

## Carta de la Redacción

La pandemia de COVID-19 determina de tal manera los escenarios económicos que todas las previsiones sobre crecimiento, empleo o inflación están supeditadas al modo en que pueda comenzar a doblarse la propagación de la enfermedad. La progresiva extensión del programa de vacunación a lo largo de 2021 reducirá la incertidumbre y normalizará gradualmente el comportamiento de los agentes económicos en relación con el consumo, la inversión o el comercio exterior.

Entre las lecciones que cabe aprender de esta crisis hay una que tiene que ver con el alcance global de la misma y con la necesidad de arbitrar respuestas conjuntas que hagan frente a ese gran desafío, algo que para España solo cabe interpretar desde una posición coordinada en el seno de la Unión Europea. Tanto el Banco Central Europeo como la propia Unión han demostrado, poniendo en juego más recursos que nunca, que ese es el camino a seguir.

Sin embargo, cada país habrá de enfrentarse a los retos presentes y futuros desde sus propias fortalezas y debilidades, de las que ya lo caracterizaban antes de la pandemia, y con la carga añadida de restañar las secuelas propias de la crisis, diferentes en cada caso, como muestran los distintos resultados de crecimiento, empleo y déficit del año 2020 en los países de la Unión Europea.

Llamar la atención sobre las tareas que nos esperan en la pospandemia, sobre cuál puede o deber ser signo de la política fiscal y de la política monetaria, puede parecer inoportuno cuando todavía hay por delante un largo camino para recuperar todo lo que se ha perdido. El momento presente requiere mantener el pulso de los estímulos fiscales, sostener las rentas de los trabajadores y de los autónomos, afrontar la recapitalización de las

empresas viables y desarrollar eficazmente los fondos provenientes del Plan Europeo de Recuperación.

Con los tipos de interés bajo mínimos, las dificultades para alcanzar el objetivo de inflación y el crecimiento esperado del PIB nominal, los esfuerzos para espolear el crecimiento deben estar por delante de la preocupación por el aumento de la deuda pública. Es más, las cicatrices de la crisis en el tejido productivo y sus secuelas sobre la desigualdad requerirán importantes esfuerzos colectivos para retomar una senda de crecimiento sostenible, adaptarse a los nuevos requerimientos de la digitalización de la economía y hacer frente al cambio climático. El Plan Europeo de Recuperación debe ser un instrumento fundamental para llevar adelante un programa de inversión pública y privada que refuerce el crecimiento potencial de la economía española, tan dañado por los efectos de la crisis.

La crisis pasará. La política monetaria ha desempeñado un papel fundamental para suministrar liquidez durante la pandemia y si el tipo de interés natural continúa en niveles tan bajos como los actuales y la inflación se resiste a subir, habrá más tiempo para recuperar la normalidad. Pero en algún momento el Banco Central Europeo reducirá o suprimirá sus adquisiciones de deuda soberana y revisará su política de tipos de interés. En política fiscal, si bien la sostenibilidad de la deuda pública se evalúa ahora más por los costes financieros que genera que por su peso respecto al PIB, existen dos contingencias que pueden alterar el modo en que los mercados contemplan la deuda de algunos países: la desactivación de la cláusula general de salvaguardia y el retorno progresivo a las obligaciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y la propia reducción de las compras de activos por el BCE. El debate sobre cuándo

y cómo debe ser la política macroeconómica en la era pospandemia está ya abierto en Europa, como se deduce de las declaraciones de algunos responsables políticos.

Pensar más allá de la pandemia es, por tanto, necesario para anticipar el curso de las acciones que habrá que llevar a cabo. Algunas se recogen en este número de *Cuadernos de Información Económica*: la sostenibilidad de la deuda pública, el desequilibrio financiero del sistema de pensiones, los efectos que puede tener para los países más endeudados de la UE la desactivación de la cláusula de salvaguardia, las limitaciones de la política monetaria actual para estimular el crédito y sus efectos distorsionadores sobre la propia actividad financiera.

Entre los acontecimientos que suelen acompañar al cambio de año en el ámbito de la política económica, posiblemente el más relevante sea la entrada en vigor de unos nuevos Presupuestos Generales del Estado. La aprobación tardía y las prórrogas de ejercicios anteriores habían creado una atmósfera de provisionalidad que, por razones relacionadas con la inestabilidad política y la falta de una mayoría parlamentaria suficiente, limitaba la capacidad del gobierno para desarrollar sus propias políticas. Es necesario, por tanto, destacar la importancia de que 2021 comience con unos nuevos presupuestos, más necesarios si cabe por los retos de todo orden —sanitarios, económicos y sociales— a que nos enfrentamos.

Los efectos de la COVID-19 sobre los ingresos y gastos públicos se han dejado sentir en la liquidación de los presupuestos de 2020 con toda su crudeza, hasta arrojar un déficit que superará de largo el -11 % del PIB, tanto por el impacto del desplome de la actividad económica como por las medidas discrecionales adoptadas por el gobierno para apoyar a empresas y familias. El artículo de JOSÉ FÉLIX SANZ y DESIDERIO ROMERO realiza una descripción valorativa de los Presupuestos del Estado de 2021. A pesar de la esperada recuperación de la actividad económica —más optimista en las estimaciones del Gobierno que en las de otros organismos e instituciones— y de las medidas fiscales adoptadas, la previsión oficial de déficit de 2021 para el conjunto de las administraciones públicas se sitúa en el -7,7 % del PIB. El impacto de la pandemia sobre el presupuesto se manifiesta por dos cauces principales: la menor recaudación de ingresos como resultado de la fuerte caída de la actividad económica, y el aumento de gastos derivado de las medidas de apoyo público a empresas y familias. En relación con los ingresos, si el ritmo de la recuperación y la creación de empleo

no alcanzan las previsiones del Gobierno, será difícil conseguir las cifras de recaudación incluidas en los presupuestos, ni siquiera con el efecto de los cambios normativos de naturaleza tributaria y la creación de nuevos impuestos. Por el lado del gasto, la evolución de la pandemia en el mes de enero ya ha dado lugar a la ampliación, al menos hasta finales de mayo, de las prestaciones por expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y para trabajadores autónomos afectados por cese de actividad, circunstancia que no estaba contemplada en los presupuestos. De alcanzarse la cifra de déficit prevista por el Gobierno, la deuda pública cerraría 2021 por encima del 117 % del PIB, es decir, 22 puntos por encima de la existente a finales de 2019. Sin embargo, a pesar de ese fuerte aumento, los costes financieros en 2021 serán muy similares a los de 2019, dados los bajos tipos de interés a los que se colocan las emisiones de nueva deuda pública y el papel que está desempeñando el Banco Central Europeo, de modo que la sostenibilidad no parece peligrar a corto plazo incluso en este escenario de endeudamiento. A su vez, la principal novedad del Presupuesto del Estado es la incorporación de 27.000 millones de euros procedentes del Plan Europeo de Recuperación *Next Generation*. El efecto multiplicador de estos fondos en 2021 quizá no sea tan elevado como el que el Gobierno anticipa en las previsiones de crecimiento, pero son una oportunidad de primer orden para la modernización de la economía española en retos tan importantes como la digitalización, la transición ecológica y, en general, la mejora de la productividad. El acierto en el diseño, selección y posterior ejecución de los proyectos será determinante para garantizar el éxito de todo el programa, que en conjunto puede llegar hasta 140.000 millones de euros en los próximos seis años.

El Presupuesto de la Seguridad Social es el principal mecanismo a través del cual se distribuyen las prestaciones económicas del sector público entre los hogares españoles. Por volumen de gasto consolidado representa el 42 % de los Presupuestos Generales del Estado. Aunque en gran medida está condicionado por el régimen contributivo de la mayor parte de sus prestaciones y por las reglas que las regulan, existen novedades apreciables en la liquidación de 2020 y en el presupuesto de 2021, tanto por el impacto de la COVID-19 como por algunos cambios normativos en ingresos y gastos. Cabe destacar la caída de ingresos por exoneraciones en las cotizaciones derivada de los ERTE y de las prestaciones por cese de actividad de los autónomos, así como el aumento de gastos por este mismo concepto, o la implantación del ingreso mínimo vital y el aumento de las dotaciones para dependencia.

Con todo, el principal reto al que se enfrenta la Seguridad Social, señala el artículo de EDUARDO BANDRÉS, es cómo atajar su desequilibrio financiero, tanto el presente como especialmente el futuro. Si bien una parte de los denominados “gastos impropios” deberían financiarse con impuestos y no con cotizaciones, cargarlos en su totalidad sobre el presupuesto del Estado ni tiene justificación en un sistema contributivo ni resuelve el problema de insuficiencia financiera del sector público en su conjunto. Adicionalmente, las proyecciones de gasto en pensiones para los tres próximos decenios conducen, inexorablemente, a la realización de reformas en parámetros como las reglas de cálculo de la pensión inicial, la edad de jubilación, el régimen de cotización o la gradación que debe adoptar la revalorización de las pensiones con arreglo a la evolución de la inflación. Dicho de otro modo: no parece que pueda sostenerse el equilibrio financiero de la Seguridad Social si no se reduce la tasa de sustitución de la pensión respecto al salario medio de la economía.

Los Presupuestos del Estado para 2021 incorporan dos nuevas figuras impositivas, el impuesto sobre las transacciones financieras y el impuesto sobre determinados servicios digitales. El primero ya fue objeto de análisis en el número 278 de esta revista y el segundo se estudia ahora en el trabajo de GIULIO ALLEVATO y ANTONIO DE VITO. Más allá de la necesidad de aumentar los ingresos públicos, lo cierto es que la reestructuración del marco fiscal que grava la actividad de las empresas multinacionales se ha focalizado en toda Europa en aquellas que desarrollan negocios digitales, para las que resulta relativamente fácil el traslado de beneficios a los países con menor tributación. La falta de un acuerdo a nivel europeo ha impulsado a numerosos países —entre ellos, España— a crear de forma unilateral sus propios impuestos sobre los servicios digitales. En este número de *Cuadernos de Información Económica* se examinan los problemas estructurales y de diseño que acarrea la implantación de este tipo de fiscalidad. Entre ellos, uno no menor es determinar quién soporta finalmente el impuesto: el titular del servicio, como se pretende, o bien proveedores, consumidores o incluso empleados, como sostiene parte de la literatura y como ya comienza a observarse en la práctica comercial de las grandes empresas del sector. Aspectos muy sensibles como la definición de “transacciones digitales”, la determinación del ámbito de gravamen, los umbrales para su aplicación o el tipo impositivo dan lugar a reglas diferentes entre países de una misma área económica, como la Unión Europea, que pueden fragmentar el mercado único, aumentar la competencia fiscal y generar lagunas legales que favorezcan el fraude. La OCDE ha acordado un

programa de trabajo dirigido a resolver los retos fiscales de la digitalización de la economía que debería dar lugar a cambios coordinados en la legislación tributaria de los países y en los convenios sobre fiscalidad internacional. Probablemente ese sería el camino más adecuado en una economía global.

La excepcional coyuntura por la que está atravesando la economía europea, debido a la crisis del coronavirus, ha exigido la adopción de medidas extraordinarias de política fiscal que desbordaban los límites de déficit público establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En el mes de marzo, la Unión Europea activó la cláusula general de salvaguardia que suspende temporalmente la aplicación de dichos límites. En función de la evolución de la pandemia y de sus efectos sobre la economía, el año 2021 podría abrir un periodo de conversaciones sobre la desactivación de la cláusula, arbitrando nuevos mecanismos de retorno progresivo a las normas fiscales anteriores a partir de 2022 o incluso con posterioridad. El artículo de ERIK JONES analiza los distintos vectores que convergen en ese debate y que pueden resumirse en la necesidad de hacer compatible una política fiscal expansiva en el corto plazo con la sostenibilidad de la deuda pública a medio plazo. Reparar los daños económicos y sociales provocados por la COVID-19 al tiempo que se gestiona una senda de consolidación fiscal —y en algún momento habrá que iniciar ese camino— será una tarea especialmente difícil para los países más endeudados, sobre todo si esta debe extenderse más allá de la capacidad del Banco Central Europeo para mantener su estrategia de adquisición de valores públicos. La decisión de cuándo y cómo se desactiva la cláusula de salvaguardia será una decisión política y sería recomendable que vaya acompañada de las reformas necesarias para que los países más endeudados y que más han sufrido el impacto de esta crisis puedan acomodar su posición fiscal a sus objetivos de crecimiento.

La prolongación de las políticas monetarias expansivas, y especialmente de los tipos de interés ultrarreducidos, primero por la desaceleración de finales de 2019 y después por los efectos de la pandemia, está generando importantes distorsiones en los mercados y en la actividad de intermediación financiera. El artículo de SANTIAGO CARBÓ, FRANCISCO RODRÍGUEZ y PEDRO CUADROS analiza los efectos de las políticas monetarias no convencionales en el negocio bancario y sus perspectivas para el año que acaba de comenzar. Dígase también que, a pesar de su decisiva contribución frente a la crisis financiera y la recesión, y para mantener la liquidez con la llegada de la COVID-19, en el presente

los efectos de los tipos negativos para estimular la inflación y el crédito están siendo muy limitados. A su vez, el impacto sobre la cuenta de resultados de los bancos es inequívocamente adverso por la vía de un margen de intereses muy reducido. Si bien el tipo de interés natural ha caído en las economías avanzadas, está por ver cuál es el mecanismo de normalización monetaria y hasta qué punto la política monetaria ayuda o no a dicha normalización. En estas condiciones, si se quiere que la banca sea una pieza importante en la financiación del proceso de recuperación económica sin aumentar demasiado los riesgos crediticios, los autores sugieren distintas medidas que mantengan la estabilidad financiera al tiempo que se contribuye a la recapitalización de las empresas solventes.

Si algo ha demostrado la crisis económica provocada por la COVID-19 y por las medidas de contención adoptadas es la diversidad de sus efectos sobre los distintos sectores productivos. Todo ello se manifiesta también en los niveles de precios. Como se detalla en el artículo de MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, los productos energéticos y las actividades más castigadas por las restricciones sufrieron un impacto deflacionista a lo largo de 2020, pero en la mayoría de los servicios el impacto ha sido desinflacionista, es decir, no ha existido una bajada de precios sino una moderación de su ritmo de ascenso, y este ha sido el resultado predominante en el índice general. Las previsiones para 2021 dependen del grado de eliminación de las restricciones, por sus efectos sobre el consumo, y de la recuperación de la actividad económica. En un escenario de normalización progresiva, sería previsible un cierto repunte de la inflación en la segunda mitad del año hasta una tasa media del 1,2 % con una interanual del 2 % en el diciembre.

El artículo de MARTA TRAPERO-BERTRAN y FÉLIX LOBO examina la evolución del gasto público en servicios de prevención y salud pública en España durante los últimos años. Se trata de una pequeña fracción del gasto público total en sanidad —apenas el 1,5 % del gasto corriente—, pero cuya relevancia se ha acentuado a consecuencia de la pandemia de COVID-19. De hecho, como señalan

los autores, la mejor respuesta de algunos países a esta nueva epidemia seguramente se debe más al despliegue de servicios de salud pública potentes que al sistema sanitario curativo que actúa una vez que se contrae la enfermedad. Los datos ponen de manifiesto que el gasto público per cápita en prevención y salud pública en España ha sido reducido y otro tanto se observa si se compara con el PIB y con el gasto total en sanidad, lo que vendría a indicar la escasa prioridad efectiva de estas políticas. Por todo ello, y aun sin profundizar en un análisis riguroso en términos de coste-efectividad, hay bastante unanimidad en apreciar la importancia de reforzar los programas de prevención y vigilancia epidemiológica, tal como también se contempla en una de las líneas programáticas del Plan Europeo de Recuperación.

Los tipos euríbor incorporan, como los demás tipos IBOR, el riesgo de crédito bancario no garantizado y constituyen una referencia básica para la fijación de los precios de una amplia gama de contratos financieros, tanto en préstamos como en derivados o valores de renta fija. Como explica JOSÉ MANUEL AMOR en su artículo, los tipos euríbor han atravesado el año 2020 en medio de vaivenes importantes en las expectativas a causa de la COVID-19 y de un alza sustancial del riesgo de contrapartida bancaria. Adicionalmente, las alteraciones en el equilibrio entre la demanda y oferta de dólares en el mercado global durante los meses de marzo y abril, por la fuerte caída de la oferta y el aumento de la demanda, presionaron al alza sobre los tipos euríbor hasta que la reducción del estrés financiero determinó el paso a una nueva fase de reducción de los tipos euríbor y su convergencia hacia los tipos libres de riesgo. El hecho es que los tipos euríbor recogieron con fidelidad tanto el hundimiento, primero, de las expectativas sobre los tipos libres de riesgo, como la eliminación de esas expectativas de rebaja, después. La actual metodología, aún provisional, para la determinación de los tipos euríbor, con la que se pretende asegurar una gobernanza y unos mecanismos de control robustos que eviten las irregularidades del pasado, ha contribuido a superar de forma coherente con sus principales factores explicativos un año financiero de enormes dificultades.