querría resaltar que tanto el supuesto de ejecución plena de los fondos del programa NGEU en 2021 como el efecto multiplicador de los mismos sobre la actividad que asume el Proyecto de PGE parecen optimistas a la luz de la evidencia histórica y empírica. En particular, en los últimos tres programas de fondos estructurales europeos (de una cuantía inferior a la prevista en el NGEU), la tasa de absorción por parte de nuestro país de los recursos disponibles nunca alcanzó el 80% después de siete años de vigencia de los mismos. Por su parte, la materialización de un efecto multiplicador superior a la unidad en el mismo ejercicio 2021, como el asumido en los PGE, exigiría una estrategia muy rigurosa para asignar y ejecutar eficientemente estos recursos, que la falta de concreción de los PGE no permite valorar adecuadamente.

En resumen, considero que existen riesgos a la baja importantes tanto en términos del volumen de fondos europeos que la economía española será capaz de movilizar en 2021 como en cuanto a su capacidad para impulsar el crecimiento económico en el corto plazo. En este sentido, los supuestos contemplados en las proyecciones del Banco de España se basan en la evidencia histórica y asumen una tasa de absorción del 70% en el caso de los fondos disponibles para proyectos de inversión (aproximadamente 21 mm de euros según el Proyecto de PGE) y del 100% para los fondos destinados a cubrir necesidades de gasto corriente (los 6 mm de euros restantes). Asimismo, estos escenarios consideran un multiplicador promedio para dichos fondos ligeramente por debajo de la unidad en 2021¹⁶.

Como resultado, el impacto que el recurso a los fondos europeos tendría sobre el crecimiento del PIB español en 2021 se situaría en 1,3 pp en los escenarios presentados hoy por el Banco de España, claramente por debajo de los 2,6 pp contemplados en el cuadro macroeconómico del Proyecto de PGE.

¹⁶ En línea con la evidencia empírica, se asume un multiplicador para los fondos que se empleen en cubrir necesidades de gasto corriente significativamente inferior a uno. Para una revisión de la evidencia empírica en cuanto a la magnitud de los multiplicadores fiscales, véase, por ejemplo, V. Ramey (2019), "Ten Years After the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33(2), pp. 89-114.

EXISTEN RIESGOS A LA BAJA SOBRE EL CRECIMIENTO PREVISTO PARA 2021 EN LOS PRESUPUESTOS DERIVADOS TANTO DEL USO DEL PROGRAMA NGEU COMO DE LA ESTIMACIÓN DEL PIB SIN NGEU

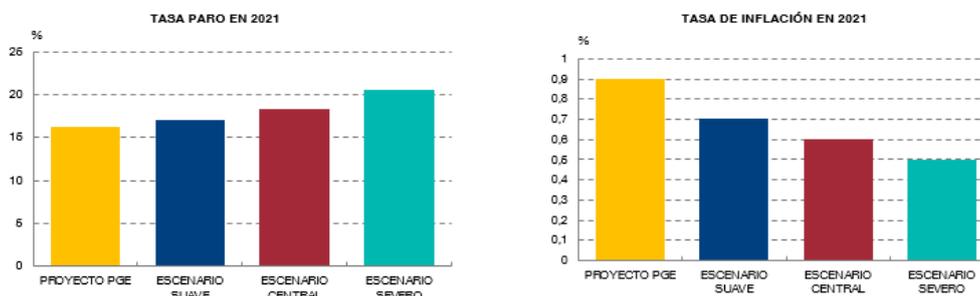


a. Impacto sobre el nivel del PIB con respecto al escenario inercial derivado de un gasto adicional financiado con fondos europeos del Next Generation EU. Los escenarios alternativos al incluido en el PGE 2021 se refieren a simulaciones realizadas con el modelo MTBE del Banco de España. El multiplicador representa el aumento del PIB derivado de un aumento del gasto financiado con el NGEU de 1 euro. Fuentes: Presupuestos Generales del Estado 2021 y Banco de España.

Me centraré, a continuación, en la previsión de crecimiento del PIB “inercial” –es decir descontando el efecto de los fondos europeos– para 2021. En el proyecto de PGE esta tasa se sitúa en el 7,2%, por encima de la que se prevé en el escenario central del Banco de España (5,5%) y, por supuesto, en el severo (2,9%), y similar a la prevista en el escenario suave (7,3%). Esta comparación permite identificar un riesgo adicional a la baja sobre la tasa de expansión del producto del proyecto de PGE para 2021.

El último aspecto que querría destacar es que, en la medida en que existen riesgos de que el repunte de la actividad en 2021 no sea tan intenso como el previsto en los PGE, también existiría un riesgo de desviación en cuanto a la previsión de la tasa de paro y de la inflación en ese año.

EN LA MEDIDA EN QUE EXISTEN RIESGOS DE QUE EL REPUNTE DE LA ACTIVIDAD EN 2021 NO SEA TAN INTENSO COMO EL PREVISTO EN LOS PGE, TAMBIÉN EXISTIRÍA UN RIESGO DE DESVIACIÓN EN CUANTO A LA PREVISIÓN DE LA TASA DE PARO Y DE LA INFLACIÓN EN ESE AÑO



Fuentes: Proyecto de PGE 2021 y Banco de España.

En cuanto a la tasa de paro, el cuadro macroeconómico del proyecto de PGE prevé que se sitúe en el 17,1% de la población activa en 2020, por encima del rango definido por los tres

escenarios del Banco de España, que va desde el 15,7% (escenario suave) hasta el 16,2% (escenario severo). Sin embargo, para 2021, el proyecto de PGE proyecta una caída en esta tasa, hasta el 16,3%, mientras que los escenarios del Banco de España prevén aumentos de entre 1,4 pp en el escenario suave y 4,3 pp en el escenario severo, que la situarían en el 17,1% y 20,5%, respectivamente.

En cuanto a la inflación, el Proyecto de PGE anticipa una tasa del 0,9% en 2021, que se encuentra por encima de las previsiones contempladas en los tres escenarios planteados por el Banco de España, que oscilan entre un 0,7% en el escenario suave y un 0,5% en el escenario severo.

2 El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social

Permítanme que me centre ahora en el análisis de las principales medidas de gastos e ingresos contenidas en el Proyecto de PGE, el tono general de la política fiscal y la evolución esperada de la deuda pública.

2.1 Las principales partidas de gasto público

En relación con el gasto público, el Proyecto de PGE prevé para 2021 un aumento muy significativo del gasto total del Estado y del gasto primario, de un 24 % y un 26 %, respectivamente, en relación con el avance de liquidación de 2020. Para el conjunto de las AAPP, si se incorpora a las cifras del Plan Presupuestario la previsión sobre el uso de los fondos europeos en 2021, la ratio del gasto público sobre el PIB se situaría en el 50,8 %, ligeramente por debajo de la que se espera para 2020 (un 53 %), pero muy por encima de la registrada en 2019 (un 42,1 %). Esto pone claramente de manifiesto el esfuerzo en términos de gasto que las AAPP españolas planean realizar en 2021.

A continuación, centraré mis comentarios sobre las partidas de gasto en torno a cuatro grandes bloques: el programa NGEU, las rúbricas más directamente vinculadas a la gestión de la pandemia, algunas medidas concretas de carácter discrecional, y las principales partidas cuya evolución futura viene condicionada fundamentalmente por los supuestos incorporados en el cuadro macroeconómico.

Mi primer comentario tiene que ver con el programa NGEU, al que ya me he referido con anterioridad. Este programa es, por su magnitud, el factor que distingue a este Proyecto de PGE de cualquier otro que haya sido presentado en España en las últimas décadas. Los fondos canalizados se distribuyen entre los distintos capítulos de gasto, si bien presentan una especial incidencia en el gasto en la industria y energía (21,1 % del total de fondos), en investigación, desarrollo e innovación civil (17,8 %), en infraestructuras (17,6 %), en sanidad (11,1 %), en educación (6,8 %) y en política de vivienda (6,2 %).

Como consecuencia, se han presupuestado aumentos sin precedentes en ciertas partidas de gasto. Así, por ejemplo, se prevé que las inversiones reales del Estado aumenten un 47 % el año próximo (equivalente a 0,2 pp del PIB) y que el gasto en investigación, desarrollo e innovación civil y en infraestructuras lo haga un 70 % (0,4 pp del PIB) y un 52 % (0,3 pp del PIB), respectivamente, en relación con lo presupuestado en 2019. Por su parte, el gasto en educación y sanidad aumentaría un 80 % (0,2 pp del PIB) y un 71 % (0,3 pp del PIB), respectivamente.

En principio, estas partidas de gasto en las que se concentraría el grueso del uso de los fondos europeos tienen el potencial de aumentar el crecimiento de medio plazo de la economía, dado que permitirían aumentar el *stock* de capital humano, tecnológico y en infraestructuras de la economía. En todo caso, la materialización de estos efectos dependerá crucialmente de los proyectos que se seleccionen. Además, dada la magnitud de estos incrementos y los posibles retrasos en su tramitación efectiva, existen ciertos riesgos de que estos aumentos puedan no llegar a materializarse en su totalidad en 2021. Además, querría volver a insistir en que, dado el carácter temporal de estos fondos europeos, es preciso que su destino sea también temporal, de forma que no generen un aumento de nuestro ya elevado déficit estructural.

Mi segundo comentario se refiere a las previsiones en relación con algunas partidas de gasto que se han visto muy afectadas por la gestión de la pandemia en 2020. En este ámbito querría destacar dos aspectos.

Por un lado, se espera que el peso en el PIB del gasto en compras de bienes y servicios y en transferencias a hogares en especie se eleve como consecuencia de la pandemia en 1,8 pp en 2020, para reducirse en 0,5 pp en 2021. En relación con estas partidas, resulta aconsejable combinar una elevada flexibilidad para responder a posibles desarrollos epidemiológicos adversos en el futuro y, en paralelo, una ejecución rigurosa del gasto para evitar una persistencia ineficiente de unos niveles de gasto corrientes muy elevados.

Por otro lado, se prevé que el gasto en desempleo y subvenciones, que ha aumentado muy significativamente en 2020 como consecuencia, entre otros factores, de las medidas de apoyo al empleo introducidas en respuesta a la pandemia, se reduzca sustancialmente en 2021 (un 36 % y un 20 %, respectivamente). En el caso del gasto en desempleo, este descenso es algo superior al incorporado en las proyecciones del Banco de España, de un 25 % en el escenario central. Esto estaría relacionado con la distinta evolución prevista de la tasa de paro en 2021. Existiría, pues, un cierto riesgo al alza en el nivel de gasto que asume el Proyecto de PGE en esta partida, especialmente si se tiene en cuenta que podría ser necesario mantener los ERTE por un período de tiempo más prolongado que el inicialmente estimado, que, en estos momentos, abarca hasta el próximo 31 de enero.

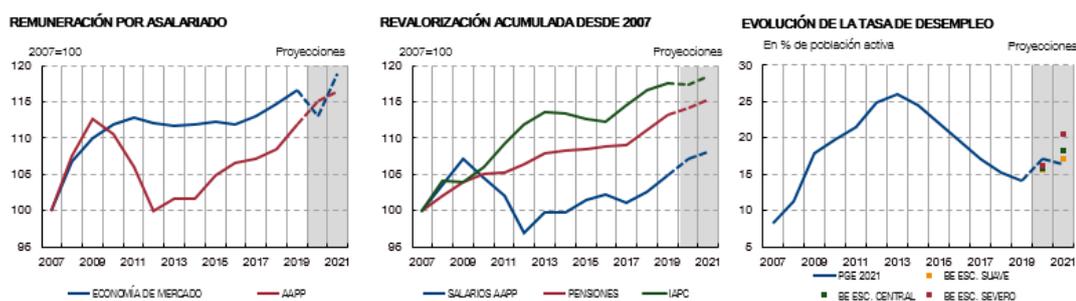
El tercer comentario que querría compartir tiene que ver con algunas medidas discrecionales. En particular, los PGE incluyen una propuesta de incremento de las pensiones y de la retribución de los empleados públicos de un 0,9 % en 2021, en línea con la previsión de inflación del Gobierno para el año próximo. Por su parte, se incorpora un aumento del 1,8 % en las pensiones mínimas y no contributivas, y del 5 % en el Indicador Público de Rentas de Efectos Múltiples, o IPREM, que se usa como referencia para la revalorización de subvenciones, ayudas y subsidio de desempleo.

Como ya señalé en mi comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso¹⁷, en un contexto en el que los riesgos sobre la previsión de inflación para 2021 están sesgados a la baja, las propuestas de incremento de los salarios públicos y de las pensiones contempladas en el Proyecto de PGE podrían redundar en un aumento en términos reales a posteriori de las compensaciones de estos colectivos en una coyuntura en la que, al

¹⁷ Véase [Comparecencia del gobernador ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados en relación con el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2021](#).

mismo tiempo, se estaría materializando una importante destrucción de empleo y un deterioro muy acusado en las cuentas públicas. Por otro lado, debe tenerse en cuenta que, de acuerdo con la evidencia disponible, el multiplicador fiscal de los incrementos en estas partidas es significativamente inferior al de otros componentes del gasto¹⁸. Además, estos incrementos reales se añadirían a los experimentados en 2020, año en el que, de acuerdo con las previsiones del Banco de España, se produciría un aumento de la remuneración real de los funcionarios del 2,7 %, aproximadamente, y de las pensiones del 1,2 %, como resultado de la fuerte desviación a la baja de la inflación observada en relación con la prevista al principio del ejercicio. En este sentido, podría tener sentido ligar la indiciación de pensiones y salarios públicos a un período temporal superior al anual, de forma que se eviten incrementos o pérdidas de poder adquisitivo derivadas de errores en las previsiones de inflación. Por otro lado, en mi opinión, sería más conveniente que, en el contexto actual, en lugar de adoptar incrementos salariales reales generalizados para los trabajadores públicos, se valorase la posibilidad de implementar, de acuerdo con criterios objetivos, aumentos más focalizados dentro de este colectivo, por ejemplo, en el personal sanitario.

EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS PÚBLICOS, SALARIOS PRIVADOS, PENSIONES E INFLACIÓN



Fuentes: PGE de varios años, IGAE e INE.

Por último, querría comentar brevemente las previsiones del Proyecto de PGE sobre algunas partidas de gasto cuya evolución puede valorarse con relativa precisión en función de las medidas adoptadas en el Proyecto y de los supuestos macrofinancieros que subyacen a este. En particular, quiero referirme al gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada por los incrementos acordados y los factores demográficos— y al gasto en intereses, cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés. Pues bien, las previsiones oficiales sobre estas partidas se encuentran en línea con las estimaciones de los modelos del Banco de España.

¹⁸ Existe una amplia evidencia sobre el efecto multiplicador del consumo público, cuyo principal componente es la masa salarial de las AAPP. Para una estimación reciente del caso español y del resto de grandes países de la UEM, véase Alloza, M., P. Burriel y J.J. Pérez (2019), "Fiscal policies in the euro area: Revisiting the size of spillovers", *Journal of Macroeconomics*, Vol. 69. La evidencia empírica sobre el efecto multiplicador del gasto en pensiones es limitada. Para el conjunto de la UEM, véase Párraga, S. (2016), "The aggregate effects of government income transfer shocks – EU evidence", Documentos de Trabajo, 1629, Banco de España.

2.2 La previsión de ingresos públicos

Por el lado de los ingresos, el Proyecto de PGE plantea cambios legislativos que elevarían la recaudación de una serie de figuras impositivas ya existentes. Entre estos, cabe destacar el aumento del IRPF y del impuesto sobre el patrimonio a las rentas más altas, la limitación de las exenciones por doble imposición a las grandes empresas, la subida del tipo impositivo sobre las primas de seguro, y la del IVA de algunas bebidas azucaradas. En su paso por el Congreso de los Diputados, se ha retirado la propuesta inicial de un aumento de la imposición sobre el diésel de uso no profesional. Teniendo en esto cuenta, este conjunto de medidas elevaría los ingresos públicos en unos 1.800 millones de euros en 2021, según las estimaciones oficiales.

Asimismo, el Proyecto de PGE recoge el impacto sobre la recaudación de dos impuestos de reciente aprobación —el impuesto sobre las transacciones financieras y el impuesto sobre determinados servicios digitales—, así como de otras dos figuras impositivas nuevas que se espera crear próximamente —un impuesto sobre los envases de plástico no reutilizables y otro sobre los residuos en vertederos—. En 2021, la recaudación de este conjunto de instrumentos ascendería a unos 3.200 millones de euros, de acuerdo con las estimaciones oficiales.

En sentido contrario, y con posterioridad a la presentación del Proyecto de PGE, el Gobierno ha aprobado una rebaja del IVA de las mascarillas.

Mi valoración del capítulo de ingresos se ceñirá a dos cuestiones: la orientación general de los cambios impositivos introducidos y los riesgos en torno a su capacidad recaudatoria.

En primer lugar, querría hacer una reflexión sobre la idoneidad del momento en que se adoptan los cambios impositivos mencionados y sobre los instrumentos concretos utilizados para ello. Desde el inicio de esta crisis, el Banco de España ha sostenido que la política fiscal debía proporcionar una respuesta muy decidida para limitar los efectos adversos de la crisis. Como señalaba con anterioridad, la recuperación económica presenta síntomas de fragilidad y se encuentra sometida a considerables incertidumbres que exigen mantener un apoyo fiscal significativo. En ese sentido, posiblemente hubiera sido preferible retrasar la introducción de alguno de estos incrementos impositivos hasta que la recuperación fuera más robusta.

En cuanto a los instrumentos específicos considerados, insisto en la idea de que nuestro país necesita una reforma profunda e integral de su sistema tributario. Sería deseable enmarcar los potenciales cambios impositivos en esa reforma integral. Además, en algunos casos —por ejemplo, en la imposición de las transacciones financieras o de los servicios digitales—, sería deseable que los ajustes se aborden de forma coordinada internacionalmente, para maximizar su efecto recaudatorio y evitar distorsiones competitivas o la deslocalización de las bases impositivas. Volveré a referirme a estas cuestiones más adelante al plantear los que, en mi opinión, son los principales retos fiscales que enfrenta nuestra economía en el medio plazo.

Mi segundo comentario tiene que ver con la previsión de ingresos tributarios y por cotizaciones sociales del Proyecto de PGE, que se sitúa en un crecimiento del 9 % en 2021, en términos presupuestarios. Son tres los factores principales que condicionan la

factibilidad de esta previsión, y todos ellos están sometidos a una notable incertidumbre. Primero, la capacidad recaudatoria de las nuevas figuras impositivas para las que apenas existen referencias históricas o internacionales. Segundo, la sensibilidad de la recaudación a las bases impositivas, elasticidad que es muy difícil de valorar con precisión en coyunturas como la actual, sin referencias históricas comparables. Y, tercero, la propia evolución del entorno macroeconómico, que, como he señalado anteriormente, se encuentra sujeto a importantes elementos de incertidumbre y a riesgos que, en su conjunto, podrían redundar en un menor crecimiento económico para el próximo año que el incorporado en los PGE.

ESTIMACIÓN DE LA RECAUDACIÓN ADICIONAL DE LAS MEDIDAS TRIBUTARIAS EN EL PROYECTO DE PGE DE 2021

Cuantificación de algunas medidas de ingresos 2021-2022

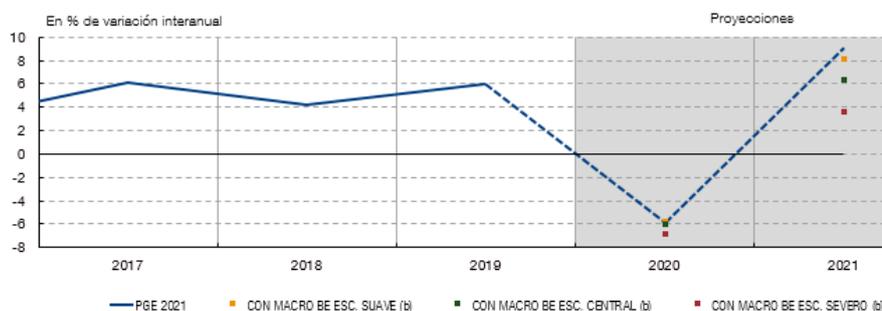
Impuestos recogidos en PGE-2021	Estimaciones Gobierno	
	2021	2022
<u>IVA</u> Bebidas azucaradas	340	400
<u>IRPF</u> Tipos rentas altas	144	490
Deducciones planes de pensiones		580
<u>Impuesto sociedades</u>		
Exención rentas del exterior	473	1520
<u>Impuesto patrimonio</u>		
Tipo >10M (*)	339	339
<u>Seguros</u>		
Incremento del tipo sobre primas de seguro	455	507
Total	1751	3836

Fuentes: EPF 2018; EFF 2014-2017; panel de declarantes; AEAT; DG Seguros.
(*) El Gobierno indica que esta estimación corresponde a una aplicación del Impuesto en todas las CCAA.

De acuerdo con los análisis realizados por el Banco de España, los tres factores anteriores contribuirían a generar riesgos a la baja sobre la previsión de ingresos del Proyecto de PGE, si bien la mayor parte de ellos estarían asociados a la notable expansión de la actividad que, para 2021, proyecta el cuadro macroeconómico del Gobierno. En este sentido, en cualquiera de los escenarios publicados hoy por el Banco de España, el crecimiento de los ingresos públicos sería inferior al 9 % contemplado en este Proyecto.

RIESGOS A LA BAJA EN LA PREVISIÓN DE INGRESOS PÚBLICOS

EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS (a)



(a) Suma de impuestos compartidos (IRPF, Sociedades, IVA e impuestos especiales) más cotizaciones sociales efectivas.

(b) La estimación se obtiene usando las previsiones macro de diciembre del Banco de España y la valoración de las medidas de los expertos del Banco.
Fuentes: Agencia Tributaria. Presupuestos Generales del Estado 2021 v Banco de España.

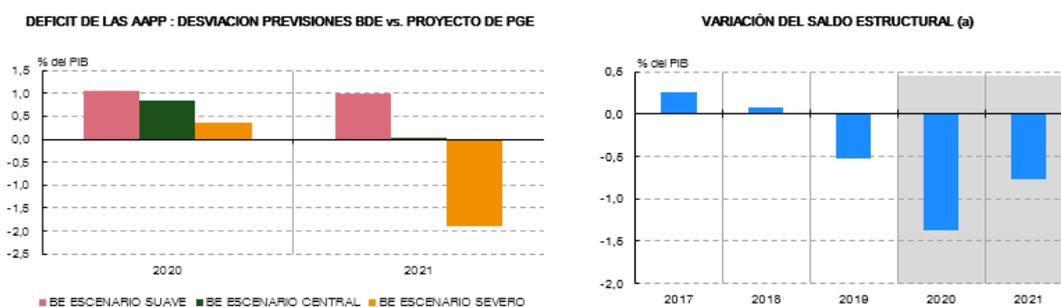
2.3 El objetivo de déficit público y el tono de la política fiscal

Por lo que respecta al déficit público, el Proyecto de PGE prevé que se sitúe en el 7,7 % del PIB en 2021, lo que supondría una reducción de 3,6 pp respecto al previsto para 2020, como resultado de un aumento esperado de los ingresos de 1,5 pp y de un descenso de los gastos de 2,1 pp.

Como he señalado anteriormente, el análisis del Banco de España apunta a que la previsión de ingresos para 2021 presenta importantes riesgos a la baja. Sin embargo, hay que tener en cuenta que los datos de ejecución presupuestaria de las AAPP relativos a 2020 apuntan a que el cierre de este año podría ser algo mejor de lo avanzado en el Proyecto de PGE, como consecuencia, principalmente, de un crecimiento de los gastos menor que el estimado. De confirmarse este déficit menor que el previsto en 2020, su traslación a 2021 podría llegar a compensar la previsible desviación de los ingresos públicos el año próximo, de manera que resultara factible alcanzar un déficit del 7,7 % del PIB en 2021. De hecho, un déficit del 7,7 % del PIB el año próximo es, precisamente, la previsión del Banco de España en su escenario central.

En cualquier caso, es importante resaltar que los riesgos de desviación con respecto a este escenario central son claramente asimétricos, si se toman como referencia los distintos escenarios del Banco de España. Así, mientras que en el escenario más favorable el déficit público en 2021 podría ser 1 pp inferior, en el escenario más negativo el déficit público podría alcanzar el 9,6 % del PIB en ese mismo período (1,9 pp por encima del contemplado en el Proyecto de PGE).

DIFERENCIAS EN LAS PREVISIONES DE DÉFICIT PÚBLICO ENTRE LOS ESCENARIOS DEL BANCO DE ESPAÑA Y EL PROYECTO DE PGE, Y TONO DE LA POLÍTICA FISCAL EN EL PROYECTO DE PGE



Fuentes: Comisión Europea, Plan Presupuestario 2021 y Banco de España.

(a) Para 2017-2018 se obtiene de las previsiones de Otoño de 2020 de la Comisión Europea. En 2019-2021 se corresponde con el Plan Presupuestario 2021.

En cuanto al tono de la política fiscal, este suele aproximarse por la variación, de un año a otro, en el saldo estructural de las AAPP, variable que no es directamente observable y solo puede estimarse con un elevado grado de incertidumbre. De acuerdo con la información del Plan Presupuestario, el saldo público estructural empeoraría en 1,4 pp en 2020 y en 0,8 pp en 2021, lo que es indicativo de un tono expansivo de la política presupuestaria. El mismo mensaje se deduce de las proyecciones del Banco de España, si bien con magnitudes ligeramente distintas debido a algunas diferencias metodológicas en el cálculo

del saldo estructural. Cabe señalar, en todo caso, que el tono expansivo de la política fiscal en 2021 se debería, principalmente, al impacto sobre el crecimiento del programa NGEU¹⁹. Por lo tanto, en caso de materializarse alguno de los riesgos mencionados sobre el impacto de dicho programa, el tono expansivo de la política fiscal el año próximo podría acabar siendo menor.

2.4. La evolución de la deuda pública

En cuanto a la ratio de deuda pública sobre PIB, de acuerdo con el Proyecto de PGE, esta alcanzaría un máximo histórico del 119 % en 2020 y se reduciría muy levemente en 2021, hasta el 117 %. Esta caída se debería exclusivamente al intenso crecimiento del PIB nominal previsto en 2021, que compensaría el impacto del déficit público y de los denominados ajustes flujo-fondo²⁰.

EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE DEUDA PÚBLICA EN EL PROYECTO DE PGE Y LOS ESCENARIOS DEL BANCO DE ESPAÑA



DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA DE LAS AAPP SEGÚN PGE 2021

	2019	2020	2021
Deuda en porcentaje del PIB	95,5	118,8	117,4
Variación de la deuda (en puntos porcentuales del PIB)	-1,9	23,3	-1,4
<i>Debida a:</i>			
Saldo	2,9	11,3	7,7
Tasa de variación nominal del PIB	-3,2	12,0	-11,6
Ajuste flujo-fondo	-1,7	-0,1	2,5

Fuentes: Banco de España y PGE 2021.

Las previsiones del Banco de España con respecto a esta variable son relativamente similares, si bien en 2021, dependiendo del escenario considerado, la ratio de deuda pública podría oscilar entre un 113,7 % del PIB (escenario suave) y un 122,8 % del PIB (escenario severo). Todo ello como consecuencia de la distinta evolución que se asume en cuanto al crecimiento del PIB nominal y el déficit de las AAPP.

3 Los retos de las finanzas públicas a medio plazo

Es evidente que la crisis generada por la pandemia está teniendo un gran impacto sobre las finanzas públicas. Es evidente también que este coste habría sido incluso mayor en el caso de que no se hubieran implementado las actuaciones desplegadas. El desarrollo de

¹⁹ Si bien este programa tendrá un efecto neutral sobre el saldo de las AAPP, al cerrar parcialmente la brecha de producción negativa prevista para ese año, aumentará el componente cíclico del saldo —calculado como el producto de la brecha de producción y su elasticidad al ciclo— y el déficit estructural.

²⁰ El denominado «ajuste flujo-fondo» o «ajuste déficit-deuda» recoge todas aquellas operaciones y flujos que no tienen reflejo en el déficit, pero sí en la deuda pública (y viceversa), de acuerdo con la normativa estadística europea, entre las que se puede destacar la necesidad de financiar la adquisición de activos financieros.

una política fiscal expansiva seguirá siendo necesario en 2021 y, en general, hasta que los efectos de la pandemia sobre la economía se hayan disipado. Esta es la motivación que se encuentra detrás de la decisión del Consejo Europeo de suspender de forma transitoria las reglas de disciplina fiscal en Europa.

En todo caso, es importante reconocer que este deterioro de las finanzas públicas supone un importante elemento de vulnerabilidad de la economía española. Un aumento de la vulnerabilidad que no ha sido muy visible hasta ahora, dado que, por un lado, la política monetaria expansiva del BCE está contribuyendo al mantenimiento de costes muy reducidos de financiación de la deuda pública, mientras que los nuevos instrumentos europeos están ayudando a la financiación de los costes de la crisis. Por otro lado, el entorno actual de tipos de interés, estructuralmente reducidos e inferiores a las tasas esperadas de crecimiento nominal del producto, permite que niveles elevados de deuda pública sean sostenibles.

Sin embargo, existe abundante evidencia que muestra que un elevado endeudamiento de las AAPP puede limitar el acceso a la financiación del sector privado y aumentar su coste, restringiendo la acumulación de capital privado y el crecimiento económico. Además, los altos niveles de deuda aumentan la probabilidad de sufrir episodios de inestabilidad financiera, como en la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana del área del euro. Finalmente, el mayor endeudamiento público reduce la capacidad de respuesta de la política fiscal ante eventuales episodios recesivos futuros.

Por todo ello, el necesario papel expansivo de la política fiscal durante la crisis no debe ocultar la necesidad, también imperiosa, de corregir los desequilibrios presupuestarios una vez superada la crisis. En ese momento será necesario emprender un proceso gradual de saneamiento de las cuentas públicas. Como he venido señalando desde el inicio de esta crisis, una definición y una comunicación anticipadas de dicho plan ayudarían a anclar la credibilidad de las políticas económicas de nuestro país.

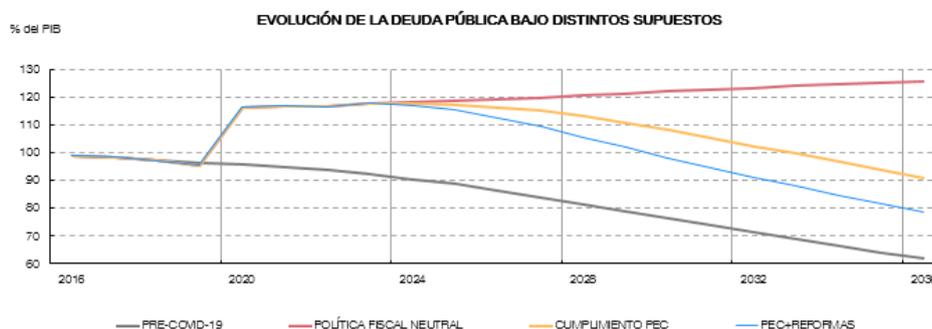
La determinación de las sendas de reducción del déficit estructural y de la deuda pública que conforman un plan de consolidación presupuestaria debe partir de la estimación de los niveles en los que se situarán como consecuencia de la actual crisis. En torno a esos niveles existen importantes dosis de incertidumbre, porque se desconocen la profundidad y la duración de la crisis.

Sin embargo, es posible realizar un cálculo aproximado de la magnitud del déficit estructural tras la crisis a partir de su nivel estimado en 2019 (del 3,1 % del PIB). A esa cuantía habría que añadir algunos gastos estructurales introducidos en los últimos meses, como los relacionados con el sistema sanitario, una parte de los cuales es previsible que tenga un componente estructural, y con el ingreso mínimo vital, más la carga de intereses adicionales que se deriva del mayor nivel de deuda. Además, habría que añadir, de acuerdo con las estimaciones disponibles, alrededor de 1 pp de PIB de incremento del gasto en pensiones en cada una de las tres próximas décadas como consecuencia de la decisión de volver a ligarlas a la evolución del índice de precios al consumo. El resultado es un déficit estructural no inferior al 5 % del PIB, cifra que, como se ha señalado, estaría rodeada de elevados niveles de incertidumbre, dada la enorme imprecisión con que, por el momento, podemos medir los efectos de la crisis sobre el producto potencial.

Teniendo en cuenta que las reglas fiscales europeas requieren un ritmo anual de reducción del déficit estructural de 0,5 pp, se tardaría algo más de una década en corregir el desequilibrio previsto tras la crisis²¹. De acuerdo con las simulaciones realizadas por el Banco de España, un proceso de consolidación fiscal que exigiera una mejora anual del saldo estructural de 0,5 pp del PIB hasta alcanzar el equilibrio presupuestario permitiría que la ratio de deuda pública se situara en 2035 ligeramente por debajo del nivel registrado a finales de 2019.

Este proceso de consolidación se vería especialmente favorecido si se combinara, además, con la implementación de reformas estructurales ambiciosas que aumentaran el potencial de crecimiento de la economía y, por tanto, el tamaño de las principales bases impositivas. A estas reformas estructurales necesarias me referí en detalle en mi comparecencia en la Comisión del Congreso de los Diputados para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19 el pasado mes de junio²², que deberían focalizarse en mejorar el ritmo de aumento de la productividad de la economía y reducir la tasa de paro y la dualidad del mercado de trabajo, entre otros aspectos. La importancia y la urgencia de estas reformas aumentan en un contexto en el que no cabe descartar efectos negativos de la crisis actual sobre el crecimiento potencial de la economía.

NECESIDAD DE DISEÑAR CON URGENCIA UN PROGRAMA DE CONSOLIDACIÓN FISCAL PARA SU APLICACIÓN GRADUAL TRAS LA CRISIS



Fuentes: INE y Banco de España.

Nota: supuestos macroeconómicos basados en el escenario central de las proyecciones de Banco de España de diciembre 2020.

En cuanto a su composición, dada la magnitud del reto al que se enfrentan las finanzas públicas, es razonable pensar que se requerirán acciones tanto sobre los ingresos como sobre los gastos públicos. Todo ello teniendo cuenta que la composición de las finanzas públicas resulta también crucial desde el punto de vista del crecimiento potencial de la economía.

²¹ Además, la regla de deuda prevé que la ratio entre esta variable y el PIB se reduzca anualmente en un veinteavo de su diferencia frente al valor de referencia del 60 %. Puesto que la ratio de deuda podría alcanzar un nivel cercano al 120 % del PIB, esa diferencia ascendería a unos 60 pp, de modo que, de acuerdo con esta regla europea, debería ser reducida en unos 3 pp por año.

²² Véase [“Comparecencia del gobernador en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19”](#).

En el caso del gasto, se hace necesaria una revisión de la eficiencia de todas las partidas de gasto, como la que ha iniciado la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), que ha desvelado la existencia de márgenes de actuación para la consecución de ganancias de eficiencia en diversos ámbitos. En el futuro sería deseable que estos análisis se tomen en consideración de manera sistemática a la hora de llevar a cabo el proceso de elaboración de las cuentas públicas.

Por lo que respecta a los ingresos, resulta necesario acometer una revisión profunda e integral de nuestro sistema impositivo para mejorar su eficiencia y para conseguir que la recaudación sea suficiente para la financiación del gasto.

En este sentido, puede resultar útil partir de una comparación entre el sistema fiscal español y el de los países de nuestro entorno. De esta comparación destaca que nuestro volumen de recaudación sobre el PIB es menor que el de otros países de la UEM. En cuanto a la composición, resalta la escasa recaudación por imposición indirecta, lo que incluye el IVA, los impuestos especiales y, como caso particular de estos últimos, los medioambientales. Dentro de la imposición directa, la recaudación por el impuesto de sociedades es también más reducida en nuestro país. Por el contrario, la brecha recaudatoria con el área del euro en el impuesto sobre la renta de las personas físicas y las cotizaciones sociales es aproximadamente nula. Finalmente, como ha señalado la AIReF recientemente, existiría un amplio margen de actuación para reducir los beneficios fiscales de nuestro sistema impositivo.

Por último, me gustaría también subrayar que la consolidación a medio plazo de las finanzas públicas no puede hacerse ignorando el fenómeno del envejecimiento poblacional, que va a dar lugar a un aumento muy significativo del gasto público en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración. En mi comparecencia en septiembre en la Comisión del Pacto de Toledo me referí en extenso a este reto. Permítanme recordar aquí algunas de esas reflexiones.

En el caso concreto del sistema de pensiones, se han registrado déficits recurrentes en los últimos años. Para afrontarlos, entre las recomendaciones recientes de la Comisión del Pacto de Toledo se enfatiza que actualmente la Seguridad Social soporta cargas que no le corresponden, por lo que se propone la traslación de estas cargas al Estado. Además, la AIReF propuso transferir parte de las cotizaciones sociales destinadas al Servicio Público de Empleo Estatal a la Seguridad Social. Estas medidas reducirían de manera significativa el déficit actual de la Seguridad Social, a costa, lógicamente, de aumentar el del Estado.

Por su parte, la decisión de volver a ligar las pensiones a la inflación, también recomendada por la Comisión del Pacto de Toledo, llevaría, como he señalado con anterioridad, a un incremento significativo del gasto en pensiones sobre el PIB en las próximas décadas²³. Afrontar estas presiones del envejecimiento poblacional requerirá, por tanto, aumentar los recursos del sistema o admitir reducciones alternativas de la tasa de beneficio o incrementos adicionales de la edad efectiva de jubilación. Las decisiones concretas de esta necesaria revisión del sistema deben adoptarse en el ámbito político, de forma que se

²³ Véase, por ejemplo, el recuadro 6 del *Boletín Económico* 4/2018 titulado "[Las medidas recientes relativas al sistema de pensiones: un análisis del impacto sobre las finanzas públicas](#)". Alternativamente, la AIReF ha publicado recientemente una estimación que cifra el impacto de esta medida en un incremento del gasto de 2,3 pp de PIB en 2050.

ponderen adecuadamente las diversas preferencias de nuestra sociedad sobre el nivel de las pensiones y los recursos necesarios para financiarlas.

Por otra parte, es preciso tener en cuenta la relevancia de la evolución del empleo y la productividad de la economía a la hora de delimitar los problemas de sostenibilidad del sistema de pensiones y, por ende, del balance de las AAPP. Además, hay que subrayar que los efectos del envejecimiento poblacional no se limitan al gasto público, sino que influyen sobre la configuración del mercado laboral, la inflación, la transmisión de las políticas de demanda o la recaudación tributaria, entre otros factores²⁴. Las características del sistema de pensiones tienen también importantes implicaciones sobre el fomento de la participación y la productividad de los trabajadores. Por todo ello, resulta deseable que la reforma del sistema de pensiones y la adopción de reformas estructurales que mejoren el desempeño de estas variables tengan lugar simultáneamente.

En todo caso, la reforma debería descansar en un incremento de la transparencia del sistema y tomar en consideración sus consecuencias redistributivas, tanto dentro de cada generación como entre generaciones.

4 Conclusiones

Permítanme que termine con unas breves consideraciones.

Seguimos en un entorno macroeconómico complicado e incierto provocado por la crisis sanitaria derivada de la pandemia. En este contexto, muy influido ahora por el horizonte que proporciona el descubrimiento de las vacunas y su previsible distribución progresiva a partir del inicio del año que viene, la política económica debe seguir concentrada en afrontar con decisión los retos derivados de la crisis económica.

En esta coyuntura, la política presupuestaria ha de seguir contrarrestando los notables efectos adversos que la pandemia ya ha provocado sobre la actividad económica agregada y sobre la renta y la liquidez de los hogares y las empresas. En caso de materialización de los riesgos a la baja que he subrayado que existen sobre el escenario macroeconómico previsto en los PGE, esto incluye la necesidad de permitir el libre juego de los estabilizadores automáticos.

Al mismo tiempo, las medidas discrecionales que se adopten en el contexto actual deben focalizarse especialmente en los agentes que se han visto más afectados por los efectos negativos de la pandemia, mantener un carácter temporal que evite deterioros adicionales del déficit estructural y dirigirse preferentemente a partidas que generen un impacto positivo sobre el crecimiento a largo plazo.

En este sentido, los proyectos que vayan a acometerse con el respaldo de los fondos europeos del programa NGEU, deben seleccionarse de forma que se maximice su impacto sobre la capacidad de crecimiento a largo plazo.

En paralelo, se hace necesario y urgente la implementación de un plan de reformas ambiciosas que afronte los problemas estructurales de la economía, como la baja productividad, el elevado desempleo, la dualidad del mercado de trabajo o los retos

²⁴ Véase *Informe Anual 2018*, Banco de España.

derivados de la lucha contra el cambio climático. Los fondos europeos deberían también destinarse a financiar los costes de estas reformas.

La necesidad de utilizar activamente la política presupuestaria para combatir las consecuencias económicas de la pandemia no debe hacernos olvidar que las finanzas públicas españolas emergerán de este período con un deterioro muy significativo. En este sentido, es perentorio diseñar, cuanto antes, un plan detallado de consolidación presupuestaria a medio plazo que se ejecute gradualmente tan pronto como se supere la pandemia y que, al reducir la vulnerabilidad financiera de la economía, ayude a colocar la actividad y el empleo en una senda de crecimiento sostenido.

Además de establecer objetivos anuales concretos para la reducción del déficit público estructural, el programa presupuestario deberá definir las medidas específicas que permitirán alcanzar tales objetivos a medio plazo. Un elemento crucial para la elaboración de este programa ha de ser un examen exhaustivo de la estructura de ingresos y gastos públicos, que sería conveniente redefinir en función de la contribución de cada una de sus rúbricas al crecimiento de la actividad y el empleo a largo plazo.

Como he venido también repitiendo desde el inicio de esta crisis, la credibilidad de esta estrategia de reformas estructurales y consolidación presupuestaria depende también crucialmente de que se base en amplios consensos, que garanticen su duración en el tiempo.