

17 de marzo 2024

Entrevista al gobernador en El Periódico

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España

En su última reunión, el Consejo de Gobierno del BCE ya empezó a discutir la retirada del tono restrictivo de la política monetaria. ¿El escenario central más probable ahora mismo es una primera bajada de tipos en junio?

No estamos haciendo una orientación explícita, pero eso es compatible con dar alguna indicación al mercado y a los ciudadanos sobre lo que podemos hacer a futuro. Si uno toma en consideración la reducción de la inflación en los últimos meses (la subyacente también), la debilidad del crecimiento en el área del euro, la fortaleza de la transmisión de la política monetaria, y si se cumplen nuestras previsiones macroeconómicas en los próximos meses, lo normal es que empecemos la reducción de los tipos pronto y junio podría ser una buena fecha para iniciarla.

¿Y cree que va a haber un consenso dentro del Consejo de Gobierno?

Las discrepancias en el Consejo de Gobierno son legítimas, enriquecen el debate y, además, hasta el momento han estado relativamente acotadas. En cualquier caso, creo que el grado de consenso actual es muy elevado y espero que siga siendo así.

El mercado espera más o menos tres bajadas de 0,25 puntos básicos de aquí a final de año. ¿Le parece un escenario razonable?

De acuerdo con las proyecciones del Eurosistema, sobre las que hemos ganado mucha confianza en los últimos trimestres porque los errores de previsión sobre la evolución de la inflación han sido muy reducidos e incluso a la baja, la curva de tipos que estamos observando en este momento en los mercados es compatible con el cumplimiento de nuestro objetivo de inflación de medio plazo del 2%. Pero más allá no quiero ir. El nivel de incertidumbre es muy elevado, lo que justifica que no debamos ser muy explícitos sobre la pauta temporal de los tipos. De hecho, la curva de tipos de los mercados no es fija y reacciona a los datos que se van recibiendo, en particular sobre el PIB, el empleo y, por supuesto, la inflación.

Hay un debate sobre si el BCE se está equivocando, si está actuando demasiado tarde. Usted ha advertido en alguna ocasión de que hay que evitar tanto un endurecimiento excesivo como uno insuficiente. ¿No corren el riesgo de llegar tarde, de infligir un daño excesivo?

Insisto, nuestras previsiones macroeconómicas ahora son compatibles con un cumplimiento del objetivo de inflación en el medio plazo. De acuerdo con estas previsiones, la inflación alcanzaría el 2% a partir de mitad del año que viene y se mantendría así de una manera continuada para el resto de los trimestres hasta el año 2026, que es el último año de ese ejercicio de proyección. Y vemos que los riesgos al alza y a la baja están equilibrados. En el BCE tenemos ahora un objetivo simétrico de inflación del 2%. Esta es una de las principales novedades de la revisión de la estrategia de política monetaria que aprobamos en julio de 2021. Esto quiere decir que nos preocupan en la misma medida las desviaciones, tanto al alza como a la baja, respecto al objetivo. Por eso va a ser muy importante calibrar adecuadamente la pauta de reducción de los tipos de interés en los siguientes trimestres de forma que evitemos tanto un endurecimiento insuficiente como un endurecimiento excesivo.

¿Usted no sería partidario de bajar los tipos antes?

Hemos de tener la discusión en abril. Pero el escenario central a día de hoy, si se cumplen las previsiones, y podemos tener sorpresas en una u otra dirección, es el que decía antes. Hay analistas que prevén un menor crecimiento del área del euro, lo que generaría un proceso desinflacionista más rápido y, por tanto, consideran que el BCE debería reducir los tipos de interés antes o incluso que debería haber empezado a reducirlos ya. Otros analistas piensan lo contrario. Eso es completamente legítimo. Pero nosotros tenemos nuestra propia visión. Lo importante es saber reaccionar dependiendo de cómo los datos te van dando o no la razón y no anclarse incondicionalmente a ningún tipo de pauta de política monetaria.

¿Los bancos españoles han entorpecido la transmisión de la política monetaria al trasladar la subida de tipos del BCE más a los créditos que a los depósitos?

La evidencia que tenemos es que la transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación de la economía, tanto en tipos de interés, como en términos de volumen del crédito, ha sido muy fuerte. Dicho esto, la economía española tiene algunas especificidades. Y efectivamente se ha producido una transmisión más lenta y menor a los depósitos de las familias. También es verdad que en algunos segmentos de crédito se ha producido una transmisión menor del alza en los tipos de interés oficiales. En todo caso, hay características estructurales de la economía española que hacen que la transmisión de la política monetaria en su conjunto sea más rápida que en otros países. Esto tiene que ver, sobre todo, con el hecho de que los tipos de interés variables siguen predominando en las hipotecas de las familias españolas.

¿Tiene sentido el descontento con la banca por no estar trasladando debidamente la subida de tipos a los depósitos?

Es un hecho que, como decía, el sector bancario español ha trasladado en menor medida que el de otros países el incremento de los tipos de interés a los depósitos de los hogares.

Y en el Banco de España hemos analizado las razones de este fenómeno. Una razón tiene que ver con el exceso de liquidez y con la evolución del crédito. En el caso de la economía española, como en la italiana, la desaceleración de la demanda de crédito ha sido muy significativa. Las entidades no han tenido que competir tanto por los depósitos porque la caída de la demanda de crédito ha sido mayor. Eso ha generado que el exceso de liquidez, generalizado en el área del euro, haya sido superior en el caso de los bancos españoles y, por tanto, la presión para trasladar la subida de tipos a los depositantes también haya sido menor. Encontramos también una segunda razón. Se ha producido un incremento del grado de concentración bancaria en nuestro país, que de acuerdo con la evidencia empírica de la que disponemos, también ha podido jugar un papel, aunque menos relevante cuantitativamente que el primer factor mencionado.

A pesar del endurecimiento de la política monetaria, parece que el crecimiento de la economía española aguanta mejor que el de la zona euro. Esta misma semana, el Banco de España ha revisado al alza su previsión para 2024

La transmisión de la política monetaria está siendo fuerte. Pero la política monetaria es solo uno de los aspectos que afectan a la economía. Hay otros factores y otras políticas económicas, como la política fiscal, que también juegan su papel. La principal razón por la que hemos revisado al alza la previsión para este año no es porque veamos una dinámica distinta en 2024 de la que veíamos hace tres meses, sino porque en el último trimestre del 2023 la economía creció el doble de lo que habíamos previsto, sobre todo por un mayor dinamismo del consumo público y la variación de existencias, factores que previsiblemente perderán vigor en los próximos trimestres. Pero hay otras variables que indican una cierta debilidad del crecimiento económico como la atonía de la inversión privada. Es una variable que todavía no ha recuperado los niveles previos a la pandemia y eso, si no se revierte, puede tener consecuencias negativas para el crecimiento potencial futuro de la economía. ¿Por qué la economía española está creciendo entonces más que la del área del euro en este último período? Primero, habíamos caído más durante la pandemia, con lo cual el efecto rebote también está siendo mayor. Además, estamos recibiendo flujos migratorios muy significativos, de más de un millón de personas desde el inicio de la pandemia. El sector turístico está siendo un generador de dinamismo económico también muy importante. En conjunto, en términos de PIB real hemos recuperado el nivel previo a la pandemia de manera similar a otros países europeos en el acumulado de los últimos cuatro años. Pero cuando uno lo ve en términos per cápita, precisamente como consecuencia de la dinámica tan boyante de la inmigración, esa evolución es compatible con que de nuevo hayamos divergido en relación con el resto de los países europeos. Este aspecto ilustra los problemas estructurales que tiene la economía española, tanto en términos de mayor tasa de desempleo como de baja productividad. Por eso es tan importante la aplicación de las reformas estructurales que son necesarias para eliminar estos frenos a una mayor prosperidad.

¿Qué papel está jugando la incertidumbre política?

Cuando en las encuestas del Banco de España preguntamos a los empresarios sobre cuáles son algunas de las preocupaciones que están teniendo consecuencias negativas sobre su actividad, el principal factor que nos subrayan como preocupante desde hace algunos trimestres es la incertidumbre sobre las políticas económicas.

Esta semana se ha producido el adelanto electoral en Cataluña y la posterior renuncia del Gobierno español a aprobar unos Presupuestos para 2024 ¿Qué impacto puede tener esta incertidumbre política sobre el crecimiento económico, sobre las perspectivas de inversión de las empresas?

Creo que todo esto es una ilustración más de la incertidumbre política que estamos viviendo. Con un Parlamento muy fragmentado, se está demostrando muy difícil lograr los consensos que permitan, por ejemplo, la aprobación de los Presupuestos. Los Presupuestos juegan en cualquier país un papel muy importante para el diseño de la política económica que luego se va a implementar durante el ejercicio. La ausencia de Presupuestos confirma que esa incertidumbre que perciben los ciudadanos, en particular los empresarios, y que muestran las encuestas, es real. De mantenerse esta incertidumbre efectivamente podría acabar teniendo efectos negativos sobre el crecimiento económico. De ahí la importancia de que se logren los consensos políticos que permitan realizar las reformas y también diseñar y aplicar el proceso de consolidación fiscal que nuestra economía necesita.

¿La no aprobación de unos Presupuestos para 2024 puede demorar, por ejemplo, la implementación de los fondos europeos?

No sé cuál es el impacto económico real, pero entiendo que será difícil que no tenga ninguno.

Las nuevas reglas fiscales obligan a cada país a presentar un plan de ajuste a cuatro o siete años antes del 20 de septiembre. ¿Con el actual escenario político, lo ve posible?

La necesidad de un proceso de ajuste, de consolidación fiscal que permita una reducción gradual de nuestros desequilibrios fiscales, es una prioridad absoluta. Debemos corregir la vulnerabilidad que supone tener un nivel de endeudamiento y un déficit público estructural tan elevados. Además, se acaba de aprobar un nuevo marco europeo, que es una pieza clave para que la Unión Económica y Monetaria funcione adecuadamente. Su cumplimiento estricto es fundamental para su credibilidad. El proceso de consolidación fiscal en España va a requerir más de una legislatura. De nuevo, un consenso nacional sobre esta cuestión es fundamental.

¿Qué grado de ajuste del déficit va a tener que asumir la economía española en cada uno de los próximos años con las nuevas reglas fiscales? La Airef cifra el ajuste anual necesario en el entorno de los 10.000 millones. ¿Han hecho sus propios cálculos?

La magnitud del ajuste anual depende del período considerado, que puede variar, de acuerdo con el nuevo Pacto de Estabilidad, entre cuatro y siete años. Los números que ha publicado la AIREF nos parecen correctos y se corresponderían con un plan de ajuste a cuatro años. Para un plan de siete años, que tendría que venir acompañado de inversiones y reformas, el ajuste promedio anual se situaría en el entorno de media décima de PIB.

La jornada laboral media se ha reducido de facto en España. ¿Siendo así, tiene sentido normalizar esa tendencia a través de una reforma como la que plantea el Gobierno, para reducir la jornada semanal legal de 40 a 37,5 horas?

Efectivamente hay una tendencia estructural de reducción de las horas promedio que trabajamos los españoles. Más recientemente, se ha producido también un incremento de las bajas por incapacidad temporal. Este es un tema que hay que analizar con cuidado. Podría relacionarse con un efecto desfasado de la crisis sanitaria de 2020, pero si tuviera un componente más estructural acabaría reduciendo el crecimiento potencial de la economía española. Estamos en máximos de gasto de incapacidad temporal en España. No es un fenómeno exclusivo de España, está pasando también en otros países de nuestro entorno, como Italia, Francia o Alemania. En todo caso, en relación con la reducción de la jornada laboral legal, creo que hay que ser cuidadoso para evitar errores de política económica. La reducción media de la jornada se está produciendo con una enorme heterogeneidad por empresas -incluso por individuos dentro de las empresas- y por sectores económicos. Para mí lo más importante sobre esta discusión es que, si no queremos perjudicar la productividad de la economía, es esencial preservar la heterogeneidad en la determinación de las horas trabajadas en cada uno de los sectores y en cada una de las empresas.

¿Le parecen justas las críticas sociales y políticas a los bancos por el incremento de beneficios que ha tenido en los últimos dos años?

La obligación del Banco de España es analizar con detenimiento todo lo que sucede al sector bancario, que estamos encargados de supervisar. Los beneficios bancarios son la primera línea de defensa del sector ante una posible crisis económica, de tal manera que sin recurrir a la utilización de los colchones de capital que les exigimos, esos beneficios puedan servir para reforzar su resiliencia. Tras un período largo de rentabilidades muy bajas en el sector, lo que se ha producido en los últimos años es un incremento significativo de esa rentabilidad. Ese incremento se deriva en buena medida del aumento de los márgenes de intereses, como consecuencia de que los bancos trasladan de una manera inmediata a sus activos el incremento de los tipos de interés, y en menor medida al pasivo. Sin embargo, una parte de ese incremento de la rentabilidad no se va a sostener en el tiempo, entre otras cosas porque también es esperable un incremento de la morosidad y del riesgo de crédito. De ahí que desde el Banco de España estemos solicitando al sector que aumente su grado de resistencia y destine parte de los beneficios actuales a aumentar sus ratios de solvencia.

Los dos partidos del Gobierno han pactado hacer permanente el impuesto a la banca, que recae sobre unos ingresos que previsiblemente en los próximos años no conservarán su reciente tendencia al alza. ¿Cuál es su opinión?

En esta discusión me parece relevante tomar el ejemplo italiano. En el caso de que el Parlamento español decidiera mantener como permanente el impuesto, una manera de aliviar la preocupación que suscita para la estabilidad financiera podría ser dar a los bancos la posibilidad de que se deduzcan las aportaciones adicionales a reservas o a capital. Básicamente, estaríamos generando un incentivo a la acumulación de capital y por tanto a aumentar la resiliencia del sector bancario. Esto es lo que se ha hecho en el caso italiano y

sería una manera de hacer compatible esa medida con reforzar la situación de solvencia del sector.

¿Ha tenido la oportunidad de trasladarle esta esta idea a los ministros de Economía o Hacienda?

Sí, lo he hecho.

Se cumplen 12 años de la intervención de Bankia en un par de meses. ¿Cómo supervisor, están cómodos con la participación pública, del Estado, en una entidad financiera?

Desde el primer momento se entendió que la presencia estatal en la entidad debería tener un carácter temporal. Creo que mantener este criterio sigue siendo adecuado. No me parece fácil justificar de una manera estructural la presencia del sector público en el sector bancario. Dicho esto, el momento en el que se produzca esa desinversión hay que elegirlo adecuadamente y eso le corresponde, por supuesto, al Gobierno. Pero creo que el criterio inicial sigue siendo válido.

Su mandato como gobernador vence el 11 de junio. ¿Qué planes tiene para después de esta fecha?

Sinceramente el trabajo de gobernador es muy intenso y no te permite pensar en el día después. Quedan tres meses y lo más importante es que sigamos haciendo las cosas bien y que acabemos los proyectos pendientes.

¿Se ve en el sector privado a medio plazo?

No quiero pensar en el futuro. Creo que no es el momento.

¿Y en política, se ve?

Se me preguntó en su momento y respondí que yo no estaba en eso y sigo sin estar en eso.

¿Qué perfil debería tener el nuevo gobernador o gobernadora?

No me compete a mi entrar en el debate y la discusión sobre el futuro gobernador. Yo siempre he dicho que esta casa, el Banco de España, tiene dos pilares que son absolutamente fundamentales, que son la independencia y el rigor analítico. Y todos los que trabajamos en esta casa debemos comportarnos sobre la base de esos dos principios.

Entre los nombres de los que se habla para el puesto de nuevo gobernador, se menciona el de la actual subgobernadora, Margarita Delgado. ¿Sería una buena opción?

No voy a entrar en esa discusión. Lo único que puedo decir es que Margarita ha sido una excelente subgobernadora, que hemos formado un equipo muy cohesionado, en el que

hemos compartido la totalidad de los objetivos. Solo tengo palabras de agradecimiento por su trabajo.

¿Sería bueno que se mantuviera el tradicional consenso entre los dos partidos principales a la hora de proponer los nombres que sustituyan al gobernador y a la subgobernadora?

Creo que es fundamental el consenso en los nombramientos de los responsables de las instituciones independientes, precisamente para reforzar la percepción de independencia y rigor técnico. En el Banco de España esa es la tradición y creo que es importante que se mantenga.

¿La tradición es que el Gobierno propone al gobernador y la oposición, al subgobernador?

Sí. Pero además es importante que todos entiendan que las dos personas elegidas, con independencia de quién las proponga, cuentan con la capacidad técnica y la independencia requeridas.