
30.11.2021

**Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Senado en
relación con el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para
2022**

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Señorías:

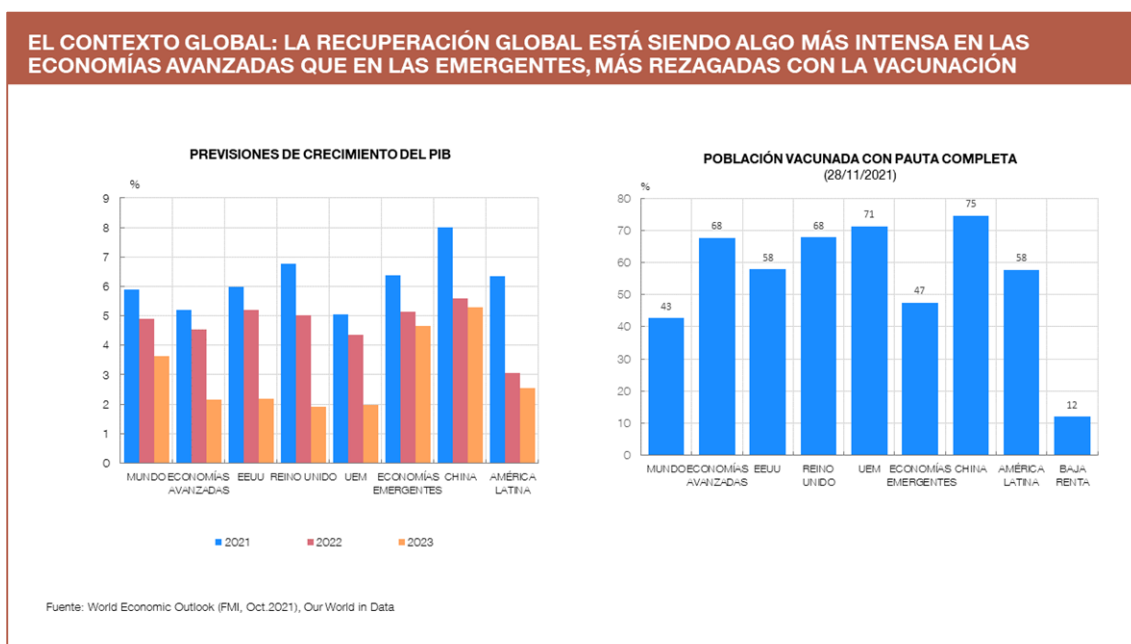
Comparezco una vez más en esta Cámara con motivo del proceso de discusión de los Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social (en adelante, PGE) para el año 2022.

En esta ocasión, mi comparecencia tiene lugar en circunstancias más favorables que las que vivíamos en mi anterior intervención ante esta Comisión, en diciembre de 2020. La situación epidemiológica ha cambiado de forma sustancial, gracias a la extensión del proceso de vacunación, aunque, como vemos en algunos países de nuestro entorno y con la aparición de nuevas variantes del virus, la normalidad dista de ser plena y la incertidumbre sigue siendo elevada.

Como es habitual, comenzaré con una descripción de la evolución y las perspectivas de la economía española. En segundo lugar, analizaré los rasgos principales del Proyecto de PGE. Por último, abordaré los retos de medio plazo de la política fiscal en nuestro país.

1 La evolución reciente y las perspectivas de la economía española

1.1 El contexto global



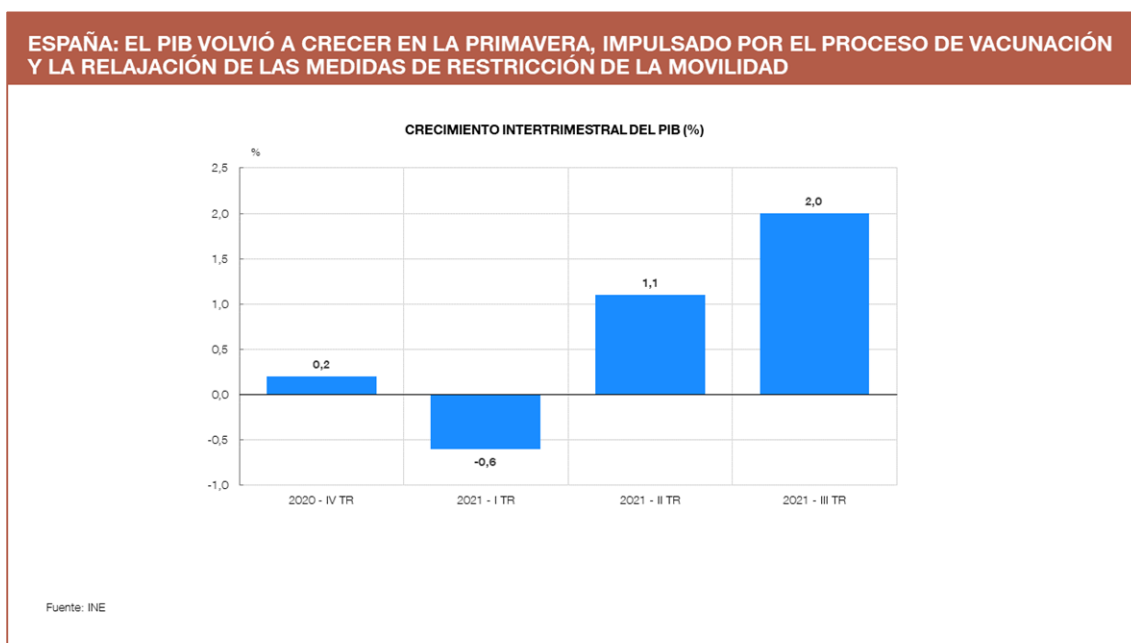
La actividad económica sigue recuperándose en todo el mundo, gracias al avance de la vacunación y al apoyo extraordinario de las políticas económicas. Según las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el avance del PIB mundial será del 5,9% en 2021 y del 4,9% en 2022, tras la caída del 3,1% en 2020. En 2023 ese crecimiento se moderaría hasta el 3,6%.

Sin embargo, el ritmo de recuperación es desigual, ya que, según estas mismas previsiones, las economías avanzadas recuperarían los niveles de PIB previos a la pandemia el próximo año, mientras que la reactivación en las economías emergentes está siendo más débil, lo que en buena medida es consecuencia de un proceso de vacunación más lento.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB sería del 5% en 2021, lo que permitiría alcanzar el nivel previo a la pandemia en este último trimestre del año, y del 4,3% en 2022, de acuerdo con estas mismas previsiones¹. Entre las principales economías del área, se esperan avances significativos del PIB en Francia e Italia –del 6,3% y 5,8% en 2021 y del 3,9% y 4,2% en 2022-. Estos países experimentaron, al igual que España, contracciones más intensas durante 2020. En Alemania, en cambio, el crecimiento será más reducido en 2021, del 3,1%, habiéndose revisado a la baja por el impacto comparativamente mayor que está teniendo en algunas ramas industriales la escasez global de suministros.

En todo caso, este escenario económico global está sujeto a una elevada incertidumbre, debido a una combinación de factores. Por un lado, la pandemia sigue siendo una amenaza global y los desarrollos epidemiológicos continuarán condicionando la actividad económica, sobre todo en aquellas regiones con un menor porcentaje de población inmunizada. Por otro lado, la intensa recuperación de la demanda tras el cese de las principales medidas de contención ha provocado disrupciones generalizadas en las cadenas de suministro. A esto se ha unido una fuerte subida del precio de las materias primas, que está generando repuntes significativos en las tasas de inflación de los principales países. Abordaré todos estos aspectos cuando repase la evolución de la economía española.

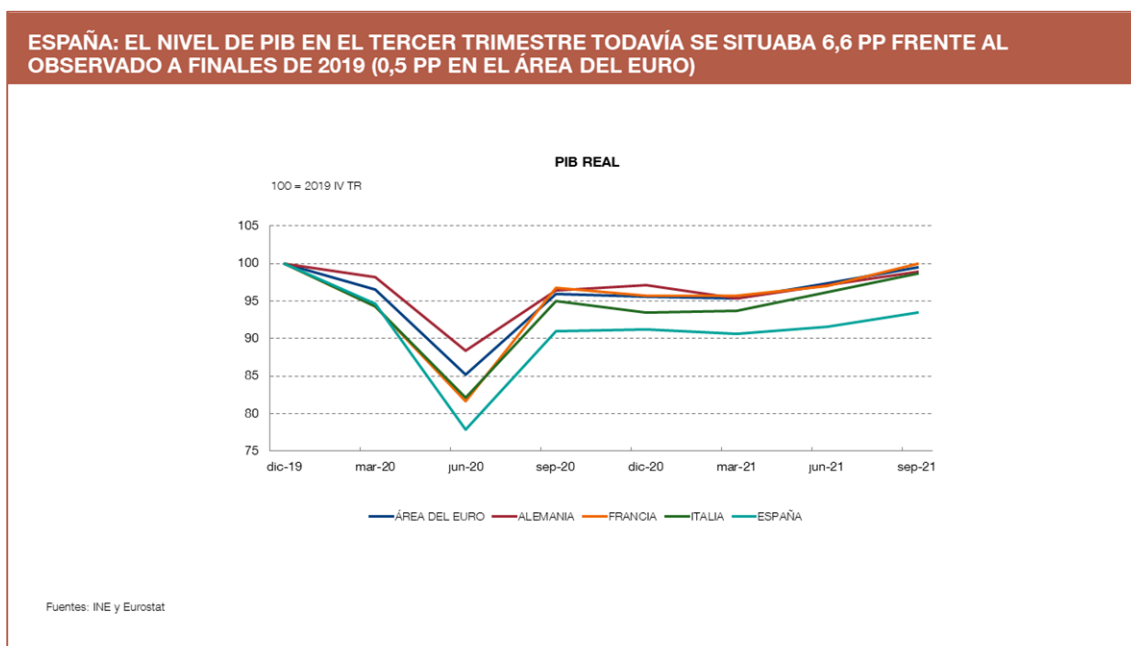
1.2 Los desarrollos recientes de la economía española



¹ Las previsiones del BCE de septiembre apuntan a un crecimiento de un 5 % en 2021, un 4,6% en 2022 y un 2,1% en 2023.

El impacto económico inicial de la crisis sanitaria en la economía española fue de los más intensos de entre los países de nuestro entorno. La progresiva recuperación se ha visto marcada por las sucesivas olas posteriores de la pandemia y por el mantenimiento de diversas medidas de limitación de la movilidad.

Tras el final del segundo Estado de Alarma en mayo de este año, se produjo, en paralelo al avance del proceso de vacunación, el retorno a la senda de crecimiento. El PIB avanzó un 1,1% y un 2% en tasa intertrimestral en el segundo y tercer trimestres, respectivamente, apoyado en la fortaleza del consumo privado. En particular, se produjo un repunte del gasto en los servicios que implican un mayor grado de contacto social.

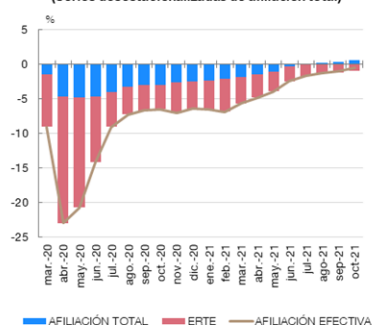


En todo caso, la recuperación de la actividad es todavía claramente incompleta, ya que el nivel del PIB en el tercer trimestre todavía presentaba una brecha de 6,6 pp frente al observado al final de 2019. Además, el ritmo de recuperación es también más lento que en otros países de nuestro entorno, ya que esta brecha era solo de 0,5 pp en el área del euro o de 1,4 pp, por ejemplo, en Italia.

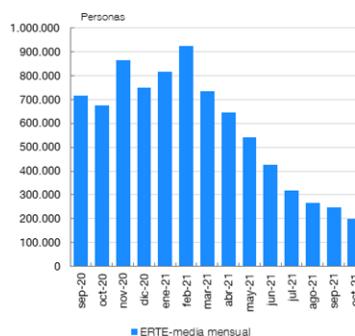
Este retraso en la senda de reactivación se debe, en gran medida, a la mayor dependencia de España con respecto de su sector turístico, cuya actividad se ha visto obstaculizada por las restricciones a la movilidad internacional. La caída de las llegadas de turistas extranjeros provocó un desplome de las exportaciones de servicios, que en el tercer trimestre de este año se situaban todavía un 29% por debajo de los niveles pre-pandemia, lo que contrasta con el comportamiento de las exportaciones de bienes, que ya están un 1% por encima de dicho nivel. Pero también refleja la mayor debilidad de algunos componentes de la demanda interna, como el consumo de los hogares.

**EL EMPLEO SE ESTÁ RECUPERANDO MÁS RÁPIDAMENTE QUE EL PIB.
EN OCTUBRE LA AFILIACIÓN EFECTIVA PRÁCTICAMENTE ALCANZÓ EL NIVEL PREVIO A LA CRISIS**

**VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN TOTAL, ERTE Y
AFILIACIÓN EFECTIVA RESPECTO A FEBRERO DE 2020**
(Series desestacionalizadas de afiliación total)



TRABAJADORES EN ERTE



Fuentes: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. Última observación: octubre

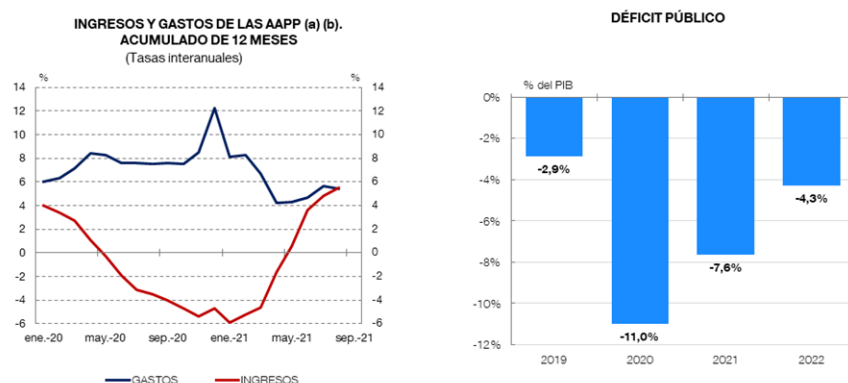
El mercado de trabajo sufrió un impacto muy severo en la etapa inicial de la pandemia. En abril de 2020, casi una de cada cuatro personas que se encontraban afiliadas a la Seguridad Social antes de la irrupción del COVID-19 o bien había perdido su empleo o bien se encontraba en situación de ERTE.

La recuperación del empleo está siendo, sin embargo, más dinámica que la del PIB, lo que parece reflejar el impacto de un conjunto de factores de naturaleza muy diversa, que incluirían el elevado peso en la composición de la recuperación de la actividad del repunte de las ramas de los servicios de elevada interacción social (cuyo nivel de productividad es comparativamente menor que en otros sectores) y el efecto de algunas medidas de prevención frente a la pandemia (que ha llevado a que aumenten las necesidades de empleo por cada unidad de producto). Además, también podrían haber desempeñado un cierto papel el fuerte dinamismo del empleo público en respuesta a las necesidades de la pandemia y, tal vez, una reincorporación temprana de los trabajadores afectados por los ERTes, favorecida por unas expectativas de recuperación de la actividad que, en algunos casos, no se habrían visto completamente materializadas.

En octubre de este año, el número de afiliados efectivos a la Seguridad Social, variable que se construye restando de la cifra de personas afiliadas a los trabajadores en ERTE, ya se encontraba prácticamente en el mismo nivel de febrero de 2020 (un -0,1% en términos de la serie desestacionalizada). La información referida a la primera quincena del mes de noviembre apunta a una continuación de esta tendencia positiva.

La tasa de paro, por su parte, se situó en el tercer trimestre de este año en el 14,6%, 1,7 pp por debajo de su nivel del pasado año, pero todavía 0,8 pp por encima del valor pre-crisis.

EL DÉFICIT PÚBLICO AUMENTÓ HASTA EL 11% DEL PIB EN 2020, FRUTO, SOBRE TODO, DEL AUMENTO DEL GASTO. EN AGOSTO DE 2021, TODAVÍA PERMANECÍA EN EL 8,3% (ACUM. DE 12 MESES)

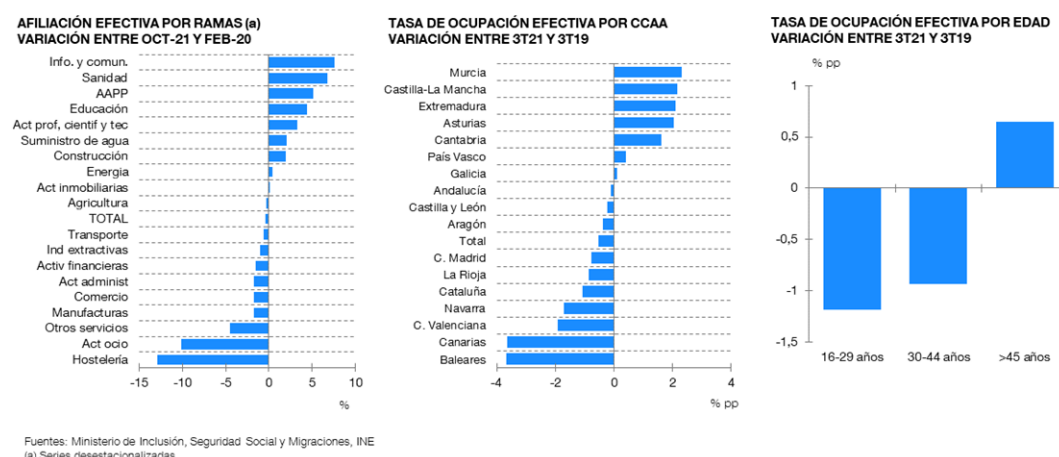


Fuentes: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) e INE
(a) La IGAE solo proporciona información del conjunto de las AAPP con frecuencia trimestral. Los datos mensuales se estiman a partir de la información sobre el agregado excluidas CCLL.
(b) Datos ajustados distribuyendo en el conjunto del año los gastos e ingresos atípicos que se producen en cada mes.

Las cuentas públicas también padecieron un deterioro muy significativo como consecuencia de la pandemia. En particular, el déficit de las AAPP se elevó en 2020 hasta el 11% del PIB, 8,1 pp más que en 2019, sobre todo debido al aumento de los gastos. Aproximadamente dos terceras partes del incremento de casi 63 mm de euros del gasto público en 2020 (unos 3,7pp de PIB) se correspondieron con los mayores desembolsos por prestaciones sociales a trabajadores y a autónomos, subvenciones de cotizaciones sociales a las empresas y gastos sociosanitarios por parte de las AAPP. Por su parte, la caída de los ingresos se debió principalmente a los impuestos indirectos, cuya recaudación se contrajo un 11,8%, en línea con el comportamiento de sus bases tributarias. En cambio, destacó la resistencia que mostró la recaudación a través de impuestos directos, que únicamente se redujo un 3%, y de cotizaciones sociales, que incluso se incrementó un 0,8%, gracias al efecto positivo que tuvieron algunas de las medidas desplegadas por el Gobierno para hacer frente a la pandemia sobre las bases que determinan estos ingresos. En conjunto, el peso de los ingresos públicos sobre el PIB se elevó el pasado año.

En 2021, se está observando una cierta corrección del déficit público, que obedece tanto a la naturaleza temporal de una parte de las medidas discrecionales adoptadas para hacer frente a las consecuencias de la pandemia como a la mejora cíclica. No obstante, en septiembre de este año, el déficit se situaba todavía en el 8,2% del PIB en términos acumulados de doce meses. Esta evolución fue consecuencia de la notable recuperación que experimentaron los ingresos públicos y de una moderada reducción en los gastos, que aún permanecen muy por encima de sus niveles previos al estallido de la pandemia.

EL EFECTO DE LA PANDEMIA SIGUE SIENDO MUY DESIGUAL POR SECTORES, REGIONES Y SEGMENTOS DE LA POBLACIÓN



Una característica muy destacable de esta crisis es la naturaleza asimétrica de su impacto por sectores, regiones y grupos de población.

Si bien la relajación de las medidas de contención de la pandemia ha ido permitiendo una paulatina reactivación de los sectores más afectados, el impacto de la crisis sanitaria sigue siendo muy desigual entre ellos. Como se ha apuntado, la afiliación efectiva en el conjunto de la economía se encontraba en octubre solo un 0,1% por debajo del nivel pre-crisis. Sin embargo, esa brecha era del 12,9% y el 10,1% en las ramas de hostelería y ocio, respectivamente, mientras que en los servicios de información y comunicación y sanidad la afiliación efectiva se encontraba muy por encima del nivel pre-crisis (7,6% y 6,8%).

La diferente especialización sectorial también se ha reflejado en el impacto económico de la pandemia a nivel regional. La tasa de ocupación en términos efectivos para el conjunto de España era, en el tercer trimestre de este año, 0,5 pp inferior a la del tercer trimestre de 2019, pero en Canarias y Baleares, se situaba 3,6 y 3,7 pp por debajo, respectivamente. Por el contrario, en Murcia y Castilla-La Mancha se registraron aumentos, que fueron de 2,3 y 2,2 pp, respectivamente.

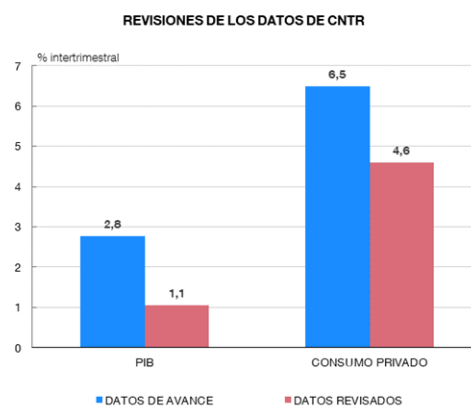
Por grupos de población, la crisis sigue afectando todavía desproporcionadamente a determinados colectivos de trabajadores, en particular los más jóvenes, con contratos temporales y rentas bajas, dado su elevado peso en los sectores más afectados por la pandemia. Además, estos efectos solo se han corregido de forma limitada tras el inicio de la recuperación. En concreto, la tasa de ocupación en términos efectivos de las personas con edades comprendidas entre los 16 y los 29 años de edad era, en el tercer trimestre, 1,2 pp menor que al inicio de la crisis. Esa cifra se sitúa en -0,9 pp en el grupo de edades entre los 30 y los 44 años, y pasa a presentar signo positivo en los individuos de mayor edad (0,6). El mayor impacto sobre los trabajadores con un mayor grado de vulnerabilidad y que disponen de recursos más limitados para sostener su gasto podría haber provocado, por tanto, un aumento de la desigualdad.

1.3 Las perspectivas macroeconómicas

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS: TRAS LA PUBLICACIÓN DE LAS PROYECCIONES DEL BE EN SEPTIEMBRE, LA INFORMACIÓN MÁS RECIENTE HA SIDO, EN CONJUNTO, MENOS FAVORABLE

1. La revisión de la CNTR del INE supone un nivel de PIB menor en el segundo trimestre de 2021. Y el crecimiento en el tercer trimestre (2%) fue inferior al previsto por el Banco de España en septiembre (2,5%)
2. Deterioro reciente de algunos aspectos del entorno exterior: “cuellos de botella” y alzas en materias primas, energía y otros bienes intermedios.
3. No obstante, la información más reciente sobre la evolución económica en el cuarto trimestre ha seguido siendo relativamente favorable.

Fuente: INE



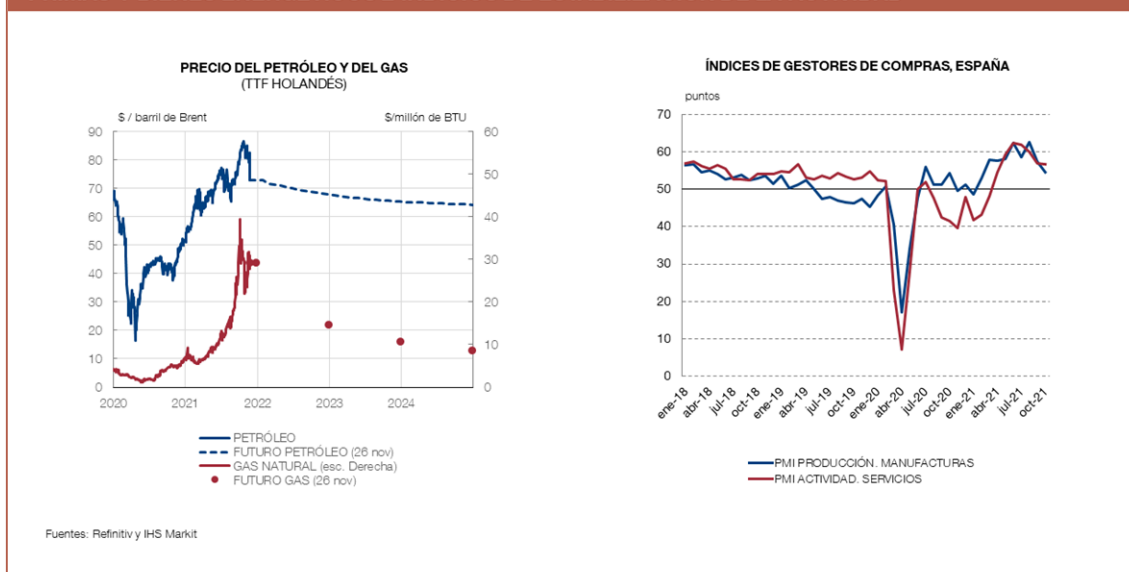
El Banco de España publicó sus últimas proyecciones macroeconómicas el pasado septiembre. Anticipaban un mantenimiento de la recuperación, bajo el supuesto de la continuación del proceso de mejora de la situación epidemiológica tanto en España como en el resto del mundo, la prolongación del tono expansivo de las políticas de demanda, tanto monetarias como fiscales, y un uso intensivo de los fondos del programa *Next Generation EU* (NGEU).

Sin embargo, con posterioridad a la elaboración de estas proyecciones, se han producido algunos desarrollos relevantes.

En primer lugar, la cifra de crecimiento del PIB del segundo trimestre de este año ha sido revisada fuertemente a la baja, desde un 2,8% inicial hasta un 1,1% (junto con revisiones de menor entidad en los trimestres precedentes). Esto comporta, de forma mecánica (esto es, si se mantuvieran inalteradas las tasas de crecimiento proyectadas para los siguientes trimestres), una reducción sustancial de la tasa media de crecimiento del PIB para 2021 y, en menor medida, también de la de 2022.

Adicionalmente, el aumento del producto de la economía en el tercer trimestre habría sido del 2%, según la estimación preliminar, en lugar del 2,5% que el Banco de España preveía en septiembre.

ENTORNO EXTERIOR MENOS FAVORABLE: CUELLOS DE BOTELLA, ALZAS DE PRECIOS EN MATERIAS PRIMAS Y BIENES ENERGÉTICOS E INDICIOS DE ESTABILIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD

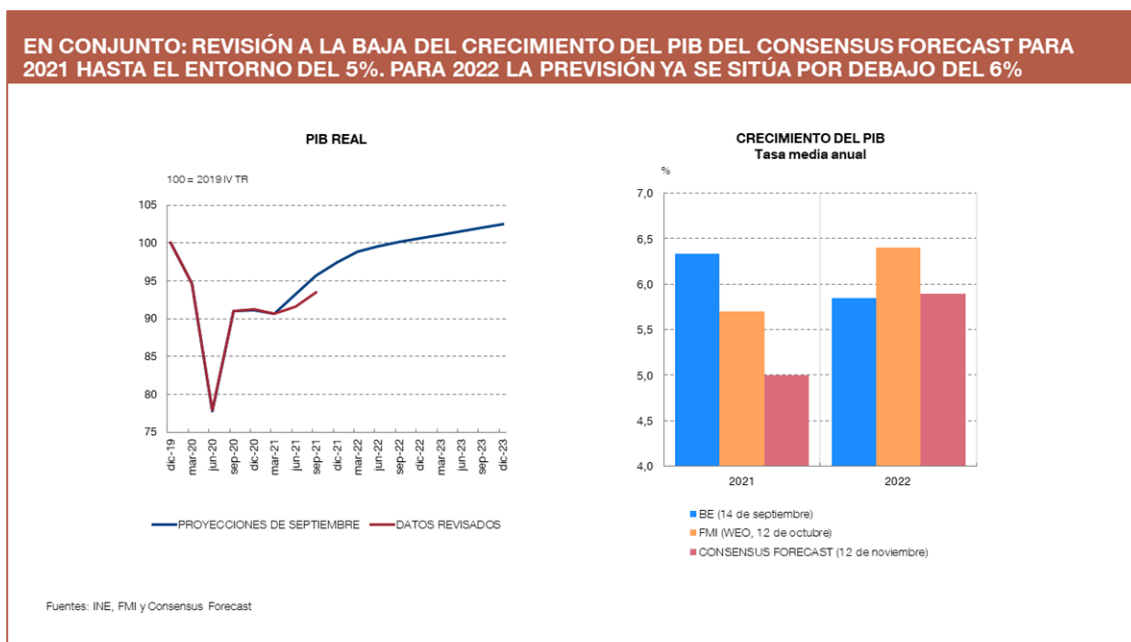


En segundo lugar, se ha acrecentado la evidencia, a nivel global, de alteraciones en las cadenas productivas globales asociadas a la reapertura de las economías tras la fase más aguda de la pandemia. Así, en el caso español, los datos preliminares de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) de noviembre muestran un aumento de la proporción de empresas que declaran que su capacidad de producción se está viendo limitada por la falta de material y/o equipo, como consecuencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros. A esto se une el encarecimiento de los costes energéticos y de otras materias primas y bienes intermedios. En conjunto, estas novedades tienden a apuntar a un empeoramiento del contexto económico global.

Detrás de estas disrupciones se encuentran diferentes factores, en ocasiones interrelacionados entre sí. De entre ellos habría que destacar, en primer lugar, que, a raíz de la pandemia, ha aumentado la demanda de bienes de consumo duradero en sustitución del gasto en servicios restringidos y también como reflejo de la aceleración del proceso de digitalización. La oferta de este tipo de bienes duraderos es relativamente inelástica en el corto plazo, ya que la expansión de su capacidad productiva requiere de cierto tiempo. La escasez de suministros, como los microchips, se ha traducido en cuellos de botella en la industria que han afectado de manera más intensa a las economías avanzadas. En este contexto, resulta ilustrativo que el PMI compuesto de producción del área del euro haya venido disminuyendo desde la primavera (a pesar del repunte de los datos preliminares de noviembre). El mayor retroceso se ha concentrado en las manufacturas (aunque también el sector servicios ha perdido dinamismo).

Un sector especialmente afectado por estas disrupciones es la industria del automóvil, ya que trabaja con reducidos niveles de inventarios (modelo *just in time*) y durante los meses más duros de la pandemia sufrió una fuerte caída de la demanda. Durante los últimos meses, algunos fabricantes de vehículos se han visto obligados a paralizar procesos productivos, acumular existencias de vehículos sin terminar y recortar sus previsiones de producción para 2021 y 2022.

Además, los desajustes entre oferta y demanda han generado un incremento de los precios, particularmente acusado en el caso de diversos metales industriales y del transporte, y en el de las fuentes energéticas, sean estas primarias, como el petróleo, el gas o el carbón, o secundarias, como la electricidad, producida en parte mediante algunas de las fuentes primarias mencionadas. Este aumento se ha trasladado a los precios finales pagados por los hogares y las empresas, lo que comprime sus rentas reales y, por tanto, afecta negativamente al ritmo de la recuperación.



Finalmente, por lo que respecta a los indicadores disponibles más recientes, la actividad económica seguiría manteniendo un cierto dinamismo en el cuarto trimestre, a pesar de esa compresión de rentas de los agentes privados y de las alteraciones en la producción. En particular, el mercado de trabajo continúa mostrando un comportamiento favorable, de acuerdo con los datos de afiliación efectiva, si bien, como se ha señalado, en esta recuperación la evolución del empleo está siendo notablemente mejor que la de la actividad². Sin embargo, es probable que el impacto del repunte de la inflación sobre la renta disponible de los hogares, la intensificación de los cuellos de botella y la extensión reciente de los contagios del coronavirus en muchos países europeos redunden en una ligera revisión a la baja de las tasas de crecimiento trimestral del PIB en el último trimestre de 2021 y al inicio de 2022.

El Banco de España, en coordinación con el resto del Eurosistema, publicará unas nuevas proyecciones macroeconómicas en el mes de diciembre. En todo caso, los desarrollos que he descrito permiten anticipar una revisión significativa a la baja del crecimiento del año corriente en España. De hecho, algunos analistas han incorporado ya en sus proyecciones estos desarrollos más recientes. Así, si se considera el panel de previsiones de Consensus Forecasts, que tiene una frecuencia mensual, puede observarse cómo en la última edición, publicada a mediados de noviembre, el crecimiento del PIB en España se situaría en 2021

² Al igual que el crecimiento del PIB, también el del empleo, medido en horas, fue rebajado en la estimación revisada del segundo trimestre. Pero la magnitud de la revisión del empleo fue, en tasa intertrimestral, mucho menor que la del PIB, de 4 décimas, hasta el 4%. Ello ilustra las dificultades, en la actual fase de recuperación, para evaluar apropiadamente la relación entre la actividad y el empleo.

en el 5%, 0,6 pp menos de lo previsto en octubre. Así, el conjunto de analistas ha recortado sus previsiones, en promedio, en 1,1 pp en los dos últimos meses. Para 2022, los analistas del panel esperan un crecimiento del PIB del 5,9%, dos décimas menos que el esperado el mes anterior. Los analistas que han realizado cambios en sus previsiones en el último mes muestran unas estimaciones ligeramente más pesimistas, con crecimientos medios del PIB del 4,7% en 2021, y el 5,6% en 2022.

De acuerdo con estas previsiones, los niveles de actividad económica previos a la pandemia no se alcanzarían hasta comienzos de 2023, aproximadamente.

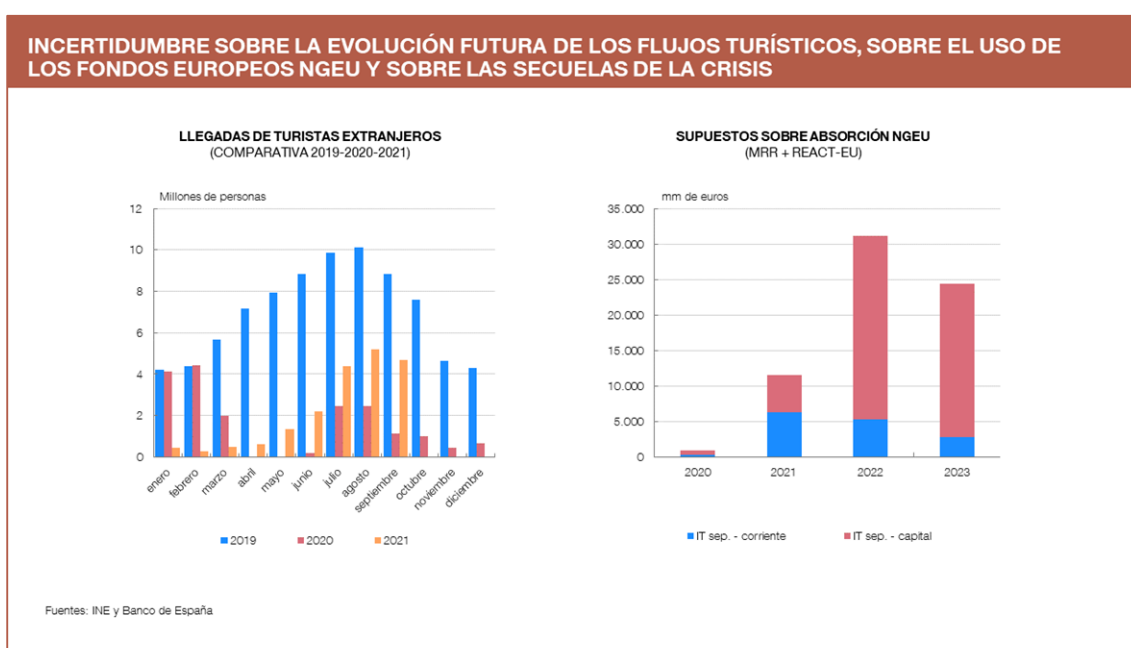
1.4 Las principales fuentes de incertidumbre



La expectativa de recuperación es real, pero su velocidad y profundidad están sometidas a un elevado grado de incertidumbre. En el caso de la economía española, las perspectivas en los próximos meses dependen, sobre todo, de varios focos de incertidumbre relacionados con la evolución de la pandemia, la fortaleza del consumo de los hogares, la recuperación del turismo, el despliegue de los fondos europeos, las cicatrices de la crisis sobre el tejido empresarial, así como la persistencia de los cuellos de botella y del actual episodio de inflación. Permítanme que repase brevemente estas fuentes de riesgo.

En primer lugar, en nuestras proyecciones se asume que el proceso de inmunización de la población permitirá que la **incidencia de la pandemia** sobre la actividad económica siga reduciéndose en los próximos meses. No obstante, como está mostrando la evolución más reciente de la enfermedad en algunos países del centro y del este de Europa, no se puede excluir una evolución epidemiológica más desfavorable, con repuntes de los contagios. Además, aunque su probabilidad es, en principio, muy reducida, tampoco son descartables escenarios con episodios de contagios de mayor gravedad, vinculados a una eventual propagación de variedades del virus más infecciosas y, en el peor de los casos, resistentes a las vacunas que requirieran la reintroducción de medidas de contención. En todo caso, hay que subrayar que el grado de adaptación de las economías a las sucesivas olas de la pandemia ha aumentado de manera significativa.

En segundo lugar, la evolución económica de los próximos trimestres se verá influida por el ritmo de recuperación del consumo privado, que vendrá condicionado por las decisiones de los hogares de liberar la **bolsa de ahorro acumulada** en 2020 que supera el 6% del PIB. En principio, existen varias razones que llevan a considerar que los hogares harán un uso parcial de este ahorro a medio plazo. Por un lado, los hogares que han incrementado más su ahorro con respecto al período previo a la pandemia han sido los de rentas más altas, cuya propensión al consumo es normalmente más reducida. Por otro lado, una parte importante del gasto que no ha podido materializarse desde el inicio de la pandemia debido a las restricciones no es fácilmente aplazable, pues se concentró en servicios como la restauración o el ocio. Nuestras proyecciones incorporan el supuesto de que los hogares solo recurrirán parcialmente a este ahorro acumulado, pero admitiendo un elevado nivel de incertidumbre en torno a este supuesto.



En tercer lugar, el otro componente de la demanda acerca de cuya evolución continúa existiendo un grado elevado de incertidumbre son las **exportaciones de turismo**. En las proyecciones de septiembre se asumió que la recuperación del volumen de turismo no residente previo a la pandemia no se completaría plenamente hasta 2023. En concreto, por lo que respecta al tercer trimestre de cada año, que se corresponde con la temporada alta, se supuso entonces que el nivel de las exportaciones de turismo sería en 2021 y 2022 de, aproximadamente, un 45% y un 90%, respectivamente, del nivel observado en 2019, último año previo a la pandemia, y que habría que esperar hasta el verano de 2023 para tener una recuperación casi plena. No obstante, no resulta sencillo anticipar los patrones de comportamiento del turismo internacional tras la pandemia.

En cuarto lugar, la ejecución de los proyectos asociados al programa Next Generation EU (**NGEU**) debería impulsar la actividad en los próximos años. En concreto, debería dar como resultado tasas elevadas de crecimiento de la inversión pública y empresarial. El Banco de España incorporó por vez primera de forma explícita a sus proyecciones el impacto del NGEU en diciembre de 2020, una vez que el Proyecto de PGE de 2021 hubo proporcionado los primeros detalles acerca de volumen de fondos consignados para este año. Ya entonces señalamos que existía un elevado grado de incertidumbre en torno al calendario de

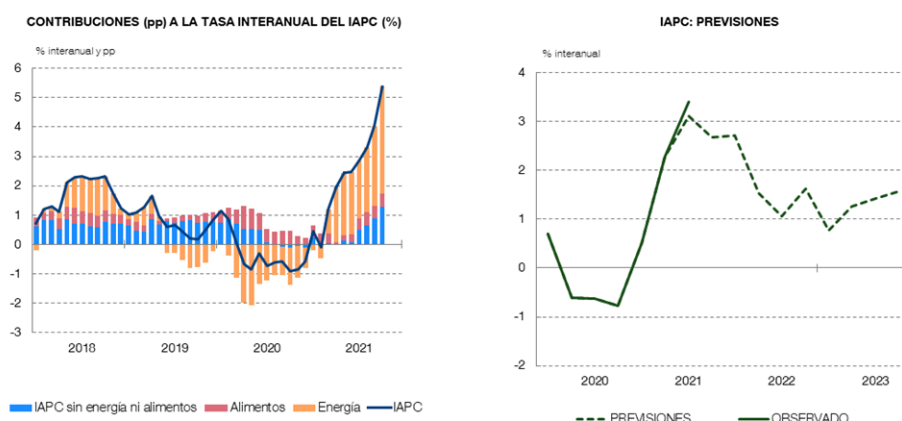
ejecución. En la práctica, el ritmo de utilización ha sido inferior al incorporado en los distintos ejercicios de proyecciones realizados desde entonces, lo que en las proyecciones de septiembre condujo a que se trasladara una parte del flujo de inversión asociado a los recursos europeos desde 2021 hasta 2022 y 2023. En concreto, esas proyecciones contemplaban la realización de proyectos por un importe de más de 40 mm de euros entre 2021 y 2022, con un notable impacto sobre la tasa de crecimiento del PIB de esos dos años (0,6 y 1,8 pp, respectivamente). En todo caso, la incertidumbre continúa siendo muy elevada tanto en relación con el momento de ejecución de los proyectos como respecto a su efecto multiplicador sobre la actividad y el empleo, lo que condicionará de manera decisiva la evolución económica en los próximos años.

En quinto lugar, también se desconoce la magnitud de los daños persistentes que la pandemia pueda haber provocado sobre el **empleo y el tejido productivo** (en términos de destrucción de empresas y de aumento del desempleo estructural). Nuestras proyecciones de septiembre se elaboraron bajo el supuesto de que las políticas desplegadas desde el inicio de la crisis permitirán que, a escala agregada, los daños causados por la crisis al tejido productivo y laboral en términos de destrucción de empresas y aumento del desempleo de larga duración tengan un efecto relativamente limitado sobre la economía. No obstante, se han detectado algunas señales de deterioro en la solvencia de las empresas, concentrados fundamentalmente en los sectores más afectados por la pandemia. Así, por ejemplo, se ha observado un cierto deterioro de la calidad crediticia en algunas carteras de préstamos de los bancos, un aumento de las disoluciones de sociedades mercantiles y un repunte en el número de empresas que se encuentran en concurso de acreedores, a pesar de la moratoria de estos procedimientos que estará en vigor hasta mediados de 2022. En todo caso, los datos más recientes evidencian una cierta moderación en estas tendencias. Así, por ejemplo, el número de disoluciones de sociedades mercantiles, que se situaba en mayo, en términos desestacionalizados, alrededor de un 12 % por encima de los niveles medios de 2019, se ha ido reduciendo gradualmente desde entonces, si bien en septiembre todavía superaba en un 5% los valores registrados antes de la pandemia.

En sexto lugar, los **cuellos de botella en el suministro** de determinados bienes intermedios energéticos y no energéticos podrían persistir o amplificarse, poniendo en riesgo la intensidad de la recuperación, afectando especialmente a las ramas industriales. De hecho, según algunas estimaciones, la existencia de los cuellos de botella habría reducido el nivel de las exportaciones en el primer semestre de 2021 en un 7% para el conjunto del área del euro³.

³ Frohm, E., Gunnella, V., Mancini, M. y Schuler, T. (2021), "The impact of supply bottlenecks on trade", *Economic Bulletin*, Issue 6, BCE.

INCERTIDUMBRE SOBRE LA INTENSIDAD Y PERSISTENCIA DE LOS CUELLOS DE BOTELLA EN EL SUMINISTRO DE DETERMINADOS BIENES Y DEL REPUNTE DE PRECIOS



Fuentes: INE y Banco de España

En séptimo y último lugar, el reciente **repunte de la inflación** es un factor relevante que condiciona las perspectivas de la economía española. Al igual que a escala global, el significativo repunte experimentado por la inflación en España debería tener, en principio, una naturaleza fundamentalmente pasajera⁴.

En efecto, desde febrero, cuando se cumplió un año desde el último mes anterior al inicio de la pandemia, hasta noviembre, la inflación ha repuntado desde el -0,1% al 5,6% en España.

Si se analiza la evolución entre febrero y octubre (último mes para el que existen datos desagregados), e incremento se explica, sobre todo, por la contribución de los precios de la energía, que aportaron 3,7 pp a la tasa del 5,4% observada en octubre. Esta contribución de los precios energéticos ha sido mayor que en los países del área del euro, al tener estos bienes un peso mayor en nuestra cesta de consumo y al reaccionar en mayor medida que en el promedio del área del euro los precios minoristas de la electricidad a las variaciones de los precios mayoristas. En conjunto, la contribución del aumento del precio de la electricidad fue de aproximadamente la mitad del aumento del componente.

Pero se ha producido también una aceleración de la inflación subyacente, del 0% al 1,4%, debido, fundamentalmente, al componente de servicios, que ha pasado del -0,1% al 1,6%, mientras que el de bienes industriales no energéticos ha aumentado del 0,3% al 0,9%.

Los fenómenos que subyacen al repunte de la inflación tienen una esencia transitoria y un origen externo a la economía española. Es cierto, no obstante, que el fenómeno está demostrando una mayor persistencia que hace unos meses y que, en el futuro inmediato, seguiremos observando tasas relativamente altas de inflación. Al mismo tiempo, el grado de persistencia de los incrementos actuales de los precios de consumo depende de cuánto

⁴ Véase P. Hernández de Cos (2021), [La inflación: evolución reciente, perspectivas e implicaciones de política monetaria](#)

se prolonguen las perturbaciones externas y también de la reacción de los agentes nacionales.

Este supuesto de transitoriedad se basa en diversos argumentos.

El primero de ellos tiene que ver con los efectos base derivados del retroceso en 2020 de los precios de algunos servicios cuyo consumo se había visto especialmente dañado por la pandemia, como los relacionados con el turismo y el ocio. Estos efectos base positivos han sido especialmente pronunciados en el caso de los bienes energéticos no eléctricos, componente que había registrado un intenso retroceso en 2020 debido a la caída de precios del petróleo. Así, el efecto base en este componente habría aportado entre febrero y octubre de 2021, en términos acumulados, un total de 1,3 pp de la aceleración observada en la inflación general. En el caso de los servicios, los efectos base no empezaron a manifestarse hasta el verano de 2021, pero, en todo caso, han tenido una repercusión al alza de 0,6 pp. Así pues, en conjunto, en torno al 30% de la aceleración observada en el agregado de la inflación se habría debido a los efectos base descritos. Por su propia naturaleza, este efecto debería, en principio, ser puramente transitorio.

En segundo lugar, los precios de la energía, sobre todo del gas, han experimentado subidas muy significativas. En efecto, si tomamos, por ejemplo, la evolución en el mercado mayorista de la electricidad en España, los precios se han multiplicado por un factor de 4,4 desde finales del año pasado hasta mediados de noviembre. Casi el 80% de ese encarecimiento se explica por el aumento del precio del gas, mientras que el de los derechos de emisión contribuyó con casi un 10% adicional. Ahora bien, en principio, se espera que este encarecimiento tenga una naturaleza transitoria, como anticipan los precios cotizados en los mercados de futuros de esas materias primas, que apuntan a una reducción a lo largo de 2022. Pero no se puede excluir que el aumento de precios persista en los próximos meses, dado el incremento del consumo energético durante el invierno, en un contexto en que el volumen de existencias de petróleo y gas es relativamente reducido.

Una tercera razón que explica este repunte de la inflación es la proliferación de cuellos de botella que obstruyen o impiden el funcionamiento de las cadenas de valor y el encarecimiento del transporte marítimo, que se han traducido en una acusada aceleración de los precios de producción industrial, en particular, de los precios de fabricación de bienes intermedios. Ello a pesar de que, por el momento, las empresas estarían trasladando solo de manera parcial a los precios de venta de sus productos el incremento de los precios de sus insumos. Es decir, se estaría produciendo una disminución de los márgenes. En todo caso, este fenómeno debería ser igualmente transitorio, en tanto la oferta sea capaz de adaptarse al repunte de la demanda tras la reapertura de la economía.

Sobre este escenario de precios existen, no obstante, algunas incertidumbres.

La primera surge de una posible filtración de los aumentos de los costes de los productos intermedios energéticos y no energéticos a los precios de consumo. De momento, como señalaba, ese encarecimiento se ha extendido de un modo limitado. No obstante, una prolongación del encarecimiento de costes, por ejemplo, porque se demore la resolución de los cuellos de botella o porque se alarguen las dificultades para el normal aprovisionamiento de gas en Europa, reduciría las posibilidades de que los márgenes empresariales puedan seguir absorbiendo los aumentos de costes. Además, la evidencia señala que la transmisión de los precios de los bienes intermedios se produce con un cierto

desfase, por lo que los incrementos del pasado podrían contribuir a aumentar las presiones inflacionistas sobre los bienes finales en los próximos meses.

Un segundo foco de incertidumbre surge de la evolución salarial y, por tanto, de la posible aparición de lo que se conoce como “efectos de segunda vuelta”. Por el momento, estos efectos son contenidos, con un aumento salarial hasta octubre del 1,6%, dos décimas menos que en 2020. No obstante, en los convenios de nueva firma, los aumentos pactados para 2021 han ido pasado del 1,1% en enero hasta el 1,7% en términos acumulados hasta octubre.

Un factor que apoyaría las expectativas de que la magnitud de los efectos de segunda vuelta sea modesta es la prevalencia reducida de las cláusulas de salvaguarda en los convenios colectivos, que, de hecho, se ha reducido de manera acusada en los últimos años, desde el entorno del 70% antes del inicio de la crisis financiera global hasta el 17% en la actualidad.

Por otro lado, se observa que los aumentos salariales están siendo mayores en aquellos sectores en las que el empleo está mostrando una evolución más favorable y, por tanto, existe una menor holgura. Es decir, las alzas salariales en ciertos sectores recogen, de momento, factores coherentes con una posición cíclica más favorable en algunos sectores, y no con aumentos generalizados e indiscriminados de las remuneraciones.

Además, si bien la estimación del grado de holgura de la economía es particularmente difícil de realizar en el contexto de la pandemia, hay que tener en cuenta que, en España, el nivel de PIB real se encuentra todavía alejado de su cota previa a la pandemia y aún más de la tendencia que precedió a la crisis.

En todo caso, en relación con los dos factores anteriores, es obvio, cuanto mayor sea esa duración, mayor será la probabilidad de que el aumento de la inflación gane persistencia, tanto porque los aumentos de costes se filtren con mayor intensidad a los precios finales como porque el alza de estos dé lugar a mayores demandas salariales.

Por otra parte, hay que tener en cuenta que la economía española es muy dependiente de la energía externa, por lo que la perturbación actual supone un deterioro de la relación real de intercambio y, por tanto, una pérdida real de la renta de familias y empresas, con efectos negativos potenciales sobre el consumo y la inversión. De hecho, los salarios reales están cayendo y los márgenes empresariales se están reduciendo. Y es cierto que el elevado ahorro acumulado por las familias durante la crisis, debería permitir mitigar esos efectos negativos, pero también sabemos que una parte muy significativa del ahorro acumulado se ha concentrado en familias de renta elevada que normalmente presentan una propensión al consumo relativamente reducida.

De esta argumentación se deduce que el episodio inflacionista actual introduce un elemento de riesgo adicional sobre la actividad. Por lo que respecta al episodio concreto del alza del precio de la electricidad, pueden servir de guía las estimaciones internas obtenidas en el Banco de España a través de distintas metodologías, que apuntarían a un impacto de entre 2 y 3 décimas de PIB al cabo de tres años para un incremento permanente de un 10% en el precio de la electricidad pagado por los consumidores.

1.5 El papel de las políticas económicas en la situación actual

EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS EN LA SITUACIÓN ACTUAL

1. En el contexto actual y previsto, las políticas monetaria y fiscal deben evitar una retirada prematura de los estímulos.
 - 1.1 los desarrollos recientes de la inflación siguen siendo coherentes con un retorno a una situación de presiones inflacionistas moderadas en el medio plazo. De ahí la conveniencia de que la política monetaria mantenga un enfoque paciente a la hora de valorar una eventual revisión su actual tono acomodaticio.
 - 1.2 El apoyo de la política fiscal será necesario en 2022, pero de un modo más selectivo, centrado en las empresas y grupos poblacionales aún afectados por la crisis, y limitado en el tiempo, para no ampliar el déficit estructural.
2. En paralelo, debería iniciarse el diseño de un programa de consolidación que permita reducir gradualmente los elevados niveles de déficit y deuda públicos, con vistas a su puesta en marcha una vez que la recuperación sea sólida.
3. La política económica debe facilitar también la adaptación de las empresas y trabajadores a las nuevas realidades surgidas tras la pandemia. Para ello, debe permitirse el uso de los mecanismos de ajuste que proporciona la legislación para adaptar la situación específica de las empresas, mejorar los procedimientos de reestructuración de deudas, y reforzar las políticas de formación y ayudas a la búsqueda de empleo de los trabajadores.
4. Asimismo, deben afrontarse los retos de medio plazo con una agenda decidida de reformas estructurales, apoyadas también por el uso de los fondos europeos.

La rapidez y contundencia de la respuesta de la política económica ante la pandemia ha sido crucial para limitar sus efectos. La magnitud sin precedentes de la perturbación tuvo igualmente una respuesta de política económica sin precedentes, que ha aliviado los costes de corto plazo, ha evitado escenarios negativos aún más extremos y permitirá probablemente reducir los daños de medio y largo plazo de la crisis. La reacción del Banco Central Europeo (BCE) —con su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés)— y el incremento del déficit público del área del euro de más de 6,5 puntos de PIB en 2020 ilustran esa contundencia.

La recuperación sigue sujeta a muchas incertidumbres y depende asimismo del curso de las políticas económicas. Una retirada prematura de las medidas de soporte de los agentes afectados conllevaría unos perjuicios que exceden los posibles costes de mantenerlas hasta que la recuperación dé muestras de suficiente solidez.

En el caso de la política monetaria, a la hora de analizar las implicaciones de la actual situación, conviene partir del nuevo marco estratégico del BCE, que establece un objetivo del 2 % simétrico en el medio plazo⁵. Pues bien, como he señalado, los desarrollos recientes de la inflación siguen siendo coherentes con un retorno a la situación de presiones inflacionistas moderadas en el medio plazo. De ahí la conveniencia de que la política monetaria mantenga un enfoque paciente a la hora de valorar una eventual revisión su actual tono acomodaticio, con el fin de estabilizar la tasa de inflación de medio plazo en el entorno del 2%⁶. Con todo, debemos prestar atención a la posibilidad de aparición de

⁵ Véase P. Hernández de Cos (2021), [La nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo](#).

⁶ Véase P. Hernández de Cos (2021), La inflación: evolución reciente, perspectivas e implicaciones de política monetaria.

indicios de desanclaje de expectativas, puesto que este sería el principal factor que conferiría persistencia a este episodio de inflación elevada.

En el caso de la política fiscal, es necesario mantener un tono expansivo, pero con un carácter crecientemente focalizado, sobre todo en los sectores y agentes más afectados y con un peso creciente de las consideraciones de crecimiento a medio y largo plazo. Así, la identificación de posibles cambios y daños estructurales es crucial. La política económica no debe sostener indefinidamente actividades que estructuralmente pudieran ver reducido su peso en la economía en el futuro, sino facilitar su adaptación a la nueva realidad y la reasignación eficiente de recursos.

Además, es importante que las medidas sean temporales para no aumentar adicionalmente el déficit estructural. Y una vez superada la pandemia, será necesario reconstruir los márgenes fiscales y reducir la deuda pública, mediante una estrategia gradual plurianual. El diseño de este plan debe anticiparse, con vistas a su puesta en marcha una vez que la recuperación sea sólida. Sobre esta cuestión me detendré más adelante.

En el caso del sector empresarial, por ejemplo, sigue siendo importante focalizar las ayudas en revertir el deterioro de la situación de solvencia generado por la crisis en las empresas que se consideran viables. La extensión del plazo de vigencia de algunas de las medidas de apoyo al sector empresarial hasta mediados de 2022, aprobada por el Consejo de Ministros del día 23 de noviembre, podría contribuir a este fin al permitir que las empresas viables que se han visto más negativamente afectadas por la crisis y cuya actividad se está recuperando a un ritmo comparativamente más lento se beneficien durante más tiempo de estos apoyos.

Además, la política económica debe facilitar la adaptación de las empresas a la nueva coyuntura surgida a partir de la crisis sanitaria, lo que exigiría, por un lado, permitir el uso de los mecanismos de ajuste que proporciona la legislación, en particular la laboral, y que estos se adapten a las condiciones específicas de las empresas.

Por otro lado, también debe complementarse con un funcionamiento más ágil de los procedimientos judiciales y extrajudiciales de insolvencias que permitan que un número mayor de empresas viables pueda proseguir su actividad y faciliten la salida de las que no lo son⁷. En este sentido, el pasado 3 de agosto, el Consejo de Ministros aprobó el Anteproyecto de Ley de Reforma de la Ley Concursal, que introduce cambios de calado en los mecanismos pre-concursales y concursales que regulan la insolvencia de empresas, autónomos y consumidores.

En cuanto al mercado de trabajo, es clave que las propuestas de reforma actualmente en discusión continúen proporcionando a las empresas herramientas que faciliten la adaptación de las condiciones laborales al momento cíclico y a la situación específica de las distintas ramas productivas y empresas. Este aspecto es particularmente relevante tras la pandemia, dada la elevada heterogeneidad que caracteriza la posición relativa de cada una de esas ramas y empresas para afrontar la situación actual y los retos futuros. Además, es deseable que se adopte un enfoque global que permita abordar de forma conjunta las principales deficiencias estructurales del mercado laboral como son el elevado desempleo

⁷ Véase, M. García-Posada Gómez (2020), *Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del COVID-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal*, Documentos Ocasionales, n.º 2029, Banco de España.

y la excesiva temporalidad, en particular proporcionando un reparto más justo y eficiente de la protección de los trabajadores. Finalmente, ha de perseguirse una mejora de las políticas activas de empleo, lo que es crucial para evitar la descapitalización de los trabajadores que han perdido su puesto de trabajo y para facilitar su reasignación hacia los sectores más dinámicos tras la pandemia.

Mirando a más largo plazo, no quiero dejar de mencionar los desafíos estructurales que la economía española ya afrontaba antes de la pandemia y que cobran especial relevancia en las actuales circunstancias. Entre ellos cabe destacar, además del inadecuado funcionamiento de nuestro mercado de trabajo, la baja productividad, la lucha contra el cambio climático, el envejecimiento poblacional o la elevada desigualdad. Otros han surgido o se han intensificado como resultado de la pandemia, como los derivados de la digitalización. Todos estos desafíos solo podrán afrontarse con una agenda decidida de reformas estructurales, apoyadas también por el uso de los fondos europeos⁸.

EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS EN LA SITUACIÓN ACTUAL (II)

5. Finalmente, debe gestionarse adecuadamente la política económica en el contexto del repunte inflacionista que estamos viviendo:

- Este es un argumento adicional para reforzar el necesario enfoque selectivo de la política fiscal, evitando indexaciones generalizadas en las partidas de gasto.

- El necesario apoyo a las familias vulnerables frente al episodio inflacionista debe acompañarse de una reflexión profunda sobre las potenciales deficiencias estructurales de nuestro mercado energético.

- Las empresas y trabajadores deben interiorizar la naturaleza fundamentalmente transitoria del repunte de los precios y buscar un reparto equitativo de la merma de rentas de la economía nacional frente al resto del mundo que implican los aumentos de costes recientes, en muchos casos concentrados en bienes y servicios que nuestra economía requiere, pero no produce.

Finalmente, permítanme mencionar, como principal novedad frente a comparecencias previas, el reto que supone también gestionar adecuadamente la política económica en el contexto del repunte inflacionista que estamos viviendo. Los desarrollos recientes configuran un entorno complejo para el curso de las políticas económicas. Por un lado, el BCE habría venido experimentando, con anterioridad a la pandemia, dificultades para alcanzar su objetivo de inflación durante un período muy prolongado de tiempo. Con este trasfondo, el Consejo de Gobierno del BCE está decidido, como he indicado antes, a continuar suministrando los estímulos monetarios necesarios para que, en el medio plazo, la inflación alcance de forma duradera el objetivo del 2%, sin reaccionar prematuramente ante perturbaciones transitorias.

Por otro lado, la política fiscal ha de adoptar una perspectiva de medio plazo en la que la consolidación presupuestaria, una vez asentada la recuperación, pase a un plano prioritario.

⁸ P. Hernández de Cos (2021), "[Los principales retos de la economía española tras el Covid-19](#)", Comparecencia en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19 / Congreso de los Diputados.

Ello no quiere decir que deba de dejar de prestar atención, como acabo de enfatizar, a apoyar a las capas de la sociedad que se están viendo más afectadas por las consecuencias de la pandemia así como por el repunte inflacionista actual. Pero sí es un argumento adicional para justificar que el apoyo debe ser selectivo y que debe evitarse un impulso fiscal generalizado que, en caso de producirse, podría traducirse en un aumento de los cuellos de botella ya existentes en los sectores más tensionados, que se terminara filtrando a presiones inflacionistas adicionales.

Finalmente, empresas y trabajadores deben interiorizar la naturaleza fundamentalmente transitoria de algunos de los principales factores que están detrás del actual repunte de los precios y buscar un reparto equitativo de la merma de rentas de la economía nacional frente al resto del mundo que implican los aumentos de costes recientes, en muchos casos concentrados en bienes y servicios que nuestra economía no produce, pero necesita, ya sea como bienes intermedios del proceso productivo o como bienes finales de consumo o inversión. En caso contrario, podría alentarse una realimentación de precios y costes con efectos adversos para la competitividad, la actividad económica y el bienestar de los ciudadanos.

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

A continuación, paso a valorar las líneas principales del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2022, presentado a las Cortes Generales el pasado día 13 de octubre.

Antes de comenzar con dicha discusión, me gustaría destacar dos aspectos relevantes. En primer lugar, el Proyecto de PGE se enmarca en un contexto en el que se mantiene activa la cláusula de salvaguarda que permite la suspensión temporal de las reglas fiscales para el año 2022, como ya ocurrió en 2021. En virtud de este mecanismo, se relajan las exigencias en la corrección del déficit y deuda públicos, al objeto de facilitar el apoyo de la política fiscal para paliar las consecuencias económicas de la pandemia.

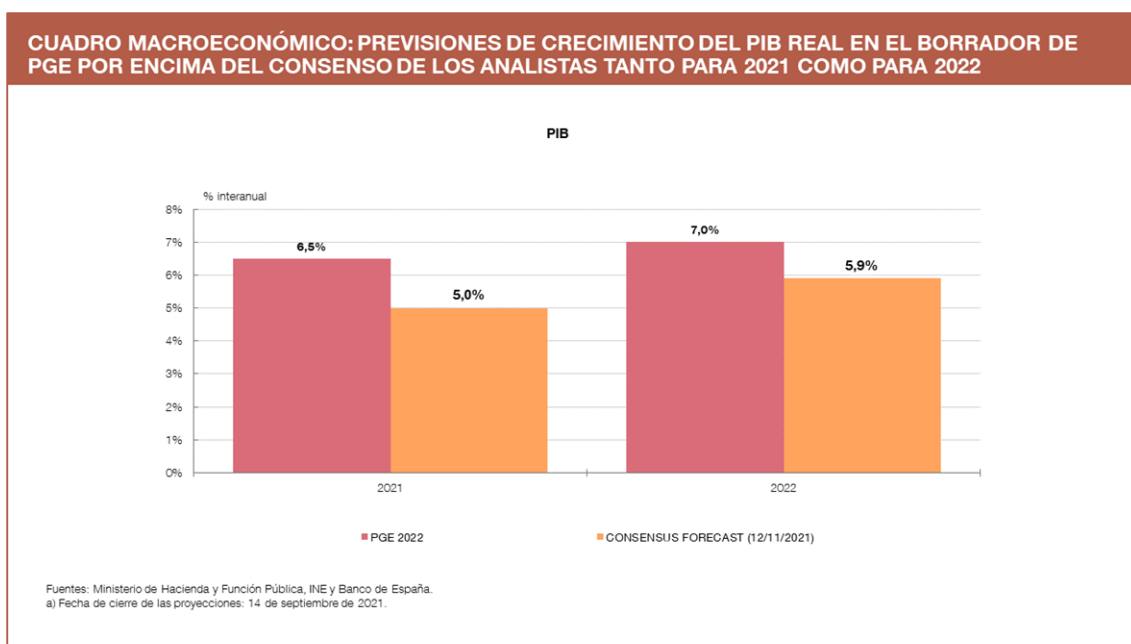
En segundo lugar, es necesario destacar que el pasado día 15 de octubre, el Gobierno publicó el Plan Presupuestario. Esta nueva pieza de información me permitirá extender mi análisis de la situación presupuestaria al conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP) y no solo para el Estado y la Seguridad Social. Como aclaración final, aprovecho para señalar que, salvo indicación contraria, me referiré en todo momento a las cifras del presupuesto consolidado del Estado, la Seguridad Social y los Organismos Autónomos, excluyendo los fondos NGEU, que analizaré en detalle más adelante.

2.1 El cuadro macroeconómico

El proyecto de los PGE para 2022 dibuja un escenario macroeconómico en el que el crecimiento del PIB se situaría en un 6,5% durante este año y en un 7% en el siguiente.

Estos supuestos proyectan un desarrollo económico más favorable al considerado tanto por el Banco de España en sus previsiones de septiembre de 2021, que, como se ha comentado anteriormente, serán revisadas a la baja dentro de unas semanas a la luz de la nueva información disponible. La visión del Banco de España de un escenario de menor

crecimiento en comparación con el de las proyecciones de septiembre es compartida, en general, por otras instituciones públicas y privadas. Así, por ejemplo, en comparación con la media del consenso de analistas privados, el crecimiento del PIB asumido en los PGE es aproximadamente 1,5 pp y 1 pp superior en 2021 y 2022, respectivamente⁹.



En cuanto a la evolución de precios, el PGE prevé un crecimiento del deflactor del consumo privado del 1,3%, dos décimas inferior al proyectado por el Banco de España en septiembre. Sin embargo, si hiciéramos una actualización relativamente mecánica de estas proyecciones con la información más reciente, las tasas medias de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) en 2021 y 2022 se revisarían al alza en torno a 1pp hasta el entorno del 3% durante este año y el próximo.

Para las ratios de déficit y deuda pública, resulta relevante tener en cuenta el PIB nominal y, por consiguiente, tanto el producto real de la economía como su deflactor. En este sentido, el crecimiento esperado del PIB nominal en los PGE en 7,8% en 2021 puede considerarse relativamente optimista, como consecuencia de la previsión de aumento del PIB real mientras que la del deflactor resulta en línea con la información disponible. En 2022, la tasa proyectada de crecimiento del PIB nominal está en línea con los desarrollos más recientes, aunque ello sea el resultado de dos efectos que se compensan, ya que cabe esperar que el crecimiento del componente real pueda ser inferior y el del deflactor mayor¹⁰.

El reciente aumento en el crecimiento de los precios genera un impacto sobre las cuentas públicas de distinto signo. En primer lugar, por el lado de los ingresos, un mayor aumento de los precios de consumo redunda en una mayor recaudación por el Impuesto sobre el Valor Añadido. Su traslación a las bases de otras figuras impositivas, como el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, depende de si el ritmo de variación de esas rentas es similar o no al de los precios de consumo. En todo caso, la no deflactación de la tarifa

⁹ El FMI prevé un crecimiento del 6,4% para 2022, 6 décimas por debajo de las incluidas en los PGE.

¹⁰ En todo caso, en la medida en que el crecimiento del PIB nominal en 2021 sea inferior al contenido en el cuadro macroeconómico de los PGE, ello resultaría en un menor nivel del PIB nominal para 2022.

del impuesto conduce a que mayores rentas nominales confronten tramos más altos en la escala de gravamen. Pero, además, existen otros efectos cuya cuantificación no es sencilla, que hacen que el efecto final sobre el déficit sea ambiguo, en tanto que depende de las elasticidades de las bases tributarias a los cambios en los precios y del impacto de la inflación sobre el gasto público (un aspecto relevante, en tanto que una parte del gasto está indexado a la inflación, como es el caso de la partida en pensiones). El hecho de que el incremento de la inflación haya sido incorporado a la programación de los presupuestos, o sea de carácter inesperado durante la ejecución de los mismos, resulta también importante para determinar sus efectos sobre el déficit público.

Adicionalmente, el actual proceso inflacionista tiene su origen en precios importados, con una traslación a los precios interiores que se espera limitada. En la medida en que la traslación fuera alta, una eventual aceleración del deflactor del PIB, considerada aisladamente, disminuiría el valor real de la deuda pública cuando esta se expresa como ratio del PIB¹¹.

Estas reflexiones ilustran la multiplicidad de efectos y las dificultades para determinar a priori su impacto neto, pero pueden servir de guía para entender los efectos de la inflación sobre las finanzas públicas, que en último término estarán influidas por dos aspectos relacionados entre sí: la persistencia de la mayor inflación de precios de consumo y su grado de traslación a otras variables nominales de la economía.

Como se ha indicado, la información actual sugiere que este proceso inflacionista podría tener una naturaleza temporal y quedarse circunscrito, en esencia, a los precios de las importaciones. En todo caso, es importante también a efectos de las finanzas públicas realizar un seguimiento cercano de dicho proceso para entender, entre otros efectos, su impacto sobre las previsiones de las magnitudes fiscales contenidas en este proyecto de PGE¹².

En el caso del año en curso, el aumento de la inflación de los bienes energéticos debería dar lugar, en principio, a un aumento de las bases tributarias. Sin embargo, ello se vería compensado por la entrada en vigor de medidas compensatorias¹³. Por el lado del gasto, el efecto de la mayor inflación se centraría, principalmente, en aquellos componentes que guardan una mayor relación con la inflación, como es el caso de las pensiones, debido a la paga compensatoria que recibirán los pensionistas durante este año. Desde una perspectiva temporal más amplia, como he indicado anteriormente, la indexación de ciertas partidas de gasto a la inflación, aumentaría el impacto que este fenómeno puede tener sobre las finanzas públicas.

2.2 La previsión de ingresos públicos

El Proyecto de PGE estima un incremento de los ingresos de un 8 % en 2022 en comparación con el avance de liquidación de 2021. Dicho aumento se explica por la

¹¹ Nótese que aumentos del PIB nominal derivados de un mayor crecimiento del nivel de precios afectarían al valor real de la deuda ya emitida. La evidencia empírica disponible sugiere que los tipos de interés de los bonos soberanos incorporan de manera eficiente la información relativa cambios en las expectativas de inflación.

¹² Véase P. Hernández de Cos, S. Hurtado, F. Martí y J. Pérez (2016), [Public finances and inflation: the case of Spain](#).

¹³ Véase el Real Decreto-ley 12/2021, de 24 de junio, por el que se adoptan medidas urgentes en el ámbito de la fiscalidad energética y en materia de generación de energía, y sobre gestión del canon de regulación y de la tarifa de utilización del agua.

evolución prevista de las bases imponibles, el impacto retardado de las medidas de 2021 (estimado por el Gobierno en 2 mm) y la desaparición de las exenciones de cotización a la Seguridad Social ligadas al COVID-19, dado que, según la estimación del Gobierno, las nuevas medidas tributarias no tendrían impacto recaudatorio en 2022.

En lo que sigue, articularé mi análisis sobre esta previsión de ingresos en torno a tres elementos: el avance de liquidación de 2021, las nuevas medidas para 2022, y los riesgos sobre esa previsión.

INGRESOS PÚBLICOS: SEGÚN EL AVANCE DE LIQUIDACIÓN, LA RECAUDACIÓN DE LAS MEDIDAS TRIBUTARIAS DE 2021 SERÁ INFERIOR A LA PREVISIÓN INICIAL				
CUANTIFICACIÓN DEL IMPACTO RECAUDATORIO DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS DE INGRESOS PREVISTAS EN PROYECTO PGE-2022				
millones de euros		Ppto. inicial 2021	Avance Liq. 2021	Diferencias (Liq.- Ppto.)
IMPUESTOS RECOGIDOS EN PGE-2021		1412	1012	400
IVA:	Bebidas azucaradas	340	240	100
IRPF:	Tipos rentas altas	144	144	0
IMPUESTOS SOCIEDADES:	Exención rentas del exterior	473	173	300
OTROS INDIRECTOS:	Incremento del tipo sobre primas de seguro	455	455	0
OTROS IMPUESTOS FUERA DEL PGE-2021		3170	495	2675
IMPUESTOS MEDIOAMBIENTALES:	Envases plásticos	491		491
	Residuos en vertederos	861		861
OTROS IMPUESTOS INDIRECTOS:	Servicios Digitales	968	155	510
	Transacciones Financieras	850	340	813
TOTAL		4582	1507	3075
en % del PIB		0,38	0,12	0,25

Fuentes: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

Comenzando con el avance de liquidación de 2021, este registra una recaudación inferior en unos 3,1 mm con respecto al presupuesto inicial. Dicha desviación se explicaría por una recaudación tributaria por debajo de lo esperado (en -6,7 mm), que solo sería parcialmente compensada por unos ingresos por cotizaciones superiores a lo inicialmente presupuestado (en 3,6 mm).

Cerca de la mitad de la desviación en los ingresos tributarios (3 mm) vendría explicada por la menor capacidad recaudatoria de las nuevas medidas impositivas introducidas en 2021 o que no fueron finalmente instauradas. Siguiendo un orden según la magnitud de la desviación proyectada actualmente, destacan los impuestos sobre las transacciones financieras y sobre determinados servicios digitales, la limitación de las exenciones por doble imposición a las grandes empresas, y la subida del IVA a bebidas azucaradas. A dichas medidas se añadiría la no entrada en vigor del impuesto sobre los envases de plástico no reutilizables y sobre los residuos en vertederos. Estas observaciones subrayan la importancia de evaluar los efectos de las medidas discrecionales de recaudación siguiendo un criterio de prudencia, especialmente en aquellas situaciones en las que la evidencia sobre su impacto es escasa, como ocurre en el caso de la introducción de nuevas figuras impositivas.

En segundo lugar, los PGE incluyen dos nuevas medidas relacionadas con la recaudación tributaria. Por un lado, en el caso del Impuesto sobre Sociedades, se establece un tipo mínimo del 15% sobre la base imponible de grupos consolidados o de compañías cuya cifra de negocios sea igual o superior a 20 millones de euros¹⁴. Por otro lado, se introduce en el IRPF una minoración del límite general de reducción aplicable a la base imponible por aportaciones y contribuciones a planes de pensiones individuales desde los 2.000 a los 1.500 euros, además de un incremento del límite de reducción por aportaciones a planes de pensiones de empresa desde los 8.000 a los 8.500 euros. El impacto de estas medidas en 2022 sería muy reducido, según las estimaciones señaladas en el Proyecto de PGE.

INGRESOS PÚBLICOS: LAS NUEVAS MEDIDAS TRIBUTARIAS TENDRÁN UN ESCASO IMPACTO RECAUDATORIO EN 2022			
CUANTIFICACIÓN DEL IMPACTO RECAUDATORIO DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS DE INGRESOS PREVISTAS EN PROYECTO PGE-2022			
millones de euros	Efecto incremental		
	2022	2023	
MEDIDAS INCORPORADAS EN PGE-2022	0	498	
IRPF:			
IMPUESTOS SOCIEDADES:			
Reducción adicional en deducciones planes de pensiones		77	
Tributación mínima del 15% y reducción bonificación arrendamiento viviendas		421	
TOTAL	0	498	
en % del PIB	0	0,04	

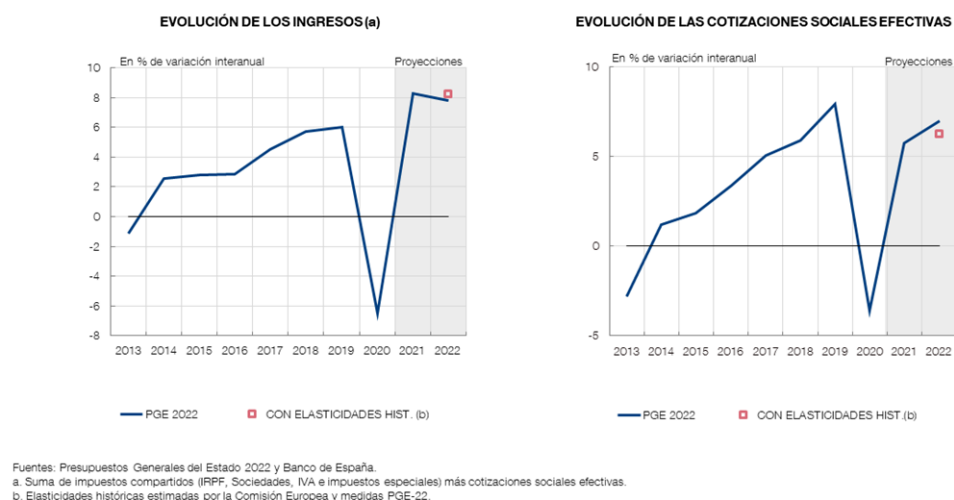
Fuentes: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

Por último, en cuanto a los riesgos sobre los ingresos públicos, estos están sesgados a la baja.

En primer lugar, la combinación del cuadro macroeconómico planteado en los PGE con los modelos que utiliza el Banco de España, resultaría una previsión de ingresos por cotizaciones sociales ligeramente optimista, que podría verse, en parte, compensada por unas expectativas prudentes en la recaudación de otras figuras impositivas.

¹⁴ Ese tipo mínimo se fijará en el 10% y el 18% para el caso de las compañías de nueva creación, y para entidades de crédito y explotación de hidrocarburos, respectivamente.

INGRESOS PÚBLICOS: CONDICIONADO AL CUMPLIMIENTO DEL CUADRO MACRO DEL PROYECTO DE PGE, LA RECAUDACIÓN PREVISTA SE ENCUENTRA EN LÍNEA CON LAS ELASTICIDADES HISTÓRICAS, PERO CON RIESGOS A LA BAJA ANTE UN POSIBLE PEOR COMPORTAMIENTO DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO FRENTE AL PREVISTO



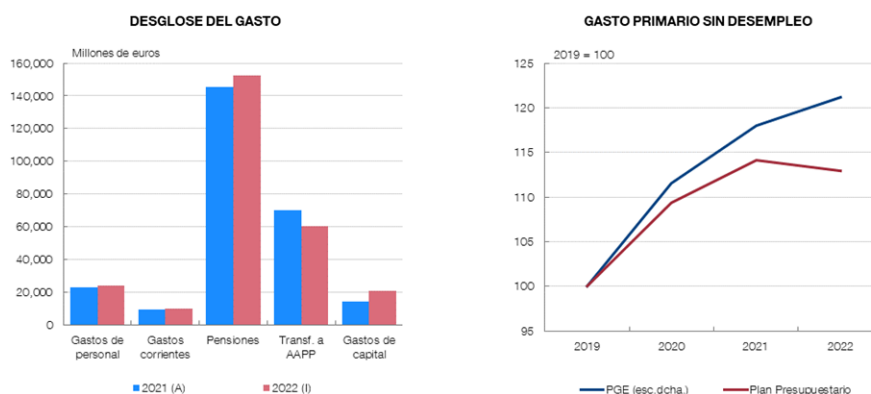
En segundo lugar, un peor comportamiento del crecimiento económico que el previsto en los PGE redundaría en un menor aumento de las bases impositivas y, por lo tanto, de los ingresos, si bien este efecto podría verse parcialmente compensado por un mayor crecimiento del deflactor.

2.3 La evolución del gasto

En relación con los gastos, el Proyecto de PGE proyecta un aumento del 2,3% en 2022 respecto al avance de liquidación de 2021. Este mayor gasto tiene lugar en un contexto de contención en partidas especialmente sensibles al ciclo económico, como son las prestaciones por desempleo u otras transferencias al resto de AAPP en relación con el manejo de la crisis sanitaria. Sin embargo, la contención en estas partidas se ha visto más que compensada por un aumento de las rúbricas de pensiones y gasto de capital. A continuación, analizaré en mayor profundidad la composición del aumento previsto en el gasto y la evolución de este agregado desde una perspectiva temporal más amplia, incluyendo el inicio de la pandemia.

Comenzando con la composición de la evolución esperada del gasto, los PGE proyectan un incremento de gasto en pensiones y en personal en unos 7 mm y 1 mm, respectivamente. En el mismo sentido, el gasto en capital, que incluye la formación bruta de capital fijo y las transferencias de capital, aumentaría en unos 6,5 mm de euros. A esto se añadirían otras fuentes de incremento de los gastos, tales como el bono joven al alquiler y el nuevo bono cultural para jóvenes, cuya cuantía es poco significativa de acuerdo con las estimaciones del Gobierno. En sentido opuesto, la recuperación económica propiciaría la contracción de ciertas partidas de gasto. Así, por ejemplo, se prevé una reducción del gasto en desempleo hasta situarse un 37% por debajo del valor registrado en 2020, si bien esta rúbrica seguiría situándose un 18% por encima del gasto ejecutado en 2019. Por su parte, la mejora en la situación económica también se trasladaría en un menor gasto relacionado con la gestión de la pandemia incurrido, especialmente, por las Comunidades Autónomas (CCAA), lo que explicaría la reducción de cerca de 10 mm en transferencias corrientes al resto de AAPP.

GASTO PÚBLICO: AUMENTOS DEL GASTO DEL ESTADO EN PENSIONES Y DE CAPITAL, EN PARTE COMPENSADOS POR MENORES TRANSFERENCIAS A OTRAS AAPP



Fuentes: Comisión Europea, Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

22

La evolución del gasto no está ausente de fuentes de incertidumbre relevantes. En particular, en lo referente a la partida de pensiones, la previsión contemplada en el Proyecto de PGE presenta ciertos riesgos de desviación al alza, derivados de los desarrollos en la inflación. Como he comentado anteriormente, la última información disponible ha supuesto una sorpresa al alza en el ritmo de crecimiento de los precios en los meses finales del año, con respecto a lo previsto en el momento de elaboración del borrador de PGE. Como resultado, y según el análisis realizado por el Banco de España, el gasto en pensiones podría situarse en torno a 1,5 mm por encima de lo contemplado en el Proyecto de PGE para el año 2022. A esta posible desviación, habría que añadir otros 2 mm adicionales proveniente del coste estimado de la compensación de las pensiones en 2021.

PRINCIPALES RIESGOS PARA LAS PROYECCIONES DE GASTO

1. El incremento de los gastos de capital presupuestados (+6,5 mm de euros), que se añade al uso de los fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (22,4 mm), no tiene precedentes y podría derivar en riesgos de infraejecución significativos.
2. Riesgos al alza en la partida de pensiones, si el repunte de la inflación en los meses finales de este año fuera superior al previsto en el borrador de PGE.
3. Gasto por intereses previsto algo por encima del que surge del uso de los modelos del Banco de España.

Por el lado de los gastos de capital, cabe recordar que el incremento esperado en los PGE en esta partida es adicional al procedente de los fondos NGEU, de los cuáles se espera un desembolso de 22,4 mm en 2022 con cargo al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), con el objeto de apoyar el proceso de recuperación económica. En su conjunto, ambas fuentes de gasto suponen un volumen de inversión sin precedentes para la economía española, lo que evidencia posibles dificultades significativas en su ejecución. Sirva como ejemplo, que, en el pasado reciente, el porcentaje de inversión ejecutada ha sido inferior al de otras partidas, situándose en valores cercanos al 90%.

Por último, el PGE prevé un incremento de 3,3 mm en el gasto en intereses con respecto al avance de liquidación de 2021, por encima de lo estimado por los modelos del Banco de España.

En resumen, el análisis de la composición del gasto en el Proyecto de PGE sugiere una cierta reasignación del gasto público desde partidas cada vez menos tensionadas por la recuperación económica hacia gasto en inversión y, especialmente, otras rúbricas de gasto corriente como son las pensiones.

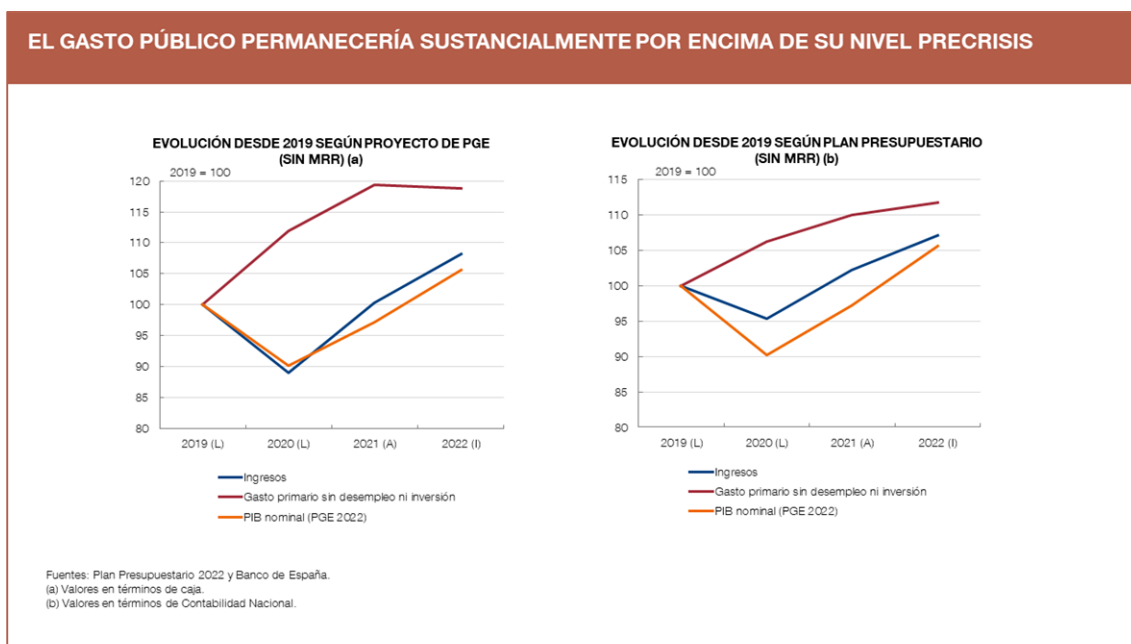
Cabe destacar que en un país tan descentralizado como el nuestro resulta muy complicado valorar adecuadamente las políticas de gasto sin la visión del conjunto de las AAPP. Por ello, es especialmente relevante completar la información contenida en el Proyecto de PGE con la ofrecida por el Plan Presupuestario. A este respecto, los PGE apuntan a una expansión del gasto del 2,3% para el Estado y la Seguridad Social, mientras que el Plan Presupuestario prevé una reducción del mismo para el conjunto de las AAPP (en un 2,1%). En un contexto de dificultades contables para comparar ambas fuentes¹⁵, estas diferencias sugerirían una reducción del gasto de las CCAAs, lo que es coherente con el sustancial descenso del gasto sanitario relacionado con la pandemia, que mayoritariamente ha sido ejecutado por estas AAPP.

Para finalizar el análisis del gasto, me gustaría adoptar una perspectiva temporal más amplia. Cabe recordar que, debido a la crisis sanitaria, el gasto público aumentó significativamente durante 2020 y 2021, a diferencia de los ingresos y PIB nominal. El Proyecto de PGE presenta tasas de crecimiento de los ingresos públicos (8%) y PIB nominal (8,6%) para 2022 que revierten parcialmente estas tendencias, si bien el gasto público continuaría creciendo un 2,3%.

Como he analizado anteriormente, una parte sustancial de este aumento no estaría directamente relacionado con la situación de excepcionalidad surgida a raíz de la emergencia sanitaria. En este sentido, excluyendo las partidas relacionadas con prestaciones por desempleo e inversión pública, con el objetivo de construir una métrica aproximada del gasto corriente estructural, el gasto primario del Estado y la Seguridad Social aumentaría en un 18,9% respecto al año 2019, en contraste con aumentos del 8,3% y del 5,6% en el caso de los ingresos y el PIB nominal, respectivamente. Para el conjunto de las AAPP, este aumento del gasto entre 2019 y 2022 sería del 11,7%, de acuerdo al Plan Presupuestario, frente al incremento del 7% en el caso de los ingresos totales. Dado que este aumento del gasto parece tener un componente estructural, estas cifras sirven para

¹⁵ Nótese que el proyecto de PGE y el Plan Presupuestario utilizan esquemas contables diferentes: mientras el primero se basa en un criterio de caja, el segundo se elabora en base al principio de devengo de la Contabilidad Nacional.

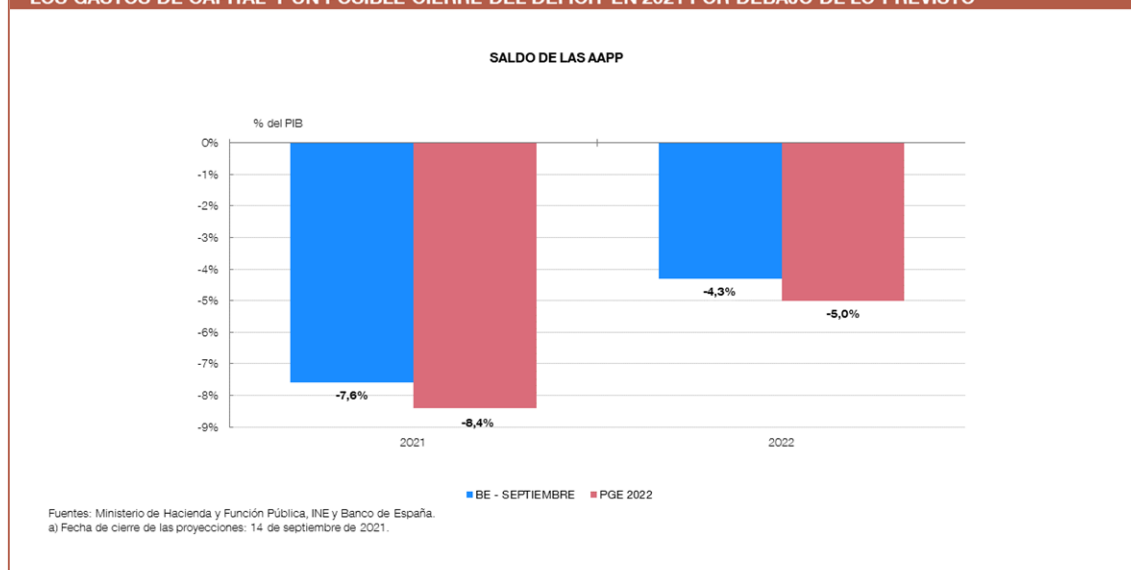
ilustrar la importancia y la magnitud del reto del proceso de consolidación fiscal que habrá que acometer una vez se corrobore la recuperación tras la pandemia.



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

El Proyecto de PGE estima que el déficit público del conjunto de las AAPP alcance este año el 8,4% del PIB, para reducirse en 3,4 pp hasta el 5% en 2022. A este respecto, cabe destacar dos riesgos que afectarían, en direcciones opuestas, al cumplimiento de este objetivo. En primer lugar, y como he comentado anteriormente, el cuadro macroeconómico presentado en el proyecto de PGE está sujeto a riesgos a la baja. De materializarse, tales riesgos redundarían en un mayor déficit público. Por otro lado, y en sentido opuesto, la evidencia histórica indica que la ejecución de gasto relacionado con la inversión pública, una de las partidas que más aumenta en el Proyecto de PGE, tiende a situarse significativamente por debajo del gasto inicialmente presupuestado. Esta observación supondría que la previsión de gasto público para el conjunto de las AAPP estaría sometida a riesgos a la baja, lo que podría compensar los riesgos sobre el déficit público derivados del potencial menor crecimiento económico. En el mismo sentido, hay que tener en cuenta que los datos de ejecución presupuestaria de 2021 muestran un mayor dinamismo de la recaudación impositiva de lo anticipado, que podría derivar en un cierre del déficit público en 2021 por debajo de lo previsto.

DÉFICIT PÚBLICO: REDUCCIÓN DE 3,4 PP DE PIB HASTA EL 5%. LOS RIESGOS AL ALZA SOBRE ESTA PREVISIÓN, POR UNA PEOR EVOLUCIÓN ECONÓMICA QUE LA PREVISTA, SE PODRÍAN COMPENSAR POR UNA MENOR EJECUCIÓN DE LOS GASTOS DE CAPITAL Y UN POSIBLE CIERRE DEL DÉFICIT EN 2021 POR DEBAJO DE LO PREVISTO

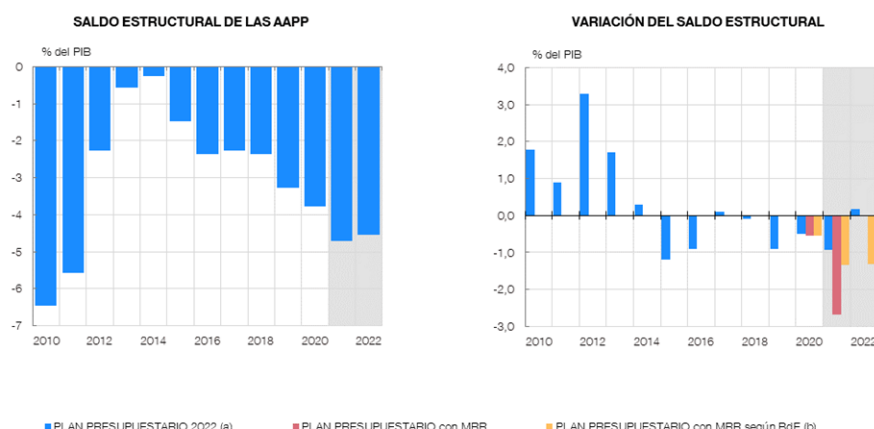


En cuanto a la orientación de la política fiscal, que constituye una medida del estímulo económico provisto por las AAPP, este es un concepto difícil de cuantificar, dadas las complicaciones derivadas de identificar correctamente en qué punto del ciclo económico nos encontramos, especialmente en un contexto como el actual, con una recuperación asimétrica tras una perturbación de una magnitud elevada. Más allá de estas dificultades, al considerar la orientación de la política fiscal aproximada por la variación del saldo público estructural, debe incluirse también el efecto de los fondos europeos canalizados a través del MRR. Estos fondos no afectan al nivel de déficit en términos contables, pero sí al tono de la política fiscal, ya que implican un aumento significativo del gasto, pero, dado su esquema de financiación, no son el fruto de la recaudación directa sobre los agentes residentes.

De esta forma, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural contenida en el Plan Presupuestario, pasaría de ser expansivo en 2021 (-0,9 pp.) a ser prácticamente neutral en 2022, una vez se incluye el impacto de los fondos europeos. Sin embargo, si considerásemos el perfil temporal de ejecución del gasto de los fondos europeos contemplado en las previsiones del Banco de España, el tono de la política fiscal sería significativamente expansivo en el año 2022. Esta divergencia se debe a que, según el escenario dibujado por el Banco de España, el perfil de ejecución del gasto con cargo al MRR presenta un menor nivel en el año 2021 con respecto a la información contenida en el Plan Presupuestario, mientras que ambas fuentes asumen un nivel similar para 2022, lo que presenta un aumento del gasto público para este año, y por tanto un mayor estímulo económico durante dicho ejercicio¹⁶.

¹⁶ Además del análisis de la variación del saldo estructural, el marcado nivel negativo que esta variable continuará registrando en 2022 sugiere que la política fiscal seguirá proporcionando un estímulo económico durante ese año. En este mismo sentido, en un [informe](#) reciente, el Consejo Fiscal Europeo aboga por definir el tono de la política fiscal utilizando el nivel del saldo estructural primario. Así, esta institución recomienda referirse al cambio en el saldo estructural como “impulso fiscal” y al nivel como “posición fiscal” u “orientación presupuestaria”.

EN TODO CASO, SE MANTIENE UN TONO EXPANSIVO DE LA POLÍTICA FISCAL Y SE CONSTATA EL ELEVADO DETERIORO DEL DÉFICIT ESTRUCTURAL DURANTE LA CRISIS



Fuentes: Comisión Europea, Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.
(a) El saldo estructural del Plan Presupuestario para el período 2010-2019 se obtiene a partir de las previsiones de la Comisión Europea.
(b) Se obtiene combinando el saldo estructural contenido en el Plan Presupuestario con las estimaciones de gasto por MRR del Banco de España.

2.5 La deuda pública

Permítanme que concluya esta sección de valoración del proyecto de PGE con unos breves comentarios sobre la deuda pública. Según el Plan Presupuestario, la ratio de deuda pública sobre PIB habría alcanzado su máximo en 2020, momento a partir del cual empezaría una senda de reducción muy gradual. En 2022, el descenso alcanzaría los 4,5pp, hasta situarse cerca del 115%. Esta disminución se debería exclusivamente al crecimiento del producto nominal, que más que compensaría los aumentos de la deuda provocados por el déficit presupuestario y el pago de intereses¹⁷. En todo caso, la senda de esta variable está muy condicionada por los desarrollos macroeconómicos, de manera que una recuperación económica más lenta de lo esperado incidiría negativamente en la trayectoria proyectada de la ratio de deuda pública. En sentido contrario operaría un mayor crecimiento del deflactor del PIB del esperado.

¹⁷ Los ajustes flujo-fondo, que según el Plan Presupuestario no contribuirían a la variación de la ratio de deuda pública en 2022, reflejan el conjunto de operaciones y flujos que no afectan al déficit, pero sí a la deuda (y viceversa). Así, por ejemplo, las transferencias recibidas en el marco del NGEU no tienen un impacto en el déficit público, pero sí pueden afectar a la deuda pública en la medida en que el volumen de esas transferencias no se corresponda, en un año en concreto, con los gastos ejecutados.

DEUDA PÚBLICA: SE PREVÉ UNA REDUCCIÓN DE 4,5 PP DE PIB EN 2022, FRUTO DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO NOMINAL



DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA DE LAS AAPP SEGÚN PLAN PRESUPUESTARIO 2022

	2020	2021	2022
Deuda en porcentaje del PIB	120,0	119,5	115,1
Variación de la deuda (en puntos porcentuales del PIB)	24,4	-0,4	-4,5
Debida a:			
Saldo	8,7	6,2	3,0
Intereses pagados	2,2	2,1	2,0
Tasa de variación nominal del PIB	10,4	-8,7	-9,5
Ajuste flujo-fondo	3,0	-0,1	0,0

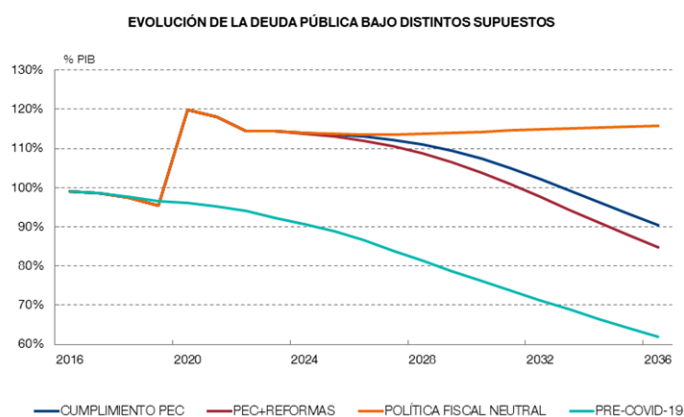
Fuentes: Plan Presupuestario 2022 y Banco de España.

3 Los retos para la política fiscal

A continuación, en este tercer bloque de mi intervención, plantearé lo que a mi juicio son los dos principales retos a los que se enfrenta la política fiscal en el medio y largo plazo: por un lado, garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas y, por otro lado, mejorar su calidad, a través de una composición de gastos e ingresos públicos que favorezca el crecimiento económico.

3.1 Reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas

Incluso con anterioridad a la crisis sanitaria, la situación de las finanzas públicas ya mostraba signos de fragilidad. La respuesta de la política fiscal, necesaria para combatir los efectos económicos de la pandemia, ha aumentado este deterioro. Este fenómeno se ha materializado en algunas métricas estándar de la salud de las finanzas públicas. Así, de acuerdo con las estimaciones del saldo estructural elaboradas por la Comisión Europea, este hubiera pasado del 3,7% del PIB en 2019 –2,5 pp por encima del que se observaba en el promedio de economías de la UEM–, al 4,9% en 2021. Esta tendencia también se traslada a la ratio de deuda pública sobre PIB, que ha registrado un aumento de más de 26 pp entre finales de 2019 y el tercer trimestre de 2021, cuando se situó en el 122,1% del PIB. El valor alcanzado en el segundo trimestre, de 123% del PIB, era sustancialmente más elevado que el promedio del área del euro (un 98,3%).



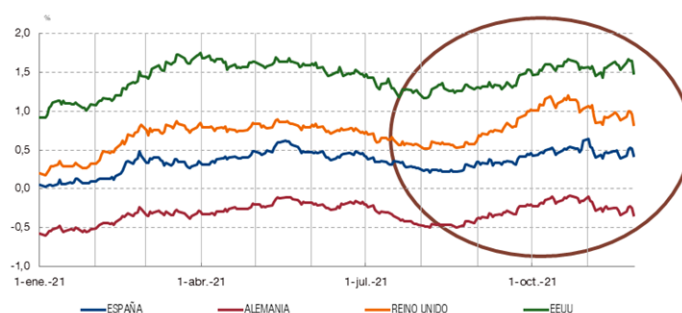
Fuente: Banco de España.

Además, los ejercicios de simulación realizados por el Banco de España sugieren que, bajo supuestos plausibles sobre la evolución futura del crecimiento económico y los tipos de interés, en ausencia de políticas que corrijan los actuales desequilibrios presupuestarios, la ratio de deuda pública se mantendría en valores muy elevados durante los próximos 15 años.

A este respecto, resulta necesario destacar que la evidencia de la que disponemos sugiere que el mantenimiento de un nivel de endeudamiento público durante un periodo prolongado de tiempo podría suponer, al menos, dos fuentes de vulnerabilidad.

En primer lugar, no se puede descartar que los mercados financieros registren una mayor volatilidad y se produzca un aumento en la tasa de rentabilidad exigida por los inversores para la compra de la deuda pública. En este sentido, y merced a las medidas extraordinarias implementadas por el BCE, los costes de financiación del Tesoro español han permanecido en niveles históricamente muy reducidos, el nuevo contexto macroeconómico, propiciado por una recuperación gradual de la actividad y los precios, ya ha comenzado a afectar la rentabilidad exigida a los bonos soberanos en el largo plazo en los países de nuestro entorno. Sirva como ejemplo el caso de España, en el que el tipo de la deuda pública a 10 años se sitúa actualmente en el entorno del 0,4% frente al 0% observado a principios de año. El alargamiento observado en los últimos años de los plazos medios de vencimiento de la deuda pública española suavizaría, no obstante, la traslación de estos incrementos a la carga de intereses.

TIPOS DE INTERÉS, BONOS A 10 AÑOS



Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 26/11/2021

En segundo lugar, el elevado endeudamiento público origina una absorción de recursos para su financiación, ya sea en forma de mayores impuestos o reducción de gasto potencialmente productivo, que podrían dedicarse a usos alternativos. Además, puede afectar negativamente a las condiciones de financiación de los agentes privados.

En base a estos argumentos, y como he subrayado ya en distintas ocasiones, el deterioro de las finanzas públicas es un desafío que exige una respuesta en forma de un plan de consolidación fiscal que permita dotar a las autoridades fiscales de márgenes de maniobra para actuar ante posibles perturbaciones económicas negativas en el futuro. Este plan, debería ser diseñado con rigor y prontitud, para su ejecución gradual una vez la recuperación sea sólida. El plan debería especificar los objetivos presupuestarios, los detalles de la composición del ajuste que van a permitir lograr esos objetivos y los plazos en los que se va a desarrollar. Estas características ayudarían a dotar al proceso de credibilidad. En este sentido, la elaboración de la Actualización del Programa de Estabilidad de España que debe presentarse en la primavera próxima puede ser un buen momento para sentar las bases de dicho plan.

3.2 Mejorar la calidad de las cuentas públicas

Además de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, España se enfrenta a otro gran reto en materia fiscal: mejorar la calidad de las cuentas públicas. Estos dos grandes retos no han de verse de manera aislada: una recomposición de las finanzas públicas que contribuya a la transformación estructural que ha de abordar la economía española en los próximos años redundará en un mayor crecimiento potencial, y, por tanto, en una mejora de la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Para abordar el análisis de este segundo gran reto, voy a articular mis comentarios en torno a dos dimensiones: la composición y la eficiencia de los gastos e ingresos públicos en nuestro país y el papel que puede desempeñar el programa NGEU.

3.2.1 La composición y eficiencia de los gastos e ingresos públicos

La importancia relativa que cada capítulo de gastos o ingresos representa sobre las cuentas públicas debería obedecer a las preferencias que la sociedad muestra por las políticas que esas rúbricas representan. Sin embargo, esto no es óbice para que dichas decisiones estén acompañadas de un análisis riguroso sobre si tanto las partidas de gastos como las de ingresos logran su fin de manera eficaz y eficiente. Como punto de partida, puede resultar útil comparar la estructura de dichas partidas con los países de nuestro entorno.

La estructura y eficiencia del gasto público en España

De la comparación en la composición del gasto público entre España y el conjunto de la UE¹⁸ en los niveles previos a la crisis (en concreto, en el año 2019), se encuentra que España muestra un nivel de gasto en relación con el PIB en educación e inversión pública del 4% y 2,8% del PIB, respectivamente, inferior en 0,9 pp y 1.5 pp con respecto a los registrados en el promedio de la UE¹⁹.

Estas diferencias son relevantes, en tanto que se refieren a capítulos que determinan la acumulación de capital físico y de capital humano en la economía²⁰. En efecto, la evidencia sugiere que la acumulación de capital público productivo tiene un efecto dinamizador en la inversión privada, conduciendo a ganancias de productividad para el conjunto de la economía. De manera similar, el gasto en educación aumenta el nivel de capital humano, redundando en un aumento del conjunto de habilidades y conocimientos tanto de trabajadores como empresarios, conduciendo así a mejoras en sus niveles de productividad²¹. Asimismo, la acumulación del capital físico y del capital humano, en tanto que afectan a la productividad de la economía, y, por tanto, a su capacidad de crecimiento, tienen un impacto positivo en la mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas²².

En sentido contrario, hay otras partidas de gasto público en las que España muestra un mayor peso en relación con su economía, que el conjunto de la UE. Este es el caso del gasto en protección social (que incluye, fundamentalmente, el pago de las pensiones y de otras prestaciones como las de desempleo, enfermedad e incapacidad) y al pago de intereses. Ambas partidas se situaban en niveles del 17,4% y 2,3% del PIB en 2019, respectivamente, lo que supone 1,3 pp y 0,9 pp por encima de los valores referentes al promedio de la UE. En este caso, sin embargo, las comparaciones entre países están muy

¹⁸ Las cifras de la UE que se detallan en esta sección se corresponden con las que se observan en la media aritmética de los 27 países que conforman actualmente la Unión Europea más el Reino Unido.

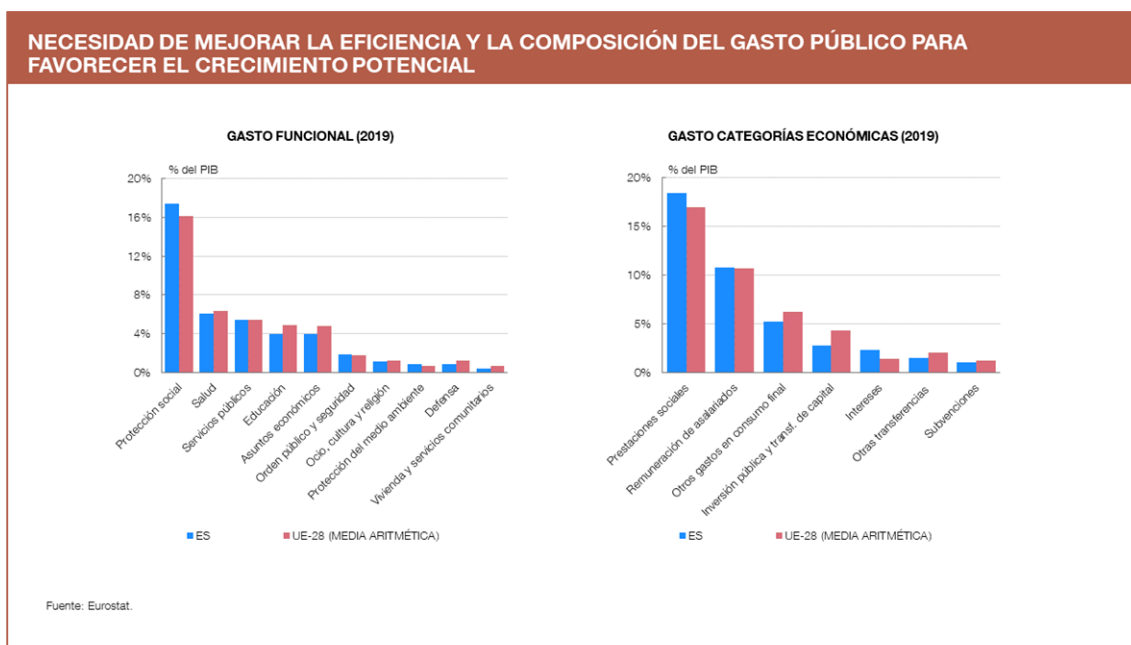
¹⁹ En comparación la media europea, España también dedica una menor asignación presupuestaria al gasto en I+D (1,2% frente a 1,4% del total de gasto público en 2019, según datos de Eurostat).

²⁰ De hecho, el escaso dinamismo de la inversión pública en nuestro país en los últimos años se ha traducido en una progresiva reducción del stock de capital público, pues el volumen de inversión que se ha ejecutado no ha sido suficiente para cubrir la depreciación del capital ya instalado. Este hecho es incluso más acusado en el caso de los activos inmateriales, que agrupa las inversiones más relacionadas con el crecimiento económico (como es el caso de las inversiones en I+D). Véase Fundación BBVA (2021), [“El stock de capital en España y sus Comunidades Autónomas. Revisión metodológica y evolución reciente de la inversión y el capital 1995-2020”](#).

²¹ Además, es importante destacar que estas partidas de gasto público también contribuyen a reforzar la equidad intergeneracional. Véase Card, D., C. Domnisoru, y L. Taylor (2018), [“The Intergenerational Transmission of Human Capital: Evidence from the Golden Age of Upward Mobility”](#), Documento de Trabajo 25000, NBER.

²² Véase el capítulo 3 del World Economic Outlook de octubre de 2021 del FMI, [“Research and innovation: Fighting the pandemic and boosting long-term growth”](#).

condicionadas por las diferencias en las estructuras demográficas, las tasas de desempleo o los niveles de deuda pública. En particular, el proceso de envejecimiento poblacional en que la sociedad española se encuentra inmersa permitiría explicar una parte muy relevante del incremento en el peso del gasto en protección social que se ha producido en los últimos veinte años (de 8 pp de PIB) y del que, como señala la Actualización del Programa de Estabilidad (APE), previsiblemente tendrá lugar en los próximos años (un incremento adicional de 2 pp, hasta suponer el 43% del gasto total de las AAPP en 2024).



Me gustaría aprovechar este contexto para comentar algunas cuestiones que considero relevantes en relación con nuestro sistema de pensiones.

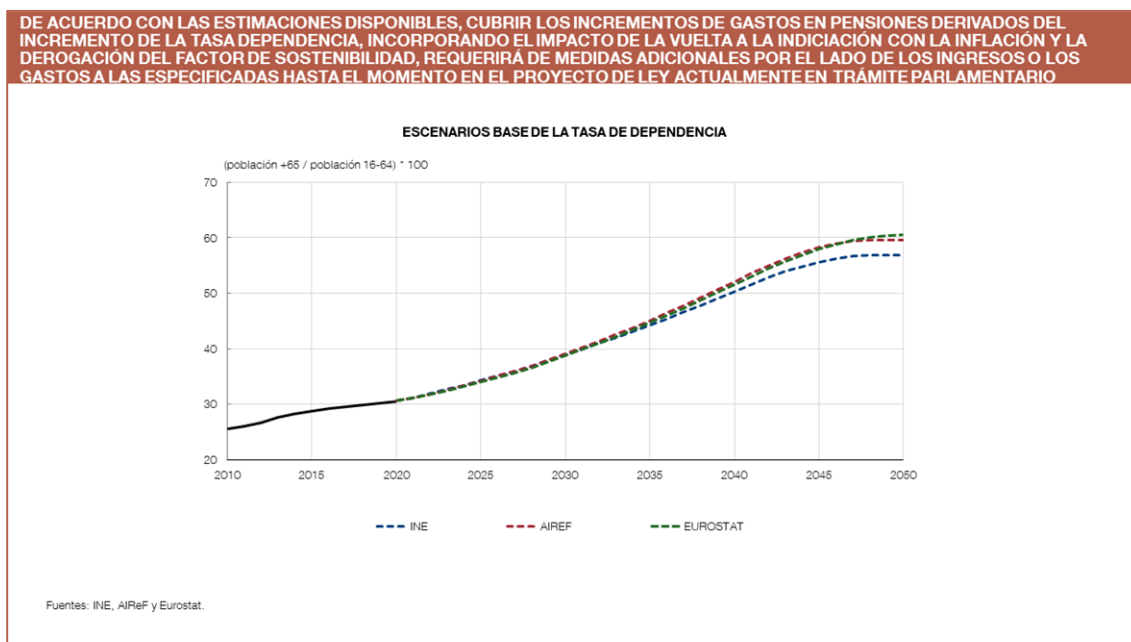
Permítanme destacar, como es bien sabido por todos, que las tendencias demográficas que se esperan en los próximos años y, en particular, el fuerte aumento en la tasa de dependencia²³, generarán una elevada presión sobre el sistema de pensiones. Las reformas aprobadas en 2011 y 2013 buscaban afrontar estas presiones introduciendo mecanismos que relacionasen los ingresos y gastos esperados del sistema (el llamado índice de revalorización de las pensiones) o que estableciesen un vínculo entre el importe inicial de las prestaciones y la evolución de la esperanza de vida. Estos mecanismos mejoraban de manera significativa la sostenibilidad financiera del sistema en el medio plazo, si bien, en el caso de que no se incorporaran nuevos ingresos, el ajuste se producía sobre todo a través de una reducción de la tasa de beneficio²⁴.

Estos mecanismos han sido desactivados recientemente, siendo sustituidos, en primer lugar, por un sistema de actualización de las prestaciones con la inflación. Se espera que esta decisión, contenida en el “Proyecto de Ley de garantía del poder adquisitivo de las pensiones y de otras medidas de refuerzo de la sostenibilidad financiera y social del sistema

²³ De acuerdo con los escenarios base del INE, la AIReF y Eurostat, esta tasa, definida como la ratio entre la población con al menos 65 años y la población entre 16 y 64 años, se elevará desde el 30% actual hasta un rango comprendido entre el 57% y el 61% en 2050.

²⁴ Para más detalles, véase Hernández de Cos (2021), “[El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia](#)”, Documento Ocasional 2106, Banco de España.

de pensiones”, redunde en un aumento del gasto en pensiones, de modo que dicho gasto aumentaría 3,3 puntos porcentuales de PIB entre 2019 y 2050, de acuerdo con las últimas estimaciones de la AIReF. A estas estimaciones se añadiría el incremento de gasto derivado de revocar el factor de sostenibilidad aprobado en 2013, que se estimaría en 0,9 puntos de PIB entre 2019 y 2050, según la AIReF.



Adicionalmente, el proyecto de ley de reforma de las pensiones establece un aumento permanente de las transferencias del Estado a la Seguridad Social con objeto de hacer frente a los denominados gastos impropios de esta, cifrados en, aproximadamente, el 2% del PIB. Las mayores transferencias del Estado implican la corrección del déficit actual del Sistema de la Seguridad Social pero, obviamente, tienen un efecto nulo sobre el conjunto de las cuentas de las Administraciones Públicas y, por tanto, sobre su sostenibilidad.

Por otra parte, se han incluido distintas medidas con objeto de alinear la edad efectiva de jubilación con la edad legal, que pueden suponer un alivio para el balance del sistema, si bien la estimación de su efectividad está sujeta a una elevada incertidumbre. El Gobierno estima un impacto, en términos de menor gasto, de entre 1,1 y 1,6 puntos porcentuales de PIB en 2050.

Finalmente, el factor de sostenibilidad será sustituido por el denominado Mecanismo de Equidad Intergeneracional, que contempla, a través de un incremento finalista de las cotizaciones sociales, aumentar la dotación del Fondo de Reserva de la Seguridad y la adopción de nuevas medidas a partir del año 2032 en función de cómo evolucione la ratio de gasto en pensiones sobre PIB. La concreción de estas nuevas medidas tendrá que ser negociadas en su momento. De acuerdo con la estimación gubernamental, el incremento de las cotizaciones sociales inicial ascendería al 0,2% del PIB entre 2023 y 2032 y podría generar unos ingresos acumulados en el Fondo de Reserva del 2,3% del PIB en el año 2032, que incluye la posible revalorización del stock a lo largo del tiempo. Adicionalmente, se ha establecido que el ajuste llevado a cabo por el Mecanismo de Equidad Intergeneracional, incluidas las potenciales nuevas medidas, no puede superar ocho décimas de PIB al año.

En conjunto, por tanto, de acuerdo con las estimaciones disponibles, cubrir los incrementos de gasto en pensiones derivados del incremento de la tasa dependencia, e incorporando el impacto de la vuelta a la indiciación de las pensiones con la inflación y la derogación del factor de sostenibilidad, requerirá de medidas por el lado de los ingresos o los gastos adicionales a las especificadas hasta el momento en el Proyecto de Ley actualmente en trámite parlamentario.

Para concluir mi análisis sobre la calidad del gasto público, permítanme subrayar la importancia de la eficiencia con la que se diseña y ejecuta dicho gasto. Este punto es, si cabe, particularmente importante ante la necesidad de adoptar un proceso gradual de consolidación fiscal. En este sentido, los proyectos que la AIReF ha desarrollado recientemente, sugieren la existencia de elevadas ganancias en lo concerniente a capítulos de gasto especialmente relevantes, como son el gasto farmacéutico, las subvenciones o las políticas activas de empleo²⁵. Es por eso, y como ya he señalado en otras ocasiones, que considero conveniente que estas recomendaciones sirvan como guía sistemática para el proceso de elaboración de las cuentas públicas.

La estructura y eficiencia de los ingresos públicos en España

El objetivo de reformar la estructura de las finanzas públicas debe centrarse, además, en una revisión integral del sistema tributario, para que este tenga una estructura que favorezca el crecimiento económico. Es con este fin que, en el pasado mes de abril, el Ministerio de Hacienda creó un comité de expertos cuyo dictamen se espera para febrero del año próximo.

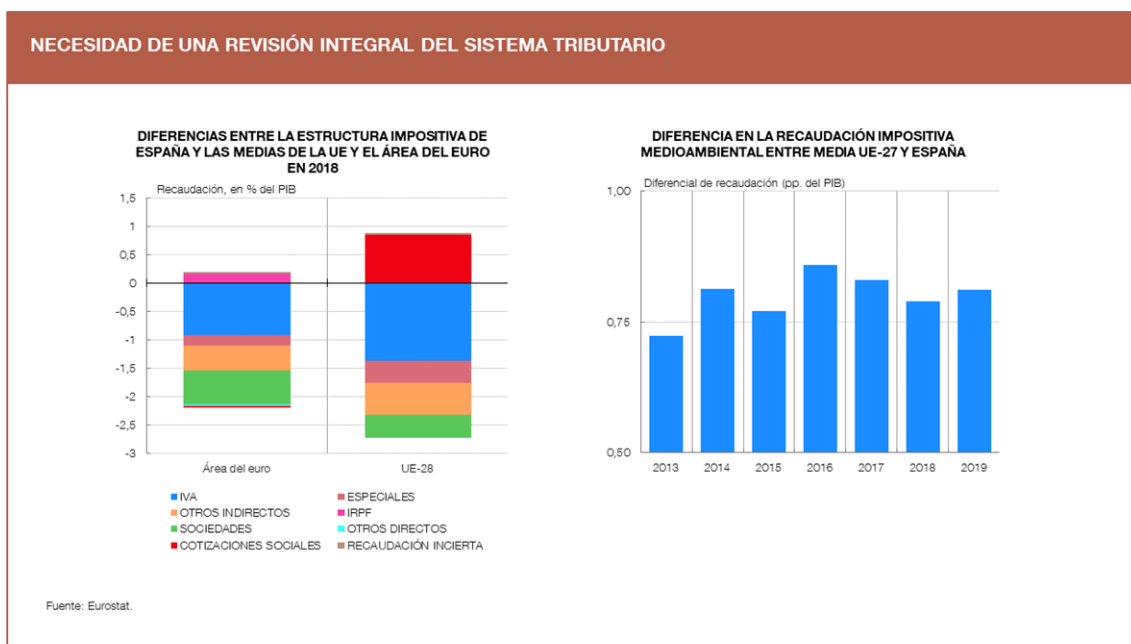
Sin embargo, permítanme por favor aprovechar esta oportunidad para destacar lo que a mi juicio son los aspectos relevantes que debería abordar una reforma del sistema impositivo español.

El primer punto se refiere a la recomposición de la estructura de ingresos públicos en España. Al igual que ocurre con el gasto, una comparación con los países de nuestro entorno puede resultar útil como punto de partida. De este ejercicio de comparación, se aprecia que España presenta una inferior presión fiscal proveniente de la imposición indirecta y en particular del IVA, donde la diferencia en recaudación con respecto a la media de la UE asciende a 1,5 pp del PIB en 2019. Esta brecha contribuye a explicar una parte de la menor recaudación impositiva que presenta España con respecto al conjunto de la UE en ese mismo año (un 39,2% frente a un 43,1%). Las diferencias en recaudación también se extienden a la imposición societaria, donde España recauda cerca de 0,7 pp menos sobre el PIB que la media de países de la UE. Por el contrario, nuestro sistema tributario obtiene una mayor recaudación relativa de la imposición sobre la renta de las personas físicas y las cotizaciones sociales.

El segundo punto que me gustaría destacar es la necesidad de que el sistema impositivo contribuya a reducir los efectos negativos derivados del cambio climático. El cumplimiento de los ambiciosos objetivos que España ha asumido en el medio y largo plazo comprende el despliegue de una amplia batería de medidas de gasto, una gran parte de ellas

²⁵ Véase la [Spending Review](#) de la AIReF.

impulsadas por el conjunto de las AAPP²⁶. La consecución de estos objetivos se vería facilitada si nuestro sistema impositivo promoviese una tributación medioambiental que se acercase a la de los países de nuestro entorno (en 2019, la recaudación por estos impuestos fue 0,8 pp del PIB inferior a la media de la UE).



El tercer punto que creo relevante subrayar se refiere a la necesidad de revisar de manera rigurosa el amplio espectro de beneficios fiscales que contempla nuestro sistema tributario. En muchos casos, es la existencia de elevadas bonificaciones y no los tipos impositivos más reducidos lo que explica la baja recaudación fiscal en España. En la actualidad, los beneficios fiscales no solo son de una cuantía elevada –la memoria de beneficios fiscales que acompaña a los PGE cuantifica en 41,9 mm la pérdida de recaudación asociada a los mismos–, sino que en algunas instancias su funcionamiento actual no respondería a los objetivos para las que fueron creados²⁷.

En cualquier caso, me gustaría terminar mi valoración sobre las posibles mejoras de nuestro sistema tributario recordando la idoneidad de que las reformas impositivas en ciertos ámbitos –como en los impuestos sobre el capital y los beneficios empresariales, o en materia medioambiental– sean consensuadas a nivel internacional. De esta forma, se evitarían las distorsiones derivadas del hecho de que haya bases fiscales fácilmente deslocalizables. A este respecto resulta esperanzador constatar los consensos que se están logrando en los últimos meses en materia de armonización fiscal.

3.2.2 El papel del programa NGEU

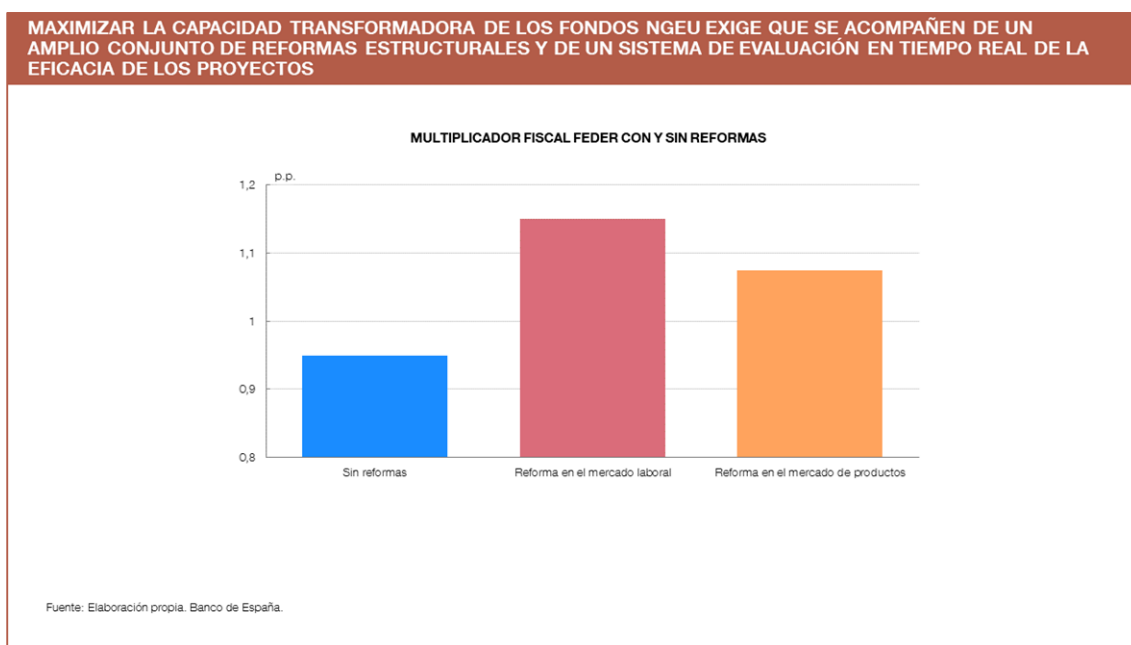
La doble vocación del programa NGEU –que persigue sustentar la recuperación económica y, a la par, facilitar la transformación estructural de la economía–, así como la magnitud de su dotación, brindan una oportunidad inédita para España. Esta orientación podría

²⁶ La Ley de cambio climático y transición energética aprobada este año pretende movilizar más de 200 mm de euros de inversión adicional a lo largo de la década 2021-2030. Véase [Ley 7/2021](#), de 20 de mayo.

²⁷ Véase AIReF (2020), [Estudio Beneficios Fiscales](#).

contribuir parcialmente a compensar los déficits de la economía española en cuanto a acumulación de capital humano y capital físico productivo al que me he referido anteriormente, a la vez que permita destinar recursos a los retos a los que se enfrenta la economía española, como son la creciente digitalización de la actividad, la transición ecológica y el envejecimiento poblacional. Además, en tanto los objetivos del programa NGEU persiguen aumentar el crecimiento potencial y la modernización y digitalización de las AAPP, cabría esperar un impacto positivo en las eficiencia y sostenibilidad de las finanzas públicas.

Permítanme efectuar algunas consideraciones en relación con cómo afrontar la implementación en el uso de estos fondos.



En primer lugar, el potencial transformador de este programa se maximizaría si se acompañase de medidas estructurales que favorezcan la reasignación de recursos entre empresas y sectores. De acuerdo con reciente estudio elaborado por el Banco de España existe un grado de complementariedad muy significativo entre dichas reformas y el efecto expansivo de los fondos europeos a medio y largo plazo.

En segundo lugar, el éxito del programa NGEU dependerá crucialmente de una cuidadosa y rigurosa selección de proyectos, de forma que estos se alineen con los objetivos de transformación estructural de la economía española en el medio y largo plazo. Para ello, dicha selección debería basarse en una evaluación rigurosa previa, y en un seguimiento en tiempo real, que permita corregir a tiempo las posibles desviaciones con respecto a los objetivos establecidos. A posteriori, siguiendo las mejores prácticas, debería facilitarse la evaluación del impacto por parte de la comunidad investigadora y de organismos independientes.

En tercer y último lugar, desde una perspectiva europea, este programa debería servir como embrión para una iniciativa de estabilización macroeconómica de carácter permanente. En este sentido, el efecto reputacional que se desprende de la correcta ejecución de los fondos

NGEU podría contribuir a crear un clima a nivel europeo que favorezca la eventual instauración de este mecanismo en el seno del sistema de gobernanza fiscal de la UE.

3.3 La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Para finalizar mi análisis de los retos a los que se enfrenta la política fiscal, permítanme que enumere unas breves reflexiones sobre la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que, en estos momentos, se encuentra en discusión²⁸.

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

1. Un marco de reglas fiscales que permita garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas es absolutamente necesario para el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM).
2. Hay que dotar a la UEM de un mecanismo de estabilización macroeconómico permanente que complemente la labor de la política monetaria.
3. Las reglas fiscales de la UE deben alinearse mejor con las transformaciones económicas estructurales que han tenido lugar desde que se formularon, incluida la caída secular de los tipos de interés y la evolución del crecimiento potencial de las economías.
4. Existe una necesidad de simplificar el marco actual y de mejorar su hasta ahora escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en épocas de bonanza que puedan utilizarse en los periodos de crisis.
5. Finalmente, sería conveniente contar con un mecanismo europeo de financiación de las importantes inversiones necesarias para afrontar los retos climáticos que no dependa del espacio fiscal de cada uno de los países.

Primero, la existencia de un marco de reglas fiscales que permita garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas es absolutamente necesario para el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Más allá de la necesaria separación entre la política monetaria y fiscal para garantizar la independencia del BCE en pos de dar cumplimiento a su mandato en materia de estabilidad de precios, la ausencia de un presupuesto común para los países miembros de la UEM hace que las políticas fiscales nacionales sean las responsables de la estabilización económica de cada país. Sin embargo, estas acciones de política fiscal, si no resultan compatibles con la sostenibilidad de la deuda pública, podrían tener un efecto negativo en el conjunto de la Unión. Este efecto se derivaría del posible aumento de los costes de financiación del resto de países miembros ante la presunción, contraria a la cláusula de no rescate instaurada en el Tratado de Maastricht, de que estos últimos tuviesen que asumir una parte de la deuda pública del país que no haya podido garantizar su solvencia. Es en este contexto en el que la disciplina inducida por un marco de reglas creíble resulta imprescindible.

Mi segunda observación se refiere a la ausencia de un mecanismo de estabilización macroeconómico permanente en la UEM que complemente la labor de la política monetaria. Si bien, como he comentado anteriormente, la puesta en marcha del programa NGEU representa un notable avance en esta dirección, a día de hoy no cabe considerarlo como el

²⁸ Véase Alloza et al. (2021), "[La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico](#)", Documento Ocasional 2121, Banco de España.

elemento de estabilización supranacional que necesita la UEM, toda vez que su carácter es transitorio y carece de una dotación suficiente y de una capacidad impositiva propia. Un verdadero mecanismo de estabilización macroeconómica debería tener carácter permanente y dotación suficiente, así como capacidad impositiva y de endeudamiento.

En tercer lugar, me gustaría destacar la necesidad de reformar las reglas fiscales que determinan la gobernanza de la UE para alinearlas mejor con las transformaciones económicas estructurales que han tenido lugar desde que se formularon. Por un lado, la caída secular de los tipos de interés a largo plazo hace que se puedan mantener niveles de deuda más elevados sin comprometer las finanzas públicas en el largo plazo, siempre que el crecimiento potencial no se haya reducido en paralelo. Por otro lado, la experiencia de la última década ha demostrado que los riesgos de cola podrían no ser manejables exclusivamente en el ámbito nacional. Así pues, se hace necesario un nuevo marco en el que las autoridades fiscales nacionales y supranacionales se complementen entre sí, con las primeras actuando como garantes de la sostenibilidad de la deuda doméstica en el medio plazo y las segundas respondiendo a las perturbaciones extremas, a la vez que completan la actuación de la política monetaria mediante la determinación del tono agregado de la política fiscal en el área del euro.

Mi cuarta reflexión se centra en la conveniencia de simplificar el marco actual y de mejorar su hasta ahora escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en épocas de bonanza que puedan utilizarse en los períodos de crisis. Este objetivo requeriría un mejor diseño del esquema de incentivos que rige el cumplimiento de las reglas, así como, probablemente, un reforzamiento del papel que desempeñan las autoridades independientes de responsabilidad fiscal, como la AIReF.

Por último, me parece también conveniente destacar el reciente debate sobre la posibilidad de que el gasto público realizado con el objeto de combatir el cambio climático sea excluido a la hora de evaluar el cumplimiento de las reglas fiscales. Si bien esta propuesta es conceptualmente atractiva, dado su posible efecto positivo a la hora de lograr los objetivos climáticos adoptados por España, también cabe recordar que no está ausente de inconvenientes. Estos se centrarían en la dificultad que entraña el delimitar una definición de gasto que pueda acogerse a esta iniciativa, así como el hecho que, al tratarse de un problema global, la lucha contra el cambio climático debería articularse desde una dimensión supranacional y no limitarse al ámbito doméstico.

4 Conclusiones

En mi intervención ante esta Cámara, he intentado poner de manifiesto la importancia de que cada proyecto de PGE se adecúe a las necesidades coyunturales de cada ejercicio económico. Es razonable suponer que ante una recuperación aun parcial y con notables elementos de incertidumbre, la política fiscal continúe dando un apoyo selectivo a aquellas áreas donde su actuación se considere justificada.

CONCLUSIÓN

1. En la coyuntura actual, en la que la economía se está recuperando gradualmente de la profunda crisis económica provocada por la pandemia, si bien aún de forma incompleta, desigual y sujeta a múltiples incertidumbres, se hace necesario mantener el apoyo de la política monetaria y fiscal.
2. Las medidas de estímulo de la política presupuestaria deben ser muy selectivas y focalizadas, y evitar incrementos adicionales del déficit público estructural y el posible “recalentamiento” de los sectores más tensionados.
3. En paralelo, debe diseñarse una estrategia de consolidación fiscal cuya ejecución permita, una vez superada la crisis, reducir la vulnerabilidad de las cuentas públicas y reconstruir los márgenes fiscales. En la medida en que dicha estrategia se diseñe con rigor, se anuncie con prontitud y goce de amplios consensos, su efectividad se verá incrementada notablemente.
4. Se hace necesaria también una revisión integral del gasto y del sistema impositivo que mejore su contribución al crecimiento económico.
5. Finalmente, hay que maximizar el impacto transformador de los fondos NGEU con una selección cuidadosa de los proyectos, su evaluación continua y la implementación complementaria de un conjunto integral y ambicioso de reformas estructurales que reduzcan los obstáculos que limitan la capacidad de crecimiento de nuestra economía.

Al mismo tiempo, sin embargo, he querido remarcar que, desde una perspectiva temporal más amplia, resulta necesario reconocer la fragilidad de la situación de las cuentas económicas de nuestro país, que ya existía antes de la crisis y que la necesaria respuesta a la pandemia ha aumentado adicionalmente, con un déficit estructural y un nivel de endeudamiento público muy elevados.

Esta fuente de vulnerabilidad exige una respuesta decidida de la política fiscal en tres frentes. En primer lugar, mediante el planteamiento de una política fiscal rigurosa que, aun manteniendo el tono expansivo que pueda requerir la coyuntura económica, sea eficiente y selectiva en el uso de recursos públicos y someta a una rigurosa valoración aquellos aumentos del gasto público que tengan un carácter permanente.

En segundo lugar, mediante el planteamiento temprano y una ejecución gradual una vez la recuperación sea sólida, de un proceso de saneamiento de las finanzas públicas, que permita dotar a la política fiscal del margen de maniobra necesario para actuar en respuesta a posibles crisis futuras.

Por último, quiero llamar la atención sobre la conveniencia de adecuar nuestra estructura de ingresos y gastos públicos a un diseño que favorezca el crecimiento económico y facilite la transformación estructural que necesita nuestro país. En este sentido, los fondos NGEU ofrecen una oportunidad única para, a través de una minuciosa selección de los proyectos y su acompañamiento con reformas estructurales ambiciosas, mejorar el crecimiento potencial de la economía en el medio y largo plazo.

Abordar estos desafíos adecuadamente requiere un esfuerzo conjunto y duradero en el tiempo. Pero, de materializarse completamente, sus potenciales beneficios impactarían positiva y persistentemente en nuestra economía y en el bienestar de la ciudadanía.