

# El BCE cambia de tono



Juan Pedro Marín Arrese

Aunque el BCE mantenga, en gran medida, invariable su política, limitándose a acelerar la finalización de los programas de compra de activos, el énfasis de Lagarde al no descartar una subida de tipos se ha interpretado por los mercados como el anuncio de un movimiento en tal sentido antes de finalizar el año. El euro se ha apreciado de inmediato frente al dólar, al tiempo que la remuneración del *bund* experimentaba un apreciable incremento. El comunicado del BCE ya no contempla la inflación como mero fenómeno pasajero, fruto de los desajustes provocados por la rapidez de la recuperación. Reconoce abiertamente que constituye un serio problema destinado a gravitar sobre la economía bastante más tiempo del inicialmente previsto. No es la única razón que le mueve a modificar el tono de su mensaje. El cambio de rumbo emprendido por la Reserva Federal le fuerza a seguir sus pasos para no quedar descolgado, colocándose por detrás de la curva. Europa importará un inevitable encarecimiento del crédito a medida que los tipos se eleven en la zona dólar.

No cabe esperar que el BCE adopte una actitud en exceso militante. Pesa en su ánimo la necesidad imperiosa de mantener la estabilidad de la deuda en un contexto de multiplicación de pasivos públicos por las políticas expansivas instrumentadas para combatir la crisis. De ahí que compense el cierre de la ventanilla de las compras extraordinarias con un incremento temporal en el ritmo de las ordinarias y siga reinventando *sine die* los títulos que venzan de ambos programas. En suma, no reducirá el abultado balance que mantiene, atesorando intacta su cartera para apuntalar la sostenibilidad de las finanzas públicas en la zona euro. Perduran en el recuerdo las desafortunadas tormentas que provocaron en la anterior crisis tan serias dudas sobre la solvencia de los socios más vulnerables. Intentar a toda costa que no se repitan se erige así en objetivo prioritario.

Tampoco pretende encarecer las condiciones crediticias en un momento del ciclo en que las economías europeas no han recuperado todavía el terreno perdido por la caída en picado de la actividad hace dos años. El mercado sigue además sin presionarle, preservando tipos a largo marcada-

mente bajos. Con la ventaja que le otorga el elevado peso de la banca en nuestro continente, facilitando así la transmisión de la política monetaria, el BCE puede permitirse elevar los tipos de forma moderada sin afectar demasiado al coste de la financiación a largo. Es el paso que previsiblemente dará en el último trimestre, siempre que la inflación se mantenga por encima del objetivo. De momento, se contentará con endurecer su mensaje.

## Sin riesgo de retroalimentación

Al igual que Powell, Christine Lagarde no confía demasiado en las subidas de tipos como remedio para combatir la actual inflación de costes. A diferencia de lo que se constata en EEUU, no se aprecian aquí subidas salariales que tomen el relevo, provocando un peligro de espiral alcista en los precios. Los mercados laborales en Europa todavía registran tasas elevadas de paro y, salvo en sectores muy concretos, las ofertas de empleo no experimentan serias dificultades de cobertura. Mientras no se produzcan situaciones de tirantez, la inflación no correrá el riesgo de retroalimentarse como ya ocurre al otro lado del Atlántico. Una razón adicional para no precipitarse a la hora de operar vueltas de tuerca a la política monetaria.



Christine Lagarde preside el BCE.

Sólo cuando el crecimiento alcance una sólida velocidad de crucero, el BCE podrá contemplar una elevación paulatina de los tipos hasta niveles que le aseguren una mínima potencia de fuego para encarar coyunturas de vacas flacas. Pero, de momento, deberá contentarse con retirar ordenadamente los estímulos. Tiempo habrá de imprimir un sesgo más activo a su política, siempre con un recorrido forzosamente limitado. Tanto el BCE como la Reserva Federal carecen de margen para sobrepasar un cierto techo en los tipos para evitar desequilibrar el mercado de deuda y asegurar la absorción a coste razonable de las nuevas emisiones. No en balde, este mercado constituye la piedra angular del sistema financiero. Por eso, Lagarde combatirá la inflación con la palabra, retrasando cuanto pueda el uso de la fuerza.

El cambio que se avecina en la política monetaria invita a no demorar el ajuste de los desequilibrios en nuestras cuentas públicas. Permanecer en números rojos constituye siempre un riesgo, más en un panorama de retirada progresiva de las muletas proporcionadas por el BCE. Bien haríamos en aplicarnos el cuento de la cigarra y la hormiga.

Economista

# Sostenibilidad y poder adquisitivo de las pensiones

Enrique Devesa y Rafael Doménech

El sistema de pensiones es un mecanismo de seguro para diferir rentas y mantener los niveles de consumo y bienestar a lo largo de la vida. Por ello, los sistemas de reparto deben tener como objetivo la revalorización de las pensiones con la inflación. Y para asegurar este principio a largo plazo, las pensiones a las que acceden las personas que se jubilan deben asegurar el equilibrio actuarial y la sostenibilidad futura del sistema, lo que exige tener en cuenta las proyecciones demográficas y económicas. Sin embargo, el sistema en España proporciona pensiones que en valor presente son más elevadas que lo cotizado durante la carrera laboral (entre un 50% y un 60% de media según el IAE, y un 74% según el Banco de España).

¿Cuál es la experiencia en los países europeos de revalorización de las pensiones? Según el estudio *Pensions at a Glance 2021* (OCDE), de los 22 países de la UE analizados, nueve revalorizan pensiones en función del IPC, seis lo hacen según el crecimiento de los salarios, y siete utilizan una combinación de ambas variables o algún otro elemento adicional. Desde el año 2000, nueve países han hecho menos favorable la indexación, como forma de contener el aumento del gasto sin reducir las tasas de reemplazo en el momento de la jubilación. A pesar de su deseabilidad, la evidencia europea muestra que revalorizar las pensiones con el IPC no es una norma general. Además, Alemania, Holanda y Suecia han introducido mecanismos correctores de revalorización en función de la sostenibilidad del sistema, como hacía el derogado Índice de Revalorización de las Pensiones (IRP) en España.

La revalorización con el IPC en sustitución del IRP aumentará el gasto en pensiones en 2,3 puntos porcentuales del PIB en 2050, de acuerdo a las estimaciones de la AIREF. En ausencia de otras medidas, ese mayor gasto irá aumentando el déficit contributivo ya existente, que en términos anuales era del 2,4% del PIB en el tercer trimestre de 2021 pese a la buena evolución de las cotizaciones sociales. Con las estimaciones actuales, la supresión del Factor de Sostenibilidad (que reducía el crecimiento de la pensión inicial en fun-

ción del aumento de la esperanza de vida) y del IRP presionará al alza el gasto en pensiones en más de tres puntos del PIB en las próximas décadas, lo que se sumará al déficit ya existente.

## Desequilibrio intergeneracional

Siguiendo las recomendaciones del Pacto de Toledo, se ha optado por mantener el poder adquisitivo de las pensiones, pero también sus tasas de reemplazo y de prestación (respecto al último salario o al medio, respectivamente), sin adoptar mecanismos de ajuste automático que retrasen la edad de jubilación o reduzcan el crecimiento de las nuevas pensiones en función de la esperanza de vida. Se trata de blindar a los pensionistas y se traspaasa todo el riesgo económico y demográfico a los contribuyentes actuales y futuros, aumentando el desequilibrio intergeneracional y poniendo en riesgo la sostenibilidad del sistema. Si esto termina ocurriendo y la situación desemboca en una crisis fiscal, la garantía del Estado puede ser insuficiente para asegurar las pensiones del futuro, como quedó demostrado en la crisis de deuda soberana de 2010 a 2012.

Tampoco es una opción la solución contraria; es decir, blindar a los contribuyentes y traspasar todo el riesgo a los pensionistas, que se verían abocados a una pérdida de poder adquisitivo. La mejor alternativa consiste en realizar reformas y cambios graduales en el cálculo de la pensión inicial para converger a un sistema similar al de reparto con cuentas nocionales individuales, como en Suecia y otros países, que garantice el equilibrio actuarial, la equidad, la contributividad y la sostenibilidad del sistema.

De la crisis del Covid vamos a salir con una deuda pública más elevada y unos compromisos de gasto en pensiones mucho mayores que cuando entramos. Garantizar la autosuficiencia del sistema con pensiones que se revalorizan con la inflación, pero también con mecanismos de ajuste automáticos y medidas compensatorias equivalentes en términos de gasto, contribuiría a evitar una dinámica de insostenibilidad de la deuda, aseguraría las pensiones del futuro, aumentaría la certidumbre, y reduciría el coste futuro de financiación de la economía española. Cuanto antes se diseñen soluciones en esta dirección, mejor.

Universidad de Valencia, IVIE e Instituto de Polibienestar; BBVA Research y Universidad de Valencia.

## Expansión

DIRECTORA ANA I. PEREDA

DIRECTORES ADJUNTOS: Manuel del Pozo, Iñaki Garay

Subdirector: Pedro Biurrun. Desarrollo digital: Amparo Polo. Corresponsal económico: Roberto Casado. Redactores jefes: Mayte A. Ayuso, Juan José Garrido, Tino Fernández, Javier Montalvo, Emelia Viaña, Clara Ruiz de Gauna, Estela S. Mazo, José Orihuel (Cataluña) y Miguel Ángel Patiño

Empresas Iñaki de las Heras / Finanzas/Mercados Laura García / Economía Juan José Marcos / Opinión Ricardo T. Lucas / Directivos Nerea Serrano Bruselas Francisco Rodríguez Checa / Nueva York Sergio Saiz / Comunidad Valenciana Julia Brines / Cataluña Artur Zanón / Diseño César Galera / Edición Elena Secanella

Director de Negocio: Luis Fontán



EDITORIA

Unidad Editorial Información Económica, S.L.U.  
Avenida de San Luis 25 de Madrid (28033)  
Teléfono de contacto: 91 443 50 00

ADMINISTRADORES

Stefania Bedogni  
Nicola Speroni

COMERCIALIZACIÓN DE PUBLICIDAD

Unidad Editorial, S.A.

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICIDAD

Sergio Cobos

IMPRESA: BERMONT IMPRESIÓN, S.L. Tel. 91 670 71 50. Fax 91 327 18 93.

DIFUSIÓN CONTROLADA POR



Depósito Legal M-15572-1986 ISSN 1576-3323

Madrid 2022. ©Todos los derechos reservados. Precio: 2€. Sábados 2,50€