

La revisión de la política fiscal y monetaria tras la pandemia

- Preocupan los efectos que tengan en los países más endeudados de la UE la desactivación de la cláusula de salvaguardia y el retorno a las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, así como la normalización de la política monetaria del BCE
- Con el nivel de endeudamiento que se prevé, la revisión de las políticas macroeconómicas deberá acompañarse de reformas en aspectos básicos de la gobernanza presupuestaria y económica de la UE

Madrid, 28 de enero de 2021–. El momento actual de crisis requiere mantener los estímulos fiscales, sostener las rentas de los trabajadores y de los autónomos, afrontar la recapitalización de las empresas viables y gestionar de manera eficaz los fondos del Plan Europeo de Recuperación. Con tipos de interés bajo mínimos y revisiones a la baja del escenario de recuperación, los esfuerzos para espolear el crecimiento deben estar por delante de la preocupación por la consolidación fiscal. Pero la crisis pasará y hay que pensar más allá de la pandemia.

El último número de [Cuadernos de Información Económica](#), editado por **Funcas**, llama la atención, entre otras cuestiones, sobre cuál puede o deber ser el signo de la política fiscal así como de la política monetaria. El debate sobre cómo será la política macroeconómica en la era pospandemia está ya abierto en Europa.

Entre las tareas que esperan tras la pandemia, la publicación se refiere a la sostenibilidad de la deuda pública, los efectos que puede tener para los países más endeudados de la UE la desactivación de la cláusula de salvaguardia, el desequilibrio financiero del sistema de pensiones, las limitaciones de la política monetaria actual para estimular el crédito y sus efectos distorsionadores sobre la actividad financiera.

En cuanto a las cuentas públicas, 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 la forma en que los mercados contemplan la deuda de algunos países: la desactivación de la cláusula general de salvaguardia con el retorno progresivo a las obligaciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y la reducción de las compras de activos por el Banco Central Europeo (BCE).

El artículo de **Erik Jones** analiza los distintos vectores de ese debate y que se resumen 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 -que en algún momento habrá de comenzar- será una tarea especialmente difícil para los países más endeudados, sobre todo si esta debe extenderse más allá de la capacidad del BCE para mantener la compra de deuda pública y privada. 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 la crisis puedan acomodar su posición fiscal a sus objetivos de crecimiento.

El reto se centrará principalmente en el ritmo de ajuste en los niveles de deuda pública. El artículo recuerda que la Comisión estima que la diferencia a corregir en la eurozona será superior al 40% del PIB. Si en 2022 se abordase una corrección fiscal media de alrededor del 2% del PIB por año, ello ralentizaría la recuperación de la economía tras la pandemia. Y lo que es más importante, el esfuerzo fiscal no recaerá por igual en todos los países. En algunos habría que reducir la deuda pública a un ritmo medio del 5% al año durante dos décadas comenzando en 2022, por lo que es muy probable que haya que replantear las normas de acomodación fiscal y de gobernanza presupuestaria ante unas circunstancias excepcionales, en línea con una reforma de las mismas o con una interpretación creativa de la legislación actual.

La política monetaria también deberá comenzar a normalizarse en algún momento. 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 antes o después el BCE reducirá o suprimirá sus adquisiciones de deuda soberana. **Santiago Carbó, Francisco Rodríguez y Pedro Cuadros** advierten que la prolongación de las políticas monetarias expansivas, y especialmente de los tipos de interés ultrarreducidos, está generando importantes distorsiones en los mercados y en la actividad de intermediación financiera. 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, los efectos de los tipos negativos para estimular la inflación y el crédito están siendo muy limitados. Además, el impacto sobre la cuenta de resultados de los bancos es adverso, por la vía de un margen de intereses muy reducido.

Está por ver, sin embargo, cuál es el mecanismo de normalización monetaria y hasta qué punto la política monetaria ayuda o no. La banca ha de ser una pieza importante en la financiación del proceso de recuperación económica, pero para que cumpla sus funciones 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.

Este *Cuadernos de Información Económica* incluye también, entre otros, los artículos:

Los presupuestos del Estado de 2021: una valoración

José Félix Sanz Sanz y Desiderio Romero Jordán

El Presupuesto de la Seguridad Social de 2021

Eduardo Bandrés Moliné

Gravar la economía digital: ¿es un impuesto sobre los servicios digitales la solución adecuada?

Giulio Allevato y Antonio De Vito

El gasto público en servicios de prevención y salud pública en España antes de la COVID-19. Los datos nacionales

Marta Trapero-Bertran y Félix Lobo