



OBSERVATORIO DE LA REALIDAD FINANCIERA

Thinking Heads
CRAFTED LEADERSHIP



INFORME TRIMESTRAL

NOVIEMBRE 2021

A background image of a financial candlestick chart with blue and yellow bars, overlaid with a yellow trend line, set against a dark background with blurred numbers.

PREVISIONES ECONÓMICAS
OTOÑO/INVIERNO 2021

- 3** RESUMEN EJECUTIVO
- 5** PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA GLOBAL
- 10** EL DEBATE SOBRE LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO
- 15** ESPAÑA RETRASADA EN LA RECUPERACIÓN
- 17** RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA
- 23** REFERENCIAS
- 24** AGRADECIMIENTOS
- 25** MIEMBROS DEL ORFIN

**TABLA DE
CONTENIDOS**



Resumen ejecutivo

La recuperación continúa a nivel global, pero pierde fuelle, las asimetrías se intensifican y los riesgos a la baja se materializan. Las perspectivas para las economías avanzadas empeoran, excepto para la eurozona. La revisión a la baja más significativa se registra en los EE.UU., debido, en parte, a la reevaluación del impulso fiscal para este año y al impacto de las interrupciones en las cadenas de producción globales y el transporte, lo que acelera la inflación y deprime el consumo.

La Comisión Europea prevé que la actividad crezca en la eurozona al 5%, 4,3% y 2,4% en, respectivamente, 2021, 2022 y 2023. Estas cifras representan una revisión al alza en 2021, debida a la contribución del sector exterior y por la revisión al alza del consumo privado. Mientras que se intensifica la convergencia entre las tres grandes economías del área (Alemania, Francia e Italia), España se descuelga de la media de la Eurozona.

En el tercer trimestre, la economía española creció un 2% trimestral, tasa similar al promedio europeo. No obstante, la intensa revisión a la baja del segundo trimestre ha ampliado la distancia con los socios europeos. El turismo explicaba casi el 12% del PIB y este pasado verano ha sido un 50% inferior al de 2019. Además, el sector de la construcción sigue un 15% por debajo de sus niveles de actividad pre-pandemia, lo que se explica por retrasos en la aprobación y ejecución de los fondos europeos y una caída de la licitación y ejecución de obra en los ayuntamientos, mientras que las ventas de viviendas el pasado trimestre crecieron con fuerza, recuperando niveles no vistos desde 2007.

Los indicadores adelantados del cuarto trimestre anticipan que la recuperación mantiene su dinamismo y esperamos un crecimiento trimestral próximo al 1,6%. Para el conjunto de 2021, esperamos un crecimiento del PIB del 4,5%, muy condicionado a las posibles revisiones del INE. Para 2022, nuestra

previsión es del 4,9%. El empleo crecerá en 2022, pero menos que el PIB, y la tasa de paro podría alcanzar el 14,9% en el promedio de 2021 y 14,1% en 2022. La situación fiscal evoluciona favorablemente dentro de la gravedad. El BCE financió todo el déficit público. Nuestra previsión de deuda pública para 2021 es del 119,8% del PIB y del 118,4% para 2022.

La inflación se acelera en las principales economías mundiales, pero los distintos organismos internacionales no la consideran un fenómeno permanente, y prevén que los salarios reales crezcan por debajo de la productividad.

La política fiscal ha jugado un papel clave en la respuesta a la crisis. A nivel global, incluyendo la eurozona, se han puesto en marcha paquetes fiscales de emergencia y recuperación, mientras los estabilizadores automáticos operaban a pleno rendimiento. Aunque comparativamente prudente, el impulso fiscal en España incluye medidas de carácter permanente, que mantendrán el déficit estructural alrededor del 4% del PIB hasta 2023.

Los niveles de deuda en Francia, Italia y España superan el 120% del PIB. Sin embargo, en el grupo de los llamados frugales, los niveles de deuda quedarán por debajo del valor de referencia del 60% del PIB, o próximos a él, y cayendo. La desactivación de la cláusula de escape y la imposición rigurosa de los preceptos del Pacto impondría un ajuste en la eurozona que pondría en peligro la recuperación.

El debate de la reforma del Pacto va a ser difícil, no solo por las posiciones divergentes entre frugales y pródigos, sino por la complejidad técnica y política de las cuestiones que se plantean. Estas incluyen la constitución de una capacidad fiscal central, las reglas de deuda y sostenibilidad, introducción de reglas de oro de la inversión, o el tipo de reglas de gasto más idóneo, sin olvidar la compleja

gobernanza del Pacto.

Desde el punto de vista de los riesgos para el sistema financiero, los mensajes a destacar son los siguientes:

- La corrección del valor de los activos financieros ante la incertidumbre sobre la persistencia de la inflación y su impacto en la evolución de los tipos de interés, y la ralentización del ritmo de recuperación económica (y su impacto en la morosidad), son claros riesgos para la estabilidad financiera.
- Ante estos riesgos, el sector bancario es vulnerable a la "salud" financiera de segmentos específicos de empresas y familias (los más endeudados y afectados por la COVID-19), al aumento del endeudamiento público (por su exposición al riesgo soberano de forma directa e indirecta, por una mayor morosidad en caso de que aumente el coste de la financiación para el sector privado), y por su baja rentabilidad en un contexto de persistencia de bajos tipos de interés que deprime el margen de intereses (se sitúa en un mínimo del 0,83% de los ATM en junio de 2021).
- Tras las pérdidas de 2020, que se explican por el intenso saneamiento realizado adelantando las posibles pérdidas asociadas al impacto de la COVID-19, y por elementos extraordinarios (como la corrección de valor del fondo de comercio de los principales bancos), en el primer semestre de 2021 ha aumentado la rentabilidad, sobre todo por las menores exigencias de provisiones.
- Aunque la tasa de morosidad no ha aumentado por las medidas de apoyo implementadas (como los ERTE y moratorias), hay indicios de deterioro de la calidad de los activos bancarios, en forma de aumento de los que están en vigilancia especial y de la tasa de refinanciación-reestructuración. Si la recuperación económica cogiera fuerza, no tiene por qué traducirse necesariamente en más morosidad. No obstante, en el caso de los préstamos avalados por el ICO, cuyo destino fue a empresas en dificultades por la COVID-19, una vez terminen las moratorias, puede deteriorarse la calidad de esos préstamos, generando pérdidas acotadas para la banca por el aval público.
- La buena noticia es la elevada capacidad de resistencia de la banca española a un escenario adverso, como demuestra el hecho de que en el test de estrés que ha realizado el Banco de España, en los tres grupos de entidades analizadas, el coeficiente de solvencia de mayor calidad (CET1) siempre se mantiene por encima del 9%.
- En el negocio doméstico en España, acompañando a la recuperación económica, se ha recuperado la rentabilidad en el primer semestre de 2021, pasando la rentabilidad de los recursos propios (ROE) del -6,7% en el primer semestre de 2020 al +7,3% en el primero de 2021, siendo mayor la rentabilidad a nivel consolidado incluyendo el negocio de las filiales en el exterior (11,9%).

Previsiones económicas 2022

Observatorio de la Realidad Financiera

Orfin

PIB ↑ 4,9%



4,4% del PIB



118,4% del PIB



14,1% de paro

1. Perspectivas para la economía global

La recuperación continúa a nivel global, aunque parece que pierde fuelle y las asimetrías se intensifican. Los riesgos a la baja se materializan, en especial los ligados a la infección con nuevos brotes, que han vuelto a Europa desde Asia, mientras que las disrupciones en las cadenas de producción persisten y las presiones sobre los precios de la energía y el transporte siguen elevadas, lo que acelera la inflación. Además, las tensiones geopolíticas parecen agudizarse, afectando especialmente a la eurozona, a las que se añaden una probabilidad no despreciable de incumplimiento del acuerdo comercial con el Reino Unido, lo que podría afectar los flujos comerciales bilaterales con la Unión Europea.

El Fondo Monetario Internacional, en su informe de octubre (IFM, 2021b), ha llevado a cabo una corrección marginal a la baja, comparado con el informe de abril (IMF, 2021a), del crecimiento global este año, que ahora cifra en el 5,9%, para desacelerar al 4,9% en 2022 (Gráfico 1). El conjunto de las economías avanzadas podría crecer al 5,2% en 2021, frente al 6,7% de las economías emergentes. Se espera que el PIB de EE.UU. aumente un 6%, comparado con un 5% en la eurozona, 2,4% en Japón y 6,8% en el Reino Unido. En China el crecimiento de la actividad podría llegar al 8%.

La revisión a la baja de las previsiones globales se explica por un empeoramiento de las perspectivas para las economías avanzadas en 2021, excepto para la eurozona, que se compensa por revisiones al alza para el crecimiento al año que viene. La revisión a la baja más signifi-

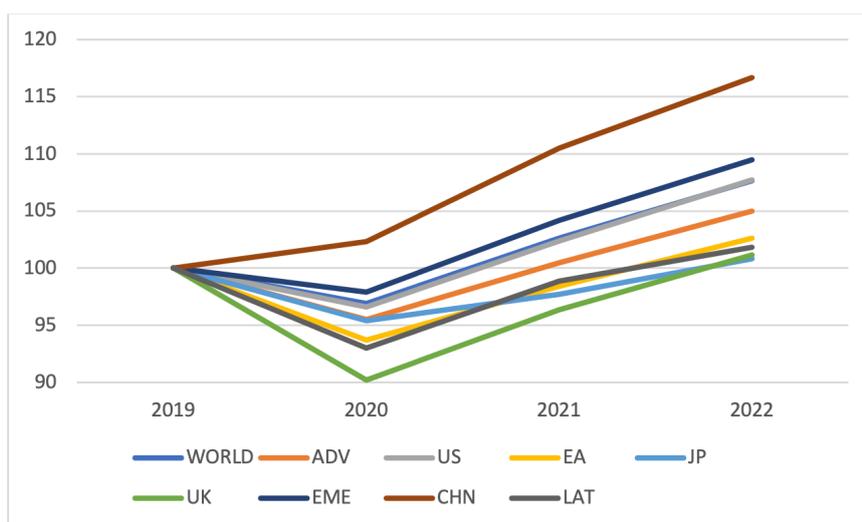
cativa se registra en los EE.UU., debido, en parte, a la reevaluación del impulso fiscal para este año, que se traslada a 2022, así como por un impacto más elevado y persistente de las disrupciones en las cadenas de producción globales y el transporte, lo que acelera la inflación y deprime la renta disponible real y el consumo. Exceptuando Japón, el Reino Unido y, en menor medida, la eurozona, todas las áreas económicas representadas en el gráfico 1, junto con el comercio global, recuperarán los niveles de actividad pre-COVID antes de finales de este año. En el caso de las economías emergentes y en desarrollo, la conclusión cambia radicalmente si se excluye China. El nivel de actividad en este grupo en 2024 seguirá siendo inferior al de 2019. Interesante destacar que, aunque las diferencias entre países son notables, el conjunto de las economías latinoamericanas y del Caribe (LAT), podría recuperar el nivel pre-COVID ya en 2022.

Hace tan solo unos días, la Comisión Europea publicó sus previsiones de otoño (Comisión Europea, 2021b), que confirman la desaceleración del crecimiento de los EE.UU. desde la primavera, mientras que las perspectivas económicas parecen mejorar tanto para la Unión Europea como

para la eurozona. Los servicios de la Comisión rebajan el crecimiento estadounidense en 2021, hasta el 5,8%, medio punto por debajo de su previsión de primavera (European Commission, 2021a), aunque, como es el caso del Fondo, revisa al alza el cre-

cimiento para 2022, con lo que la evaluación de las perspectivas económicas queda casi inalterada para el horizonte 2021-2022. Como cada otoño, la Comisión Europea ha añadido un año a su horizon-

Gráfico 1. Crisis y recuperación global (PIB en 2019=100)



Fuente: IMF WEO Octubre 2021 y cálculos propios

te de previsión, proyectando la vuelta a tasas de crecimiento más consistentes con el crecimiento potencial de cada economía para 2023. De hecho, anticipa que la brecha de producción (*output gap*) de los EE.UU. se tornará positiva ya en 2022 y que se cerrará en 2023 para el Reino Unido.

Para la Unión Europea en su conjunto, se prevé que la actividad crezca al 5% en 2021, para desacelerar progresivamente al 4,3% en 2022 y al 2,5% en 2023. Esto representa una revisión al alza de 0,8 puntos para este año con respecto a las previsiones de primavera. La brecha de producción se cerraría prácticamente al año que viene, y se tornaría significativamente positiva al final del periodo de predicción, en 2023.

Algo similar se concluye para la eurozona en su conjunto, con una senda anticipada de crecimiento del 5, 4,3 y 2,4% en, respectivamente, 2021, 2022 y 2023. La revisión al alza es de 0,7 puntos porcentuales para este año, que se explica por una mejora notable de la contribución del sector exterior y por la revisión al alza del consumo privado, mientras que se prevé que la inversión crezca justo por encima del 5%, comparado con el 6,7% que se anticipaba en primavera. Con todo, la inversión contribuirá al crecimiento de la eurozona con un 1,1 puntos porcentuales -la quinta parte del crecimiento-, comparable a la contribución del sector exterior. El consumo privado contribuiría con un 30% al crecimiento. La brecha de producción se cierra en 2022 y alcanzaría 0,7 puntos al año siguiente, cuando, aunque desacelerando, el crecimiento del PIB todavía seguiría por encima del potencial. En paralelo, las

tasas de crecimiento del empleo vuelven a los ritmos observados en el periodo pre-crisis, próximas al 1% anual en el periodo 2021-2023. La tasa de paro se reduce lenta pero paulatinamente desde el 7,9% en 2021 para situarse en el 7,3% en 2023, por debajo del nivel pre-COVID (7,9%).

Con respecto a las cuatro grandes economías de la eurozona, España, en menor medida, Alemania registran revisiones a la baja en la proyección de crecimiento para este año de 1,3 y 0,7 puntos porcentuales,

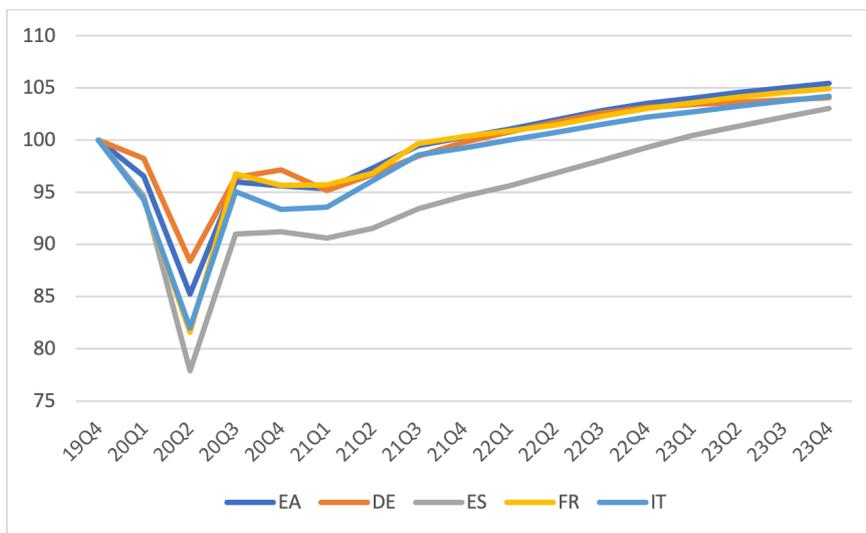
respectivamente. Este menor crecimiento queda más que compensado por las fuertes revisiones al alza de 1,8 y 2 puntos en Francia e Italia, respectivamente. Así, Alemania crecería al 2,7% este año, acelerando al 4,6% el año que viene. Las tasas pro-

yectadas para Francia e Italia en 2021 son del 6,5% y 6,2% respectivamente, mientras que se espera que la actividad en España progrese por debajo de la media de la eurozona al 4,6%.

A la hora de interpretar estas proyecciones, hay que tener en cuenta que la fecha de corte de las previsiones de la Comisión, el 25 de octubre, es anterior a la fecha de publicación de los resultados del tercer trimestre. El gráfico 2 presenta los perfiles del PIB trimestral entre el cuarto trimestre de 2019 y el cuarto trimestre de 2023. Estos perfiles coinciden con los de la Comisión, excepto porque el 2021-T3 se ha sustituido por los datos publicados por Eurostat el 29 de octubre. Por ejemplo, para el tercer trimestre de este año, la Comisión asume una tasa trimestral del 2,5%, mientras que el dato del INE es del 2%.

Las últimas previsiones de la Comisión

Gráfico 2. PIB trimestral en la Eurozona 2021T4-2023T4 (2019T4=100)



Fuente: Comisión Europea y cálculos propios

intensifican la convergencia entre las tres grandes economías del área, pero los datos decepcionantes de los dos últimos trimestres en España hacen que nuestra economía se descuelgue de la media de la eurozona. Los niveles de actividad observados en el último trimestre de 2019 se recuperan, o bien en el último trimestre de este año (eurozona y Francia), o en el primero del año que viene (Alemania e Italia). Sin embargo, en el caso de España, habrá que esperar hasta principios del 2023 para observar los niveles de PIB pre-COVID. Según la Comisión Europea, nuestro país, junto con Grecia, bate el récord del paro en la eurozona, con tasas que doblan las proyectadas para el área en su conjunto sobre el periodo de predicción.

La inflación se acelera en las principales economías mundiales. Después de publicar una tasa trimestral de inflación para el segundo trimestre de este año del 4,8%, 1,8% y 2,1% en, respectivamente, EE.UU., la eurozona y el Reino Unido, la Comisión Europea prevé una aceleración progresiva hasta el primer trimestre del año que viene al 5%, 3% y 3,9%, respectivamente. Las proyecciones de la Comisión, así como las del Fondo, apuntan a un retorno del incremento de los precios cercano al 2%, o incluso menor, ya en la segunda parte del año que viene, como es el caso de la eurozona, cuya tasa de inflación quedaría por debajo del 1,5% y, por tanto, por debajo del objetivo de inflación del 2% del BCE. Mientras que no hay signos de inflación en el caso de Japón, que registra una deflación moderada este año, los precios están creciendo en España por encima de la eurozona, que podría terminar este año con una tasa trimestral por encima del 5%. A medio plazo, en 2023, se espera que las tasas de inflación en España caigan por debajo de las de la eurozona.

Parece, por tanto, que los organismos internacionales no ven la inflación ni como un fenómeno generalizado, ni como un fenómeno permanente. Ni tampoco los principales bancos centrales, a juzgar por las reiteradas declaraciones de sus responsables. El aumento de los precios parece estar relacionado con las interrupciones de las cadenas de producción y suministro

que impiden que la oferta crezca al ritmo de una demanda que se recupera fuertemente. Tanto la recuperación en sí misma como la sustitución de combustibles más contaminantes, como el carbón, por otros menos contaminantes, como el gas, presionan al alza los precios de la energía, que se están trasladando al consumidor final. A estas presiones se suma el aumento de los derechos de emisión vinculado a objetivos de emisiones más exigentes. Sin embargo, se prevé que la oferta, incluyendo la de energía, se vaya adaptando a la demanda progresivamente y la situación se estabilice hacia mediados del año que viene.

Esta vuelta a la normalidad en la evolución de los precios se basa en una hipótesis concreta sobre los salarios. Las perspectivas de los organismos internacionales prevén que los salarios reales crezcan por debajo de la productividad. Por ejemplo, en el caso de EE.UU., la Comisión prevé para 2022 un crecimiento de los salarios reales del 1,2%, mientras que proyecta la productividad al 1,4%. En el caso de la eurozona las cifras son del 0,8% y del 2,7%, respectivamente. Mientras que para España se prevé que los salarios reales crezcan al 0,9% en 2022 y la productividad lo haga al 2,7%. En otros términos, estos organismos internacionales asumen que la sorpresa inflacionista de este año no se traslada a los salarios o lo hace de manera moderada.

Aunque de forma más velada, las perspectivas de inflación de los organismos internacionales indican que el gasto del exceso de ahorro acumulado el año pasado se lleva a cabo de forma muy gradual a lo largo del periodo de previsión. De Castro et al. (2021) argumentan que una desacumulación significativa del ahorro involuntario de 2020 a lo largo del periodo de predicción requeriría una caída temporal de la tasa de ahorro por debajo de los niveles pre-COVID en 2021-2023. Sin embargo, según las previsiones de otoño de la Comisión Europea, después de aumentar del 12,9% de la renta disponible en 2019 al 19,7% en 2020, el ahorro de los hogares de la eurozona caería al 18,1%, 14,5% y 13,7% en, respectivamente, 2021, 2022 y 2023, aún

por encima del nivel anterior a la pandemia. En los EE.UU. el ahorro de las familias aumentó del 13,1% en 2019 al 23,2% en 2020, para decrecer paulatinamente al 17,6% este año hasta el 13,5% en 2023, también por debajo del nivel pre-COVID. No parece, por tanto, que la recuperación se base en la demanda embalsada. Teniendo en cuenta la evolución de las tasas de ahorro totales (véase IFM, 2021b), es decir, incluyendo el ahorro público, que registran una variación marginal, parece que el exceso de ahorro privado estaría financiando el desahorro público. Por tanto, el argumento de Summers (véase Wolf y Summers, 2021) y otros llamando la atención sobre los posibles efectos inflacionistas de los impulsos fiscales en 2021, a los que suman el exceso de ahorro privado, habría que tomarlo con precaución.

La política fiscal ha jugado un papel clave en la respuesta a la crisis. A nivel global se han puesto en marcha paquetes fiscales de emergencia y recuperación, mientras los estabilizadores automáticos operaban a pleno rendimiento. Sin olvidar las actuaciones extraordinarias de los bancos centrales, puede decirse que la política fiscal ha mitigado, en gran parte, los efectos de la crisis. A su vez, estos impulsos

fiscales se han traducido en aumentos sustanciales de los déficits y deuda públicos. Comparado con 2019, el déficit de

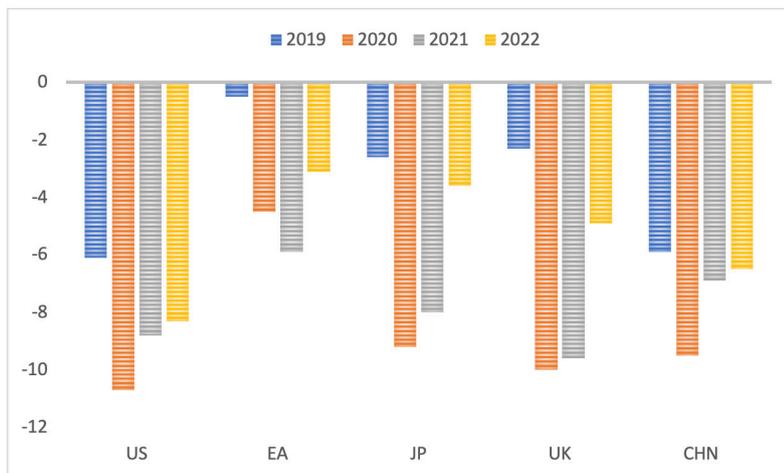
2020 aumentó en 9,1 puntos de PIB en EE.UU., 6,6 puntos en la eurozona, 10,2 en el Reino Unido, 7,2 en Japón y 4,8 puntos en China. Como consecuencia, los aumentos en la deuda pública se situaron entre los 25,5 puntos en EE.UU. y los 14,2 en la eurozona, comparados con los 9 puntos de PIB en China. Aunque de forma mucho menos acusada, según el FMI, los niveles de deuda seguirán aumentando sobre el periodo de predicción. A lo largo de la presente crisis, la deuda pública en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido habrá aumentado en más de 20 puntos del PIB (16 puntos en la eurozona).

Como muestra el gráfico 3, una gran

parte del impulso fiscal tiene un carácter discrecional. El impulso fiscal discrecional está siendo mucho menor en la eurozona que en el resto de las economías avanzadas, lo que se explica por una potencia de los estabilizadores mucho mayor a este lado del Atlántico.

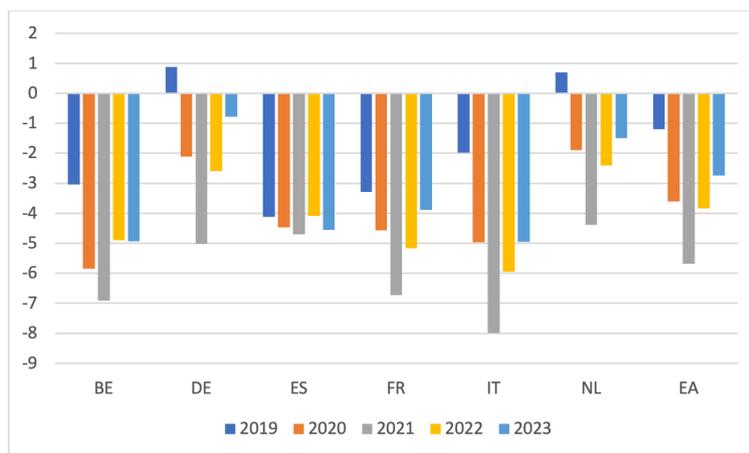
En la eurozona, la activación de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha permitido el pleno funcionamiento de los estabilizadores automáticos y la implementación de políticas fiscales expansivas en todos los Estados miembros. En términos del PIB nominal, los déficits presupuestarios superaron en muchos Estados miembros de la eurozo-

Gráfico 3. El impulso global discrecional 2019-2022 (% del PIB potencial)



Fuente: IMF (2021b) -Fiscal Monitor, October 2021

Gráfico 4. Balances estructurales en la Eurozona, 2019-2023 (% del PIB potencial)



Fuente: European Commission (2021b)

na el 8%, llegando, en el caso de España, al 11% del PIB. Sin embargo, en los casos de Alemania y Holanda el déficit nominal quedó cerca del 4%, aunque es importante destacar que ambos países habían registrado superávits en 2019. En términos agregados, la eurozona registró un déficit algo superior al 7% del PIB. Con respecto al periodo de predicción, las previsiones de otoño de la Comisión Europea todavía prevén déficits elevados este año, que se reducen paulatinamente hasta 2023. Con todo, los déficits quedarán por encima del 3% del PIB en una mayoría de Estados miembros, incluyendo Francia, Italia y España, mientras que los déficits no serían excesivos ni en Alemania ni en Holanda, ni para la media de la eurozona.

La reducción de los déficits nominales refleja, en parte, una mejora de carácter cíclico. Como se muestra en el gráfico 4, los déficits estructurales permanecerán elevados en algunos Estados miembros. Aunque los balances estructurales mejorarán en casi toda la eurozona, a no ser que se tomen medidas de ajuste, seguirán elevados en países como Bélgica, Francia o Italia, mientras que declinarán de forma mucho más acusada en Alemania y Holanda, acercándose al equilibrio presupuestario. Sin embargo, el caso español destaca porque, aunque el impulso fiscal es relativamente bajo este año, varía muy poco a lo largo del periodo de predicción. En otras palabras, aunque comparativamente prudente, el impulso fiscal en España ha incluido una mayoría de medidas de carácter permanente, en principio no reversibles, lo que mantiene el déficit estructural alrededor del 4% del PIB hasta 2023. En otros Estados miembros, como Bélgica, Francia o Italia, se obser-

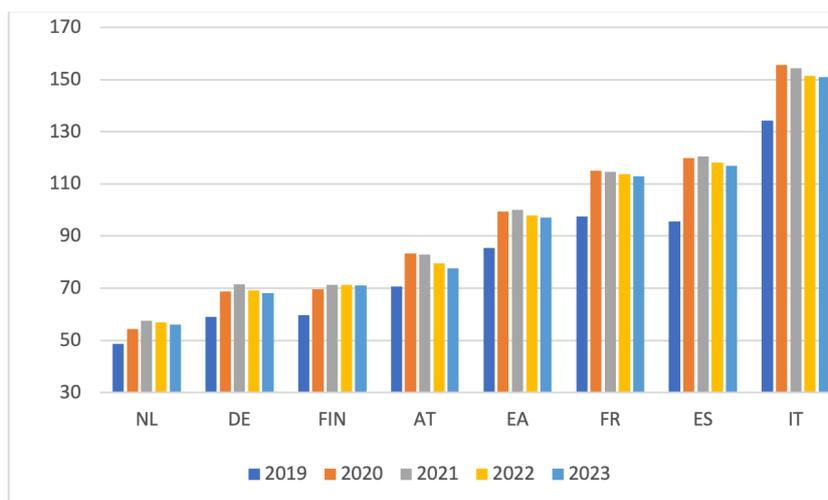
va que el impulso fiscal alcanza el máximo este año, pero que una parte significativa de las medidas discrecionales son temporales y serán revertidas el año que viene.

La combinación de estos impulsos fiscales más o menos permanentes con la operación de los estabilizadores automáticos ha aumentado de forma sustancial los niveles de deuda en la eurozona. El mayor incremento se produjo el año pasado, reflejando tanto el aumento del déficit nominal como la caída del PIB. La deuda creció en casi 14 puntos del PIB en la eurozona en su conjunto, rozando el 100% del PIB (Gráfico 5). En Francia, Italia y España, el nivel de deuda aumentó en, respectivamente, 17, 21 y 24 puntos de PIB. Mientras que el fuerte crecimiento del PIB este año y el siguiente compensa los efectos de los todavía elevados déficits, la caída de los niveles de deuda es lenta. A política constante, los niveles de deuda se mantendrán elevados en Francia, Italia y España. Sin embargo, en el grupo de los llamados frugales -representados en el gráfico 5 por Holanda, Finlandia, Austria y Alemania-, los niveles de deuda quedarán por debajo del valor de referencia del 60% del PIB o próximos a él y cayendo.

En cierta medida, el gráfico 5 proporciona una ilustración interesante de la división existente entre los llamados frugales (Holanda, Finlandia, Austria, entre otros) y los pródigos (Francia, Italia o España, entre otros), que, en gran medida, coinciden, respectivamente, con los acreedores y los

deudores de la crisis financiera. Sea cual sea el nombre que se les quiera dar, es claro que los intereses de estos grupos no son coincidentes y que la crisis no ha hecho sino aumentar la divergencia. Para los primeros no parece difícil cumplir

Gráfico 5. Deuda pública en la Eurozona, 2019-2023 (% del PIB)



Fuente: European Commission (2021b)

con las reglas fiscales actuales, una vez que la cláusula de escape se desactive, pues sus déficits nominales están por debajo o cercanos al 3% del PIB, sus balances estructurales en la senda del equilibrio y sus niveles de deuda cercanos al 60% del PIB o decreciendo. Sin embargo, el actual marco fiscal de la Unión parece difícil de cumplir para el grupo de los pródigos. Sus niveles de deuda son demasiado elevados y sus déficits estructurales están muy alejados del equilibrio, mientras que los déficits nominales quedarán todavía por encima del 3%. La desactivación de la cláusula de escape y la imposición rigurosa de los preceptos de Pacto de Estabilidad y Crecimiento llevaría a un ajuste que podría poner en peligro la recuperación en países que representan más del 50% del PIB de la eurozona. En estas circunstancias, o bien se aplica el Pacto con toda la flexibilidad posible, lo que equivale a mantener activada de facto la cláusula de escape, o se reforma el Pacto. La siguiente sección trata de ilustrar algunas de las cuestiones y dilemas que la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento debería abordar.

2. El debate sobre la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

La creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1992 introdujo la necesidad de una fuerte coordinación de las políticas fiscales de los Estados miembros. En la UEM, un conjunto de autoridades fiscales soberanas comparte una moneda única y un banco central independiente, el BCE. Una condición necesaria para reforzar la independencia de cualquier banco central es evitar la dominancia fiscal, es decir, evitar que la política monetaria tenga que acomodarse para financiar al soberano. El Tratado de Maastricht consagró el principio de sostenibilidad de la deuda pública. Dadas las tasas de crecimiento de la época, con déficits nominales por debajo del 3% del PIB se mantendrían los niveles de deuda por debajo del 60% del PIB. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), acordado por el Consejo en 1998, concluía que un presupuesto equilibrado a lo largo del ciclo económico preservaría la función

estabilizadora de la política fiscal y garantizaría niveles de deuda sostenibles.

De este Pacto de reglas muy simples e indicadores directamente observables (ratios nominales de déficit y deuda), tras sucesivas reformas, se ha pasado a un marco de reglas fiscales complejo, opaco y falta de responsabilidad política por parte de los Estados miembros. La reforma de 2005 pretendió dotar al Pacto de inteligencia económica, moviendo el foco del balance nominal al estructural para medir el impacto de las políticas fiscales discrecionales, evitando así la implementación de políticas fiscales procíclicas en las fases recesivas del ciclo. El problema es que el balance estructural no es observable directamente, por lo que debe de ser estimado por métodos que no están exentos de controversia.

Como reacción a la Gran Recesión, y en base a un diagnóstico erróneo de sus causas -tomando lo que era una crisis de deuda privada por una crisis de deuda pública-, la Unión adoptó una serie de reglamentos y directivas, en 2011 (Six Pack) y 2013 (Two Pack) que introdujeron cambios fundamentales en el Pacto. No es el objetivo de este informe analizar los detalles de la reforma, pero se puede destacar que ésta ponía el énfasis en la necesidad de prevenir los déficits excesivos (brazo preventivo) y operacionalizaba el concepto de decrecimiento de la deuda a un ritmo satisfactorio en el brazo correctivo. Así, se estableció que los Estados miembros deberían alcanzar las posiciones de equilibrio presupuestario (el llamado MTO) en cuatro años. También se introdujo un indicador de gasto a fin de asegurar que el gasto público bajo el control del gobierno no aumentase más allá de ciertos límites de acuerdo con el crecimiento potencial de la economía, pero el indicador de gasto, como el balance estructural, tampoco es observable directamente. La reforma determinó también que la deuda pública disminuiría a un ritmo satisfactorio cuando el *gap* entre el nivel de deuda y el umbral del 60% se redujese en un 1/20 anual. Además, se introdujo la obligación para los miembros de la eurozona de presentar sus proyectos de presupuestos a la Comi-

sión antes de la aprobación parlamentaria; la Comisión haría pública su opinión, pudiendo incluso emitir una opinión negativa.

Por si esta maraña de indicadores y procedimientos no fuera suficiente, en 2016 se introdujo el concepto de flexibilidad según el cual el ajuste hacia la posición de equilibrio presupuestario se podría modular en función de la posición cíclica de cada país, así como de la inversión pública, las reformas estructurales y el nivel de deuda. Además, la Comisión estableció que tenía un margen de discreción para determinar la idoneidad del ajuste.

Aunque es claro que todas estas reformas trataban de dotar al Pacto de una mayor inteligencia económica dando un mayor protagonismo al juicio experto, la realidad es que ya antes de la COVID estaba claro que el marco de reglas fiscales de la UEM no solo era difícil de comunicar sino casi imposible de entender excepto para un grupo de expertos

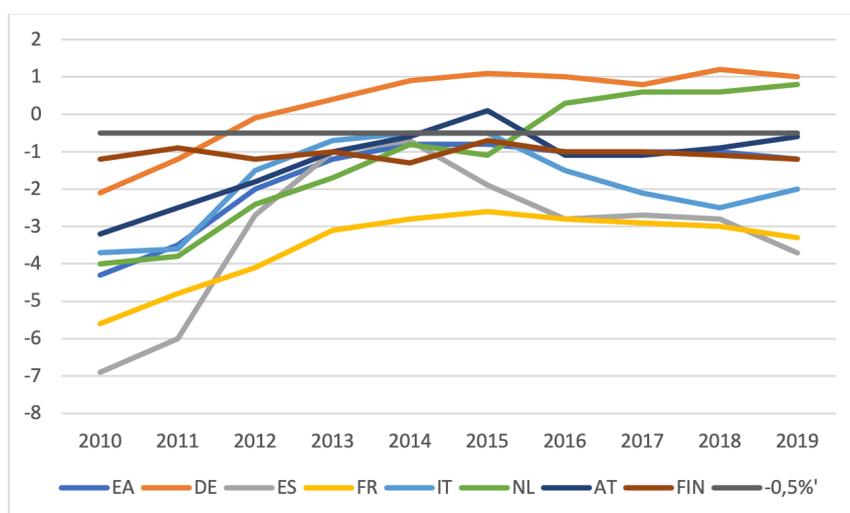
iniciados. Si ya entonces la reforma parecía aconsejable, como ya se ha ilustrado, dada la situación de las finanzas públicas en una parte importante de la eurozona, una profunda reforma del Pacto parece inevitable e ineludible.

La razón es que el Pacto no funciona adecuadamente. En primer lugar, tiende a presentar un sesgo procíclico en las fases recesivas del ciclo, especialmente en las recesiones extraordinarias, cuando la política fiscal está llamada a jugar un papel estabilizador junto a la política monetaria. Por ejemplo, en la recesión de 2010-2014, cuando el PIB de la eurozona estaba significativamente por debajo de su potencial (brecha de producción negativa), la política fiscal fue restrictiva (los balan-

ces estructurales mejoraron) reflejando los esfuerzos consolidadores llevados a cabo bien para reducir los déficits excesivos, bien para progresar en la senda hacia el equilibrio presupuestario en términos estructurales.

Por otro lado, la evidencia pasada indica que el brazo preventivo no ha sido eficaz para acercar a algunos Estados miembros, los pródigos, al equilibrio presupuestario. El gráfico 6 muestra la evolución de los déficits estructurales para los dos grupos aludidos. El nivel de balance estructural del -0,5% del PIB potencial se añade como referencia. Los datos entre las dos recesiones, la financiera y la de la COVID, indican que después del periodo de ajuste más intenso entre 2010 y 2014, países como Francia, Italia o España relajaron sus políticas fiscales cuando la recuperación ya había comenzado. Sin embargo, el grupo de países que hemos incluido entre los frugales se han mantenido próximos al equilibrio presupuestario.

Gráfico 6. Balances estructurales en la Eurozona, 2010-2019



Fuente: Comisión Europea (AMECO)

En otros términos, el brazo preventivo del Pacto no ha proporcionado los incentivos necesarios para acercar a todos los Estados miembros al equilibrio presupuestario.

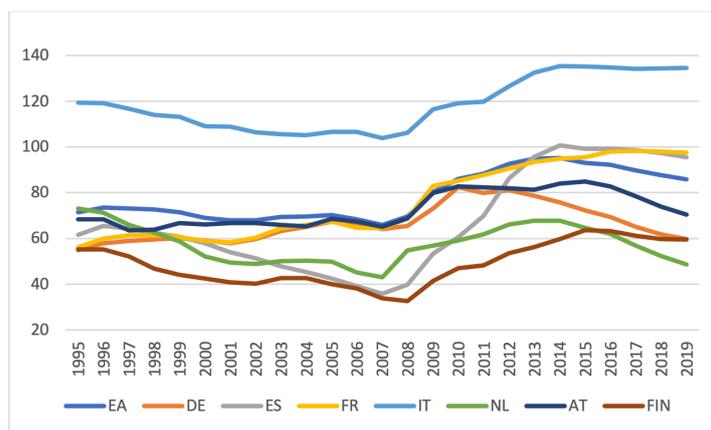
Algo similar puede decirse de las reglas de deuda, tanto del límite de referencia del 60%, como de la senda de ajuste del 1/20 anual de la distancia entre el nivel actual y el de referencia. El gráfico 7 muestra la evolución de las ratios entre la deuda pública bruta y el PIB nominal en la UEM, 1995-2019. Nuevamente pueden distinguirse dos grupos de países. Por un lado, aquellos que han mantenido niveles de deuda cercanos e incluso por debajo del 60% a lo largo del periodo, incluyendo Alemania, Holanda, Finlandia y Austria. Francia empezó con bajos niveles de deu-

da, pero ha mantenido una senda ascendente a lo largo del periodo, mientras que la deuda italiana se ha mantenido por encima del 100% del PIB todo el tiempo. El caso español merece mención aparte. Su deuda cayó a niveles muy por debajo del valor de referencia en la primera década de este siglo, pero ha seguido una trayectoria creciente desde la crisis financiera, y esto a pesar del periodo de recuperación post-2014. La fuerte caída de la deuda registrada en España entre mediados de los noventa y 2009 no se explica por proceso alguno de consolidación presupuestaria en términos estructurales sino por el alto y sostenido crecimiento nominal durante el periodo y por los elevados ingresos impositivos asociados a la burbuja de activos.

Sin embargo, después de dos décadas de implementación del Pacto, la evidencia disponible apunta a que el valor de referencia del 3% del PIB para los déficits excesivos ha jugado un papel de ancla para los objetivos presupuestarios. El gráfico 8 muestra que, desde la entrada en vigor del Pacto en 1998, la mayoría de los países han tratado de mantener sus déficits nominales por encima del valor de referencia. La excepción más clara es España en la segunda década de este siglo, durante el procedimiento de déficit excesivo abierto en 2009, que tardó diez años en ser abrogado.

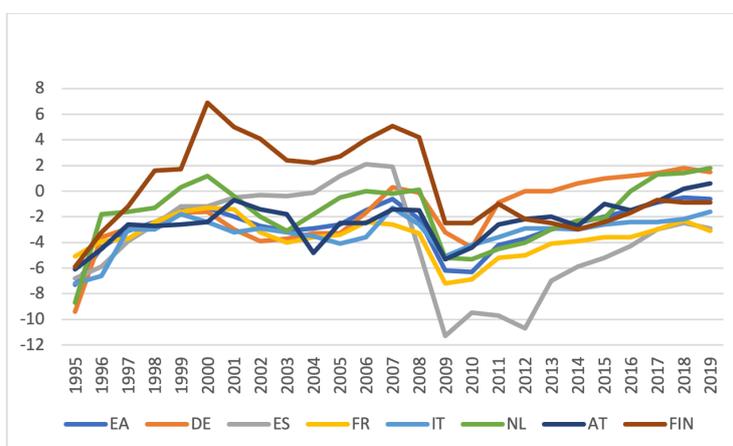
Tanto en términos de déficit nominal, como de balance estructural o de deu-

Gráfico 7. Deuda pública en la UEM, 1995-2019 (% del PIB)



Fuente: Comisión Europea (AMECO)

Gráfico 8. Balances presupuestarios en la UEM, 1995-2019 (% del PIB)



Fuente: Comisión Europea (AMECO)

da, los efectos de la COVID-19 no han hecho sino empeorar la situación. Sin embargo, como se ha mostrado más arriba, el grupo de los frugales, que partía de posiciones más holgadas, con un mayor margen fiscal, está volviendo rápidamente hacia posiciones fiscales consistentes con los requisitos del Pacto, mientras que países como Francia, Italia o España se han alejado aún más de tales posiciones sin mostrar una senda de ajuste clara.

En este momento la cláusula de escape del Pacto está activada, por lo que los Estados miembros pueden desviarse de la senda de ajuste hacia la posición de equilibrio presupuestario, lo que permite no solo que los estabilizadores automáticos funcionen plenamente, sino que se implementen las medidas discrecionales necesarias para luchar contra la infección y mitigar el desastre económico causado por la COVID-19. En principio, la cláusula seguirá activada hasta que se recuperen los niveles de actividad pre pandemia, pero, dados los niveles de déficit y deuda, así como el alto nivel de incertidumbre, la reintroducción de las reglas fiscales de la UEM solo conduciría a políticas de ajuste que pondrían en peligro la recuperación, como ya ocurrió en 2010.

Es claro, pues, que el Consejo debe embarcarse en una discusión seria para reformar un Pacto disfuncional. La discusión debería enmarcarse en una propuesta ambiciosa de la Comisión, que relanzó su consulta pública para reformar la guber-

Es claro, pues, que el Consejo debe embarcarse en una discusión seria para reformar un Pacto disfuncional. La discusión debería enmarcarse en una propuesta ambiciosa de la Comisión, que relanzó su consulta pública para reformar la guber-

nanza de la UEM el pasado octubre. No pretendemos en este informe proponer una reforma concreta del PEC, sino señalar algunas de las cuestiones clave que la reforma debería abordar.

En los últimos años, se han publicado propuestas por parte de la academia, consultoras públicas y privadas, las propias administraciones públicas, partidos políticos y parlamentos que cubren casi todo el espectro imaginable. Lo que sigue refleja en gran parte la discusión llevada a cabo por Martínez Mongay *et al.* (2021), aunque ésta es una referencia entre muchas otras que el lector interesado podría consultar.

Aunque el *statu quo* no parece una opción aceptable desde el punto de vista de la construcción europea, en términos políticos podría tener más de un defensor entre los Estados miembros. De hecho, los que temen que la reforma podría resultar en un mayor debilitamiento del Pacto encuentran aliados en aquellos que temen que la reforma pueda llevar a un Pacto mucho más transparente y consecuentemente más difícil de incumplir. De esta forma, los intereses de los frugales, que quieren un Pacto duro, podrían acabar coincidiendo con los pródigos que prefieren seguir en la neblina y confusión del Pacto actual, en el que casi todo es posible. Una derivada de esta opción sería una reforma cosmética en la que simplemente se decide sine die que una serie de reglas no se aplican, pero se mantienen legalmente, pudiendo ser reintroducidas en cualquier momento.

En el extremo opuesto, están aquellos que consideran que la reforma debería ser radical, pasando de reglas a estándares, similar al control de ayudas de estado comunitario. Una autoridad, sometida al control del Tribunal de Luxemburgo, decidiría qué planes presupuestarios son adecuados y cuáles no. Dejando un lado problemas de implementación como, por ejemplo, la duración de los litigios ante el Tribunal, el problema de esta propuesta es que necesitaría una reforma de los Tratados, lo que sin duda llevaría un tiempo que la eurozona posiblemente no tenga.

Entre estas dos opciones, minimalista y maximalista, las propuestas para reformar

el Pacto deberían abordar una serie de temas.

En primer lugar, la pandemia ha demostrado que la coordinación fiscal horizontal no es suficiente y que hace falta una capacidad fiscal central. La adopción del SURE y del NGEU podrían impulsar un paso decisivo en el proceso de construcción de la UEM y la Unión Fiscal. El tabú de la mutualización de la deuda ha caído y se generará un volumen de deuda comunitaria de la máxima calidad, que podría convertirse en el embrión de un activo seguro paneuropeo. Mientras que un SURE permanente devendría el fondo de estabilización de la Unión, el NGEU pasaría a ser un fondo para financiar inversiones, especialmente las asociadas a las transiciones digital y tecnológica. Una cuestión muy importante ligada a la constitución de una capacidad fiscal central es la condicionalidad. Por ejemplo, ¿hasta qué punto el acceso a un seguro de desempleo anticíclico exigiría la adopción de ciertas reformas del mercado de trabajo? ¿Cuál sería el modelo a seguir?, ¿el uso del fondo de inversiones debería estar sujeto o no al cumplimiento de ciertas obligaciones en el marco presupuestario?, ¿en términos de qué indicadores de determinaría su cumplimiento?

Que se mantenga el momento político asociado al NGEU depende también de cómo se implemente. Como ya discutíamos en otro informe del ORFIN, el NGEU no está exento de riesgos de implementación, en particular que el vínculo entre inversiones y reformas estructurales no sea suficientemente fuerte, o que los fondos no se utilicen por una razón u otra en proyectos que realmente aceleren el crecimiento potencial. También existe el riesgo de que los fondos no se gastasen totalmente debido a problemas de capacidad administrativa. La materialización de estos riesgos daría argumentos a los frugales para oponerse a una capacidad fiscal de la Unión. Por tanto, una ejecución impecable del NGEU podría ser una condición necesaria para poder lanzar la discusión sobre la constitución de fondos anticíclicos y de inversión de la Unión.

En segundo lugar, la regla de deuda del

1/20 nunca se ha aplicado y es claramente procíclica. En periodos de bonanza económica, el crecimiento nominal reduce la ratio de deuda de forma pasiva, haciendo la regla del 1/20 redundante. Por el contrario, en periodos de bajo crecimiento, la reducción de la ratio de deuda exige políticas de austeridad, que deprimen el crecimiento, por lo que la regla del 1/20 es procíclica en tiempos de vacas flacas. En consecuencia, la reforma del Pacto debería abordar la regla de deuda, bien para suprimirla o bien reformarla para eliminar la prociclicidad. La cuestión que se plantea es, en primer lugar, si una vez suprimida debería introducirse otra. Algunos creen que, si después de 20 años no ha hecho falta operacionalizar el criterio de deuda, tampoco haría falta ahora. Otros proponen una regla de disminución progresiva que redujese la ratio de deuda más rápido cuanto más cercano se esté al 60% de referencia. Otra alternativa se basa en que todo criterio de reducción de la deuda implica una senda de ajuste del balance presupuestario y que por tanto el brazo corrector debería mirar simultáneamente al déficit y a la deuda.

Algunas propuestas de reforma del Pacto incluyen una regla de oro de la inversión. La idea es que, por un lado, la inversión pública deje de ser la primera víctima del ajuste presupuestario y, por otro, permitir la financiación de las prioridades de la Unión sin que ello represente obligaciones adicionales de los Estados miembros en materia de disciplina fiscal. Entre otras, el debate sobre la introducción de una regla de oro de la inversión debería abordar el concepto de inversión pública, ¿solo se incluyen las infraestructuras, o también intangibles (como el R&D+i), así como los gastos en educación? ¿Deberían incluirse solo las inversiones netas? ¿Deberían incluirse solo los proyectos que reflejen las prioridades de la Unión, o solo los verdaderamente paneuropeos? Por otro lado, ¿tendría sentido una regla de oro, si hubiera una capacidad fiscal central? ¿Qué papel jugaría la condicionalidad? Estas cuestiones ilustran la complejidad subyacente en una regla aparentemente simple.

En cuanto a los indicadores que forman parte del marco de reglas fiscales comunitarias, el consenso está en la simplificación. La mayoría de las propuestas de reforma del Pacto incluyen algún indicador de evolución del gasto bajo el control directo del gobierno y su financiación. Suelen excluirse de estos indicadores tanto los gastos en desempleo, por su carácter cíclico, como los intereses de la deuda, por su dependencia de la situación en los mercados financieros. Los indicadores de gasto se complementan con un algún objetivo de deuda a medio o largo plazo basado en indicadores de sostenibilidad.

Mientras que la combinación de un indicador de gasto directamente observable con un objetivo de deuda resulta atractiva, definir los detalles requiere abordar cuestiones de gran calado técnico. Por ejemplo, ¿cómo se define la senda de gasto óptimo anual y cómo se relaciona con un objetivo de deuda a medio o largo plazo? Dada la extrema complejidad de los análisis de sostenibilidad de la deuda, ¿sería esta combinación realmente más simple que el actual objetivo en términos del déficit estructural? ¿Quién decidiría si la senda de gasto es sostenible?

Ligada a esta última pregunta subyace la reforma de la gobernanza del PEC, es decir, quién hace qué. Para algunos, siguiendo los preceptos del Tratado y la legislación secundaria, la aplicación del marco fiscal comunitario debería ser en última instancia competencia de la Comisión y del Consejo. Para otros, debería ampliarse la responsabilidad política en los estados miembros implicando mucho más a las Instituciones Fiscales Independientes (IFIs) -la AIREF en el caso de España-, y los parlamentos nacionales a la hora de evaluar los planes presupuestarios de los Estados miembros a corto y medio plazo. Llevada al límite, esta última propuesta resultaría en una distribución de competencias entre la Unión y los estados. En concreto, la Comisión se encargaría de la corrección de errores graves, como los déficits excesivos, mientras que el brazo preventivo, incluyendo la evaluación de la sostenibilidad, se dejaría en manos de los gobiernos y de autoridades nacionales in-

dependientes. Es claro que la reforma de la gobernanza requiere abordar muchas cuestiones, pero, tal vez, la más inmediata es qué reformas habría que introducir en los mandatos de las agencias fiscales nacionales. Hasta la fecha, aunque la mayoría de las IFIs en su evaluación de los planes presupuestarios han llegado a conclusiones muy similares a las de la Comisión en aplicación del brazo preventivo, no hay constancia que los gobiernos se hayan sentido mucho más inclinados a seguir las recomendaciones de la respectiva IFI que las de la Comisión Europea.

Estas son algunas cuestiones, entre otras muchas, que cualquier propuesta de reforma del Pacto tendrá que abordar. Si bien son meros ejemplos, su formulación ya da una idea de la complejidad de los dilemas que las negociaciones deberán dilucidar. El camino será largo y lleno de baches, así que cuanto antes se empiece a andar, mejor. La consulta pública lanzada por la Comisión Europea para reformar la gobernanza de la UEM está abierta hasta finales de este año y, una vez cerrada, la Comisión emitirá un informe de conclusiones. La Comisión debería presentar una propuesta de reforma ambiciosa que, sin olvidar su papel de guardiana de los Tratados y su amplio margen de discreción, tuviera en cuenta esas conclusiones. Ni la Comisión, ni los Estados miembros tienen un minuto que perder.

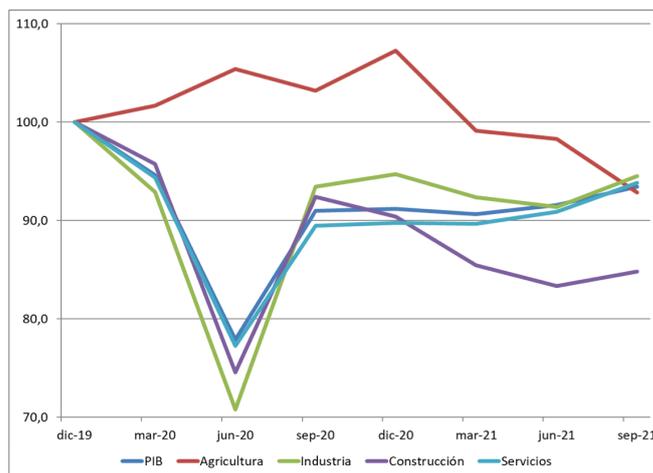
3. España retrasada en la recuperación

En el tercer trimestre, la economía española creció un 2% trimestral, tasa similar al promedio europeo. No obstante, la intensa revisión a la baja del segundo trimestre ha ampliado la distancia de España en la recuperación con respecto al PIB mundial y a sus socios europeos. Cuando se com-

para la recuperación con Europa, la mayor diferencia fue en el tercer trimestre de 2020.

En el gráfico 9 se observa el comportamiento del valor añadido por sectores. La pandemia provocó una crisis sistémica, mucho más intensa que la de 2008, con caídas que superaron el 20% y llegaron casi al 30% en el caso del sector industrial. La crisis fue mucho más corta que la de 2008, gracias a la vacunación y a rápida reacción de la política monetaria y la política fiscal en la mayoría de países del mundo. No obstante, en España, con un peso del sector servicios muy elevado, especialmente en hostelería y turismo, el PIB sigue un 6,5% por debajo de su nivel de finales de 2019 antes de la pandemia. El turismo explicaba casi el 12% del PIB y este pasado verano ha sido un 50% inferior al de 2019.

Gráfico 9. Valor añadido Bruto por sectores



Fuente: INE y elaboración propia

este pasado verano ha sido un 50% inferior al de 2019.

No obstante, tanto el sector servicios como el sector industrial tuvieron un buen comportamiento el pasado trimestre y explicaron el total de la recuperación en España es el sector de la construcción y el comportamiento anticíclico del sector agrícola. El pasado año, la agricultura generó más actividad que en 2019. Sin embargo, en 2021 ha caído y tiene una contribución negativa sobre el PIB. El sector de la construcción sigue por un 15% por debajo de sus niveles de actividad prepandemia y ha caído más del 5% desde el cuarto trimestre de 2020.

Las causas son diversas: retraso en la aprobación y ejecución de los fondos europeos y una caída de la licitación y ejecución de obra en los ayuntamientos. Paradójicamente, hay escasez de mano de obra en el sector para buena parte de los oficios y las empresas constructoras han mantenido el empleo por lo que la productividad por ocupado se ha desploma-

do en el sector y explica la mayor parte de la caída de productividad total del PIB. Los ERTE fueron muy eficaces en 2020 para evitar una gran depresión y el cierre generalizado de miles de empresas, pero seguramente en 2021 están contribuyendo a estas distorsiones en el mercado de trabajo que, con una tasa de desempleo próxima al 15%, tiene escasez de trabajadores generalizada en la mayoría de sectores.

Las ventas de viviendas el pasado trimestre crecieron con fuerza, recuperando niveles no vistos desde 2007. Hasta septiembre, se han ejecutado tan sólo 6.000 millones del nuevo fondo europeo Next Generation de los 27.000 presupuestados. Para 2022 esperamos que la ejecución de fondos europeos será mayor, se activará un ciclo de construcción de viviendas y se corregirá buena parte del comportamiento anómalo del sector en 2021, tanto en valor añadido como en productividad.

Las exportaciones fueron las que mejor comportamiento tuvieron el pasado trimestre, con un crecimiento trimestral del 6,5%. Las de servicios crecieron un 25% trimestral, lideradas por la recuperación del turismo, y las de bienes el 1,5%. La recuperación del comercio y la producción industrial mundial fue muy intensa hasta la primavera y provocó un brote de inflación y serios problemas en la cadena de suministros global. La principal causa fue China por fuerte crecimiento de demanda y por su política de cero Covid, que impone restricciones muy severas en los puertos y ha afectado muy negativamente a la logística mundial. La Unión Europea tuvo retraso en la vacunación y en la recuperación y el pasado trimestre se desacopló del ciclo de EEUU y China, que se estancaron. La nueva ola de Covid en centro Europa y los problemas de la cadena de suministros anticipan viento en contra de la recuperación de las exportaciones españolas en los próximos trimestres.

Los indicadores adelantados del cuarto trimestre, principalmente la afiliación a la Seguridad Social de octubre y la primera quincena de diciembre, anticipan que la recuperación mantiene su dinamismo y esperamos un crecimiento trimestral

próximo al 1,6%. El consumo privado seguirá débil por el repunte de la inflación. En el pasado trimestre, el impacto fue sobre la energía, principalmente en los precios del gas, la electricidad y los combustibles, y ahora lo que se está produciendo es un contagio al resto de la cesta de la compra. También se ha contagiado a los salarios, aunque la previsión es que en 2022 crezcan próximos al 2%. Por lo tanto, los salarios reales están cayendo en 2021 y tienen un impacto negativo sobre el gasto de las familias, neutralizando el efecto positivo de la creación de empleo y la recuperación.

Nuestra previsión para el conjunto de 2021 es un crecimiento del PIB del 4,5%, muy condicionado a las revisiones del INE que ya ha anunciado que en el tercer trimestre será al alza. A lo largo de 2022, las tasas trimestrales se irán normalizando y nuestra previsión para 2022 es un crecimiento del PIB del 4,9%. Los ERTE han distorsionado el comportamiento de los trabajadores y de su tasa de actividad y estimar la tasa de paro es aún más complejo en esta recuperación. El empleo crecerá en 2022, pero menos que el PIB, y se recuperará la caída de la productividad de 2020. La causa principal será el sector de la construcción, como se ha explicado anteriormente. Nuestra previsión para la tasa de paro es del 14,9% en el promedio de 2021 y 14,1% en 2022. La mayor parte de los trabajadores en ERTE se han reincorporado a sus puestos de trabajo, y la tasa de paro vuelve a reflejar la realidad del mercado de trabajo.

Ninguna de las medidas que se están filtrando en la reforma del mercado de trabajo cambiarán la realidad de que España tenga una de las tasas de paro más altas del mundo desarrollado. Tampoco las reformas de 2010 y 2012 consiguieron reducir la volatilidad del empleo, como quedó de nuevo de manifiesto en la pandemia, cuando España volvió a ser el país de la OCDE que más empleo destruyó. La causa es la elevada tasa de temporalidad, provocada por la rigidez de los contratos indefinidos y la excesiva flexibilidad de los temporales. Meter rigidez en los contratos temporales, sin reducirla en los inde-

finidos, seguramente aumentará la economía sumergida, que, por concepto, es difícil de medir, aunque, en el caso de España, genera un serio problema de recaudación fiscal, principalmente en el IVA, y en la precariedad laboral y la desigualdad. Además, volver a dar prioridad a los convenios sectoriales podría tener efectos inflacionistas sobre los salarios que, en medio de una crisis de oferta exógena, provocaría menores márgenes empresariales, menor creación de empleo y menor crecimiento del PIB. Eso fue lo que sucedió en los años setenta y acabó provocando una estanflación que costó una década erradicar.

La situación fiscal evoluciona favorablemente dentro de la gravedad. La pandemia ha supuesto un fuerte aumento de la deuda pública hasta situarla por encima del 120% del PIB, su nivel más alto desde 1903. En 1903, el Gobierno español tuvo que reestructurar la deuda, subir los impuestos y hacer un duro recorte de gasto. En esta ocasión, la rápida y contundente intervención del BCE el pasado año evitó una crisis de deuda pública en Europa que habría puesto en cuestión el euro de nuevo, como sucedió en 2012. Cuando el Gobierno español solicitó el rescate en 2012, la deuda pública estaba próxima al 70% del PIB y emitía unos 200.000 millones de deuda brutal anualmente. El pasado año la deuda fue 55 puntos más alta y se emitieron unos 300.000 millones, un 50% más que en la crisis anterior. La diferencia es que el BCE nos compró más de esos 100.000 millones de diferencia.

El banco central financió todo el déficit público y el fuerte crecimiento del gasto asociado a la pandemia, principalmente sanitario, de ERTE y seguros de desempleo. El euro se apreció, a pesar de la ultraexpansiva política monetaria, y el BCE pudo hacerla a tipos del 0% y, en el caso de la deuda pública, a tipos negativos. En 2022, el BCE ha anunciado que la retirada de las compras será muy gradual, y eso permitirá mantener los tipos bajos en términos históricos, aunque serán más altos que los actuales. Nuestra previsión de deuda pública para 2021 es del 119,8% del PIB y en 2022 118,4%.

El déficit público en 2020 superó el 10%

del PIB, pero fue inferior a nuestra previsión de la primavera de ese año, en medio de la pandemia. La causa fue la menor caída de los ingresos, principalmente gracias a los ERTE, que explica que, en la mayor caída del PIB de la historia desde la Guerra Civil, la recaudación del impuesto sobre la renta en 2020 fuera muy similar a la de 2019 antes de la pandemia. En 2021 está sucediendo lo mismo y los ingresos crecen más de lo previsto, en buena medida por el aumento de la inflación. Entre enero y septiembre de 2021, los ingresos por IRPF crecen 8% con respecto a 2020, el IVA un 13% y el impuesto de sociedades un 24%. Nuestra previsión de déficit para 2021 es del 6,9%, y en 2022, 4,4%. El próximo año se habrán recuperado los niveles de PIB anteriores a la pandemia y cerrado la brecha de producción, por lo que el déficit será estructural y forzará a España a iniciar un plan de ajuste que durará varios años a partir de 2023.

4. Riesgos para la estabilidad financiera

Un año más, la baja rentabilidad sigue siendo una de las principales debilidades del sector bancario y, por tanto, una vulnerabilidad que afecta negativamente a la estabilidad financiera, ya que, para que el negocio bancario sea viable, obviamente debe alcanzar una rentabilidad que satisfaga al inversor y que es el coste de captar capital. No obstante, tras las pérdidas de 2020, que se explican sobre todo por el intenso saneamiento realizado, adelantando las posibles pérdidas asociadas al impacto de Covid-19, en el primer semestre de 2021 ha aumentado la rentabilidad por las menores exigencias de provisiones.

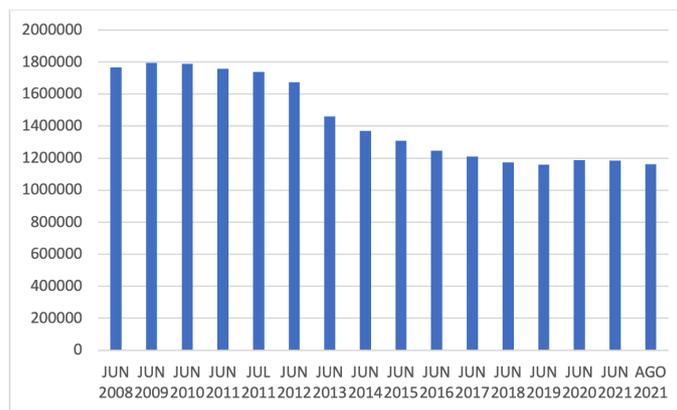
Adicionalmente, tras el impacto de la crisis de la Covid-19, se ha incrementado el endeudamiento, tanto del sector privado como de las AA.PP. En el primer caso, el riesgo se localiza en los sectores que más han sufrido la crisis, donde hay signos de deterioro de la calidad de la financiación bancaria. En el segundo, el alto nivel de endeudamiento alcanzado obliga a plantear una senda de ajuste, ya que somos muy sensibles a un aumento del coste de la financiación, lo que dependerá de que

el actual repunte de inflación sea coyuntural o se cronifique en los próximos meses. Ese escenario potencial de subida de tipos también es un riesgo para la estabilidad financiera, no solo por la exposición que la banca tiene al riesgo soberano, sino por otras vías que alimentan el riesgo (como una mayor morosidad en caso de que aumente el coste de la financiación para el sector privado). La buena noticia es la elevada capacidad de resistencia de la banca española a un escenario adverso, como demuestra el hecho de que en el test de estrés que ha realizado el Banco de España, en los tres grupos de entidades analizadas el coeficiente de solvencia de mayor calidad (CET1) siempre se mantiene por encima del 9%.

4.1. Riesgo de crédito

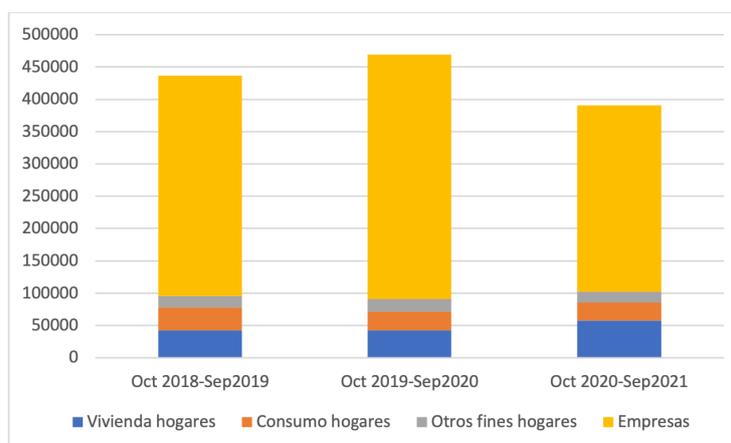
El stock vivo de crédito al sector privado residente (OSR) de las entidades de depósito españolas permanece relativamente estable desde 2018, en torno a 1,2 billones de euros, tras el intenso desapalancamiento de años anteriores (gráfico 10). En los últimos doce meses (hasta agosto de 2021, que es el último año disponible en el momento de redactar estas líneas) ha caído un 0,6%, lo que contrasta con un aumento del 2,2% un año antes. Este aumento está influenciado por el programa de avales del ICO, aprobado para hacer frente a los problemas de liquidez de las empresas tras el desplome de ingresos con motivo de la Covid-19. Tras ese importante aumento

Gráfico 10. Stock vivo de crédito de las entidades de depósito españolas al sector privado residente (OSR). Millones de euros



Fuente: Banco de España

Gráfico 11. Crédito a nuevas operaciones al sector privado residente (OSR). Millones de euros



Fuente: Banco de España

del crédito, han disminuido las nuevas operaciones, que son de importe inferior al crédito que se amortiza.

Si nos centramos en las nuevas operaciones de crédito (gráfico 10), en los últimos doce meses (de octubre a septiembre de 2021) el importe ha sido de 391.000 millones de euros, 78.000 millones menos que un año antes (caída del 16,6%). En cambio, de octubre 2018-septiembre 2019 a octubre 2019-septiembre 2020, el crédito nuevo aumentó en algo más de 32.000 millones de euros (un 7,4%), lo que se explica, como hemos dicho, por los

avales del ICO. El desglose por destino del crédito muestra claramente que ese crecimiento se imputa a las empresas (con un aumento de 23.000 millones), mientras que el crédito a los hogares cayó, arrastrado por el destinado al consumo que se resistió con el confinamiento. Tras ese shock de demanda debido a los avales del ICO, el crédito nuevo a las empresas ha caído en 90.000 millones de euros, hasta situarse en los últimos doce meses en 288.500 millones de euros. En cambio, el crédito a la compra de vivienda ha aumentado en 15.600 millones de euros en los últimos doce meses (aumento del 36,8%), hasta alcanzar un importe de 57.800 millones de euros, algo más del doble que el crédito al consumo (28.055 millones de euros). No obstante, a pesar de este fuerte aumento del crédito para la compra de vivienda, el stock acumulado nada tiene que ver con los niveles que se alcanzaron en la anterior

crisis bancaria.

La tasa de morosidad del crédito a OSR de la banca en España sigue sin mostrar el impacto de la pandemia, ya que se sitúa en el 4,37% en agosto de 2021 (último dato disponible), con un volumen de préstamos morosos de 50.717 millones de euros, 3.584 millones menos que a finales de 2019 (gráfico 12). La caída de la tasa de morosidad del 4,78% de diciembre de 2019 al 4,37% de agosto de 2021 es consecuencia de una reducción del 6,6% en el importe de los préstamos morosos y un aumento del stock vivo de crédito del 2,3% (26.074 millones de euros). Desde el máximo nivel que alcanzó el crédito moroso en enero de 2014 (191.825 millones de euros), ha caído a casi la cuarta parte.

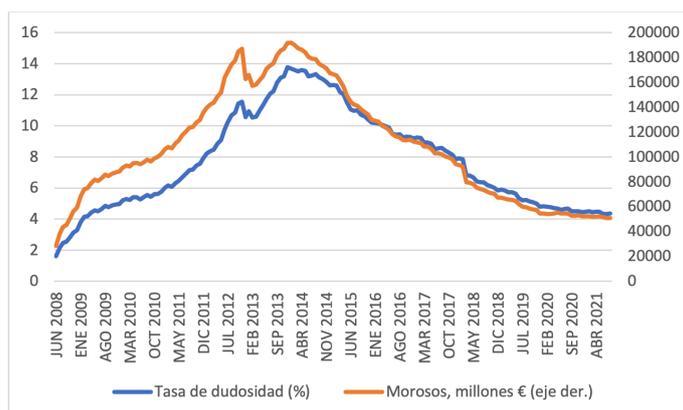
Esta atípica evolución de la morosidad tras el impacto de la crisis de la Covid-19, que hizo descender el PIB un 10,8% en 2020, es de esperar que aumente en los próximos meses, una vez terminen las moratorias en los préstamos concedidos con el aval del ICO, sobre todo a los sectores más afectados por la crisis. De hecho, como muestra el reciente informe de estabilidad financiera del Banco de España (2021) de noviembre, ya hay indicios de deterioro en la calidad del crédito de estos sectores (hostelería, transporte, ocio, etc.), con un importante aumento de los préstamos en situación de especial vigilancia (donde aumenta el riesgo

de pérdidas). No obstante, hay que tener en cuenta que la banca hizo un importante esfuerzo de dotación de provisiones en

2020, anticipando el aumento del riesgo de crédito en el futuro.

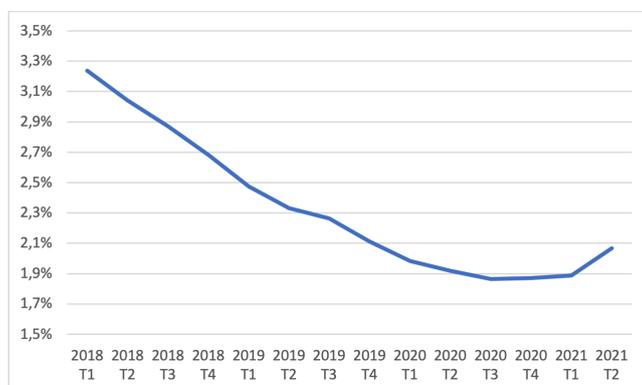
Aunque la tasa de morosidad no ha aumentado con la crisis, sí que lo ha hecho la tasa de reestructuración-refinanciación (ver gráfico 13), lo que puede ser la antecala de un aumento de la morosidad. Para el total de las entidades de crédito (grupos consolidados), la tasa rompió su tendencia a la baja en el segundo trimestre de 2020 y, desde entonces, ha aumentado del 1,86% al 2,07%, lo que en términos absolutos implica situarse en junio de 2021 en 89.000 millones de euros (10.000 más que a finales de 2020). En el caso de las dudosas, su peso en el total de las exposiciones ha aumentado en el segundo trimestre de este año, hasta el 1,04% (44.835 millones de euros).

Gráfico 12. Tasa de morosidad e importe del crédito de dudoso cobro a OSR de las entidades de depósito españolas. Porcentaje y millones de euros



Fuente: Banco de España

Gráfico 13. Porcentaje de exposiciones reestructuras/refinanciadas de las entidades de crédito españolas (grupos consolidados)



Fuente: Banco de España

4.2. Endeudamiento del sector privado

Una de las vulnerabilidades que señala el Banco de España para la estabilidad financiera es la situación de ciertos segmentos de empresas y hogares, por sus elevados niveles de endeudamiento y el impacto de la crisis de la Covid-19 en sus ingresos. A nivel agregado de todo el sector privado no financiero, el desapalancamiento que tuvo lugar desde 2009 se ha detenido desde el estallido de la pandemia en marzo de 2020, ya que ha sido necesario acudir, sobre todo,

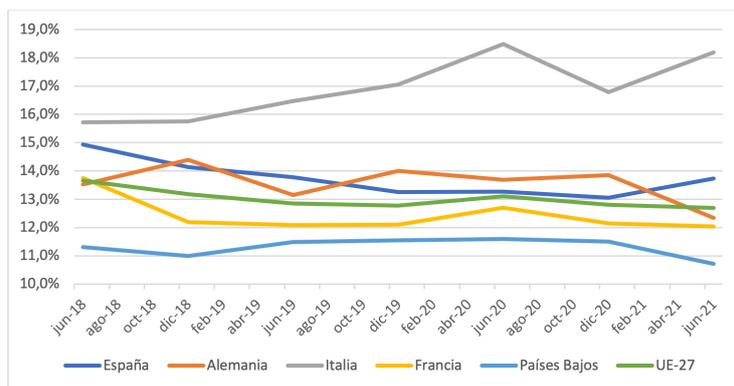
al préstamo bancario para hacer frente a esa pérdida de ingresos. De 2009 a marzo de 2020, la ratio deuda privada/PIB con-

solidada cayó 75 puntos porcentuales (del 204,2% al 129,6%). Desde entonces, y hasta junio de 2021, ha aumentado 14,6 pp, hasta situarse en el 144,2%, aunque ha caído 4 pp en el último trimestre, conforme se recupera el PIB. El despalancamiento fue más intenso en las empresas que en las familias, y desde marzo de 2020, el aumento del endeudamiento también es más intenso en las empresas, ya que la ratio deuda/PIB ha aumentado 13,3 puntos, frente a 4,3 en las familias. En consecuencia, en la actualidad (junio 2021), la ratio es del 82,8% en las empresas y del 61,4% en las familias (ver gráfico 14). Obviamente, es el endeudamiento de las empresas en sectores más afectados por la crisis de la Covid-19 el elemento de preocupación de cara a la estabilidad financiera por su impacto en la morosidad bancaria.

4.3. Endeudamiento del sector público

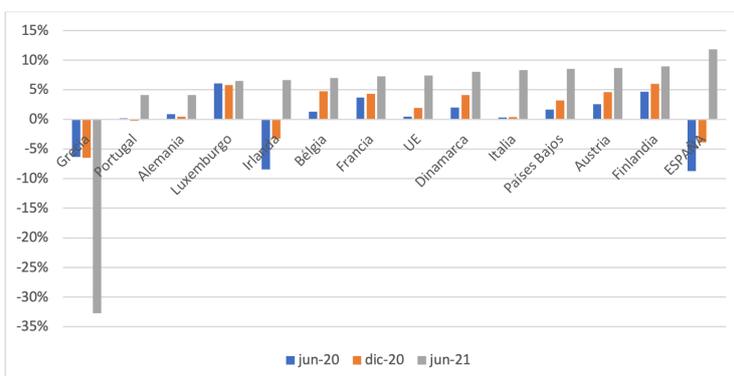
La segunda vulnerabilidad que señala el Banco de España tanto para la economía como para el sistema financiero es el aumento de la deuda pública que alcanza el 122,8% del PIB en junio de 2021, 23,4 pp más que antes del estallido de la pandemia. Si bien hay que tener en cuenta la intensa caída del PIB a la hora de interpretar esta ratio, el elevado déficit público y el hecho de que una parte importante sea estructural, también contribuye a explicar este aumento del endeudamiento de las AA.PP. La sostenibilidad de las finanzas

Gráfico 15. Peso de la deuda pública en el activo total de los bancos de la UE (grupos consolidados). Porcentaje



Fuente: EBA

Gráfico 16. Rentabilidad de los recursos propios (ROE) de los grupos consolidados (incluyendo negocio en el exterior de las filiales de bancos nacionales) de los sectores bancarios europeos



Fuente: EBA

públicas obliga a corregir el elevado componente estructural del déficit (con medidas tanto en la vertiente de gasto como de los ingresos), pero también a implementar reformas estructurales que eleven nuestro *output* potencial. No hay que olvidar que en la ecuación de la sostenibilidad de la deuda influyen varios elementos: el déficit público primario, el nivel de endeudamiento de partida, el tipo de interés real y la tasa de crecimiento del PIB. Por tanto, además de la importancia de que

en los próximos años se mantenga el tono acomodaticio de la política monetaria para asegurar el acceso a la financiación a tipos reducidos (que dependerá de la evolución de la inflación), no menos importante es reducir el déficit estructural y aumentar la tasa de crecimiento del PIB.

En este contexto, en el que la ratio deuda pública/PIB se sitúa en niveles elevados, un elemento de preocupación para la estabilidad financiera es el impacto que tendría una potencial subida de tipos en caso de que la inflación de los últimos meses se cronifique en el tiempo y obligue a actuar al BCE. Ese impacto es mayor cuanto mayor sea la exposición de la banca al riesgo soberano, ya que una subida de tipos implica una caída del precio de la deuda.

La Autoridad Bancaria Europea aporta información del total de la deuda pública (no solo española) que hay en el activo de los sectores bancarios europeos, para grupos consolidados que incluyen el negocio de las filiales en el exterior. A junio de 2021

(gráfico 15), en la banca española el peso es del 13,7%, un punto por encima de la media de la UE, y también por encima de Alemania (12,3%), Francia (12%) y Países Bajos (10,7%), pero muy por debajo de Italia (18,2%). En España, como se aprecia en el gráfico, la tendencia a que la deuda pública pierda peso en el balance se rompe en 2021, ya que de diciembre de 2020 a junio de 2021 ha aumentado del 13,1% al 13,7%.

4.4. Baja rentabilidad bancaria

La baja rentabilidad del negocio bancario sigue siendo un año más una de las principales vulnerabilidades del sector bancario, en un contexto de persistencia de bajos tipos de interés y la competencia de las empresas tecnológicas, al que se une el creciente riesgo de crédito por el impacto de la crisis de la Covid-19.

Para los grupos consolidados, que incluyen tanto el negocio doméstico como el de las filiales en el exterior, frente a una rentabilidad de los recursos propios del -3,9% a finales de 2020, en junio de 2021 se sitúa en el 11,9%, siendo esta última 20,6 pp superior a la de un año antes (-8,7%). Las abultadas pérdidas del 2020 se explican por la combinación de las provisiones realizadas para hacer frente a las pérdidas esperadas con motivo de la crisis y de resultados extraordinarios (sobre todo, la pérdida de valor del fondo de comercio de las filiales del Santander y BBVA). La revisión a la baja de esas pérdidas es lo que justifica la caída de las provisio-

nes realizadas en el primer semestre de 2021, que, junto a otros elementos extraordinarios, explican la intensa recuperación de la rentabilidad.

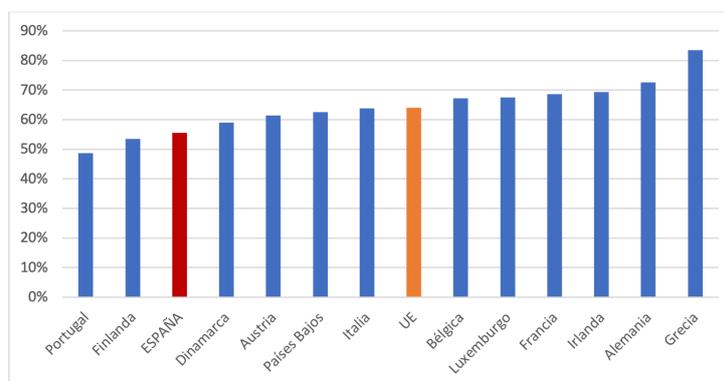
En el contexto de los sectores bancarios de la UE (gráfico 16), la ROE de la banca española es 4,5 puntos superior en junio de 2021, situándose por encima de los principales sectores europeos. Salvo en Grecia, en el resto de países la rentabilidad se ha recuperado con fuerza, siendo España el país en el que más ha aumentado en lo que llevamos de año.

En el negocio doméstico, la ROE es más reducida y se sitúa en el primer semestre de 2021 en el 7,3%, 14 puntos más que en junio de 2020. 2020 terminó con unas pérdidas de 3.100 millones de euros, mientras que en los seis primeros meses de 2021, el beneficio neto es de 7.755 millones de euros.

Para aumentar la rentabilidad, es necesario mejorar la eficiencia, lo que se puede conseguir tanto reduciendo los gastos de explotación

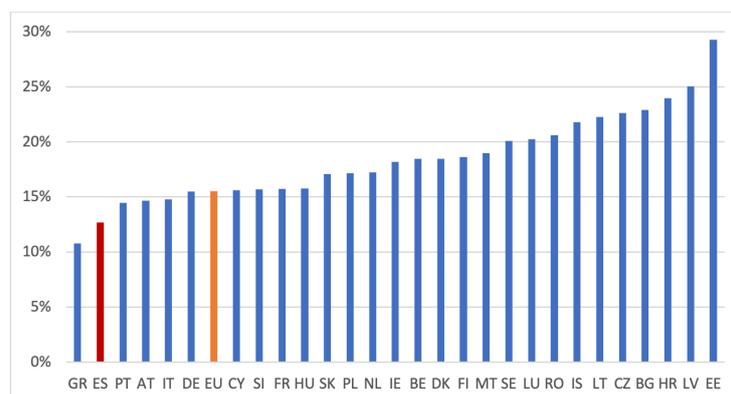
(que, en gran parte, dependen de la red de oficinas y el volumen de empleo), como aumentando el margen bruto. La banca española sigue destacando por su mayor eficiencia en el contexto europeo (gráfico 17), ya que conseguir 100 euros de margen bruto le cuesta 55,5 euros, mientras que a la banca de la UE-27 le cuesta 64 euros. En el negocio doméstico, la ratio de eficiencia operativa es del 55,8% en junio de 2021, 4,4 por debajo en relación a junio de 2020. Esta ganancia de eficiencia se debe

Gráfico 17. Ratio de eficiencia operativa de los grupos consolidados (incluyendo negocio en el exterior de las filiales de bancos nacionales) de la UE. Junio 2021



Fuente: EBA

Gráfico 18. CETI (fully loaded) en los grupos consolidados (incluyendo negocio en el exterior de las filiales de bancos nacionales) de la UE. Junio 2021. Porcentaje



Fuente: EBA

tanto a la mejora del margen bruto (que aumenta en los últimos doce meses un 5,8%) como a la caída de los costes operativos (que caen un 2%). Los costes medios por unidad de activo se sitúan en el 0,89%, 5 puntos básicos menos que en junio de 2020.

4.5. Solvencia como colchón frente a la crisis

El sector bancario español (grupos consolidados) ha aumentado su ratio de solvencia de mayor calidad (CET1) en 68 puntos básicos desde junio de 2020, hasta situarse en el 12,7% (gráfico 18). Sigue siendo una ratio muy reducida en el contexto de la UE, ya que, de hecho, solo Grecia supera la ratio de España. A la hora de interpretar esta rezagada posición del sector bancario español en el ranking europeo de solvencia, es necesario tener en cuenta que la banca española utiliza con menos intensidad el enfoque interno (IRB) en el cómputo de los APR (activos ponderados por riesgo, que es el denominador de la ratio de solvencia), enfoque que ofrece un menor valor de los APR (y por tanto una mayor ratio de solvencia). Cuando no tenemos en cuenta la ponderación por riesgo, España avanza posiciones en el ranking, en términos de recursos propios como porcentaje del activo. En cualquier caso, de cara al futuro, la banca española debe seguir mejorando su solvencia, a lo que contribuye una política moderada en

el reparto de dividendo, como reclama el Banco de España.

4.6. Un 2021 de clara recuperación de la rentabilidad

El análisis de la cuenta de resultados de las entidades de depósitos españolas en su negocio doméstico (Cuadro 1) muestra con claridad tanto el impacto de la crisis de la Covid-19 (por la cuantía de las provisiones realizadas en 2020) como la posterior recuperación (y, por tanto, menores necesidades de saneamientos). Si comparamos junio de 2021 con el mismo periodo de 2020, destacan varios mensajes:

1. El margen de intereses sigue cayendo, conforme persiste en el tiempo el entorno de muy bajos tipos de interés en los mercados. Así, el margen financiero por unidad de activo se sitúa en el 0,83%, frente al 0,85% de junio de 2020
2. Los otros productos ordinarios han aumentado un 10,7% y representan el 0,77% del activo, lo que contribuye al aumento del margen bruto.
3. El esfuerzo de la banca por reducir costes (lo que exige sacrificios en términos de cierre de oficinas y aligeramiento de las plantillas) conlleva un recorte del coste unitario de 6 puntos básicos, hasta el 0,89%.
4. El intenso saneamiento realizado en el primer semestre de 2020 (unos 12.500 millones de euros), junto a algunos re-

Cuadro 1. Cuenta de resultados de las entidades de depósito (negocio en España). Porcentaje de los ATM

	Miles de euros				Porcentaje de ATM			
	2020	2020-1S	2021-1S	Variación (%)	2020	2020-1S	2021-1S	Variación (pp)
Ingresos financieros	31067	15417	15007	-2,7	1,16	1,17	1,09	-0,08
Costes financieros	8085	4201	3622	-13,8	0,30	0,32	0,26	-0,06
MARGEN FINANCIERO	22982	11215	11385	1,5	0,86	0,85	0,83	-0,03
Otros productos ordinarios	23083	9578	10605	10,7	0,86	0,73	0,77	0,04
MARGEN BRUTO	46065	20793	21990	5,8	1,71	1,58	1,60	0,02
Gastos de explotación	25290	12522	12273	-2,0	0,94	0,95	0,89	-0,06
Dotaciones netas	2246	1073	1984	84,9	0,08	0,08	0,14	0,06
Pérdida por deterioro activos financieros	11287	5856	3294	-43,7	0,42	0,44	0,24	-0,21
RESULTADO DE EXPLOTACION	7242	1341	4439	230,9	0,27	0,10	0,32	0,22
Pérdida por deterioro activos no financieros	6955	6641	169	-97,5	0,26	0,50	0,01	-0,49
Otros productos ordinarios	-1758	-13	4065	-32230,6	-0,07	0,00	0,29	0,30
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	-1470	-5313	8334	-256,9	-0,05	-0,40	0,60	1,01
Impuestos	1580	1801	548	-69,6	0,06	0,14	0,04	-0,10
Resultado del ejercicio	-3106	-7144	7755	-208,6	-0,12	-0,54	0,56	1,10
ROE					-1,46	-6,65	7,35	-1,46

Fuente: Banco de España

sultados extraordinarios negativos, es lo que explica mayoritariamente las pérdidas del ejercicio, que en el primer semestre de 2020 fueron de 7.144 millones de euros, si bien el dato de diciembre terminó en 3.106 millones de euros. El anticipo en 2020 de provisiones que seguramente tendrían que realizarse más adelante, junto con la recuperación económica en 2021, reduce sustancialmente (casi a la cuarta parte) las pérdidas por deterioro de activo en el primer semestre de 2021, de forma que de un importe de 7.144 millones de pérdidas en junio de 2020 se pasa a un beneficio de 7.755 millones un año más tarde, con una ROA del 0,56% y un ROE del 7,35%.

En síntesis, 2020 es un año excepcional con motivo del impacto de la crisis de la Covid-19, que situó en pérdidas la cuenta de resultados de la banca española, como consecuencia principalmente del elevado saneamiento realizado previendo un futuro deterioro de la calidad de los activos que aún no se ha producido. Esta anomalía (caída del PIB en 2020 del 10,8% con caída de la tasa de morosidad) se debe a las medidas implementadas para amortiguar el impacto de la crisis en los ingresos de empresas y familias (como los ERTE, moratorias, aplazamiento de impuestos, etc.) y también a los avales del ICO a los préstamos bancarios, con plazos de amortización más largos de lo habitual, bajos tipos de interés y moratorias. Con el control de la pandemia y la recuperación económica, se ha recuperado la rentabilidad en el primer semestre de 2021, con una caída de los saneamientos, que han regresado a los niveles anteriores a la pandemia, a nivel consolidado pero mayores a aquellos niveles en el negocio doméstico. Aunque están aumentado los créditos refinanciados o reestructurados y los clasificados en vigilancia especial (*stage 2*), si la recuperación económica coge intensidad no tiene por qué traducirse necesariamente en más morosidad. No obstante, en el caso de los préstamos avalados por el ICO, cuyo destino fue a empresas en dificultades por la Covid-19, una vez terminen las

moratorias, puede deteriorarse la calidad de esos préstamos, generando pérdidas acotadas para la banca por el aval público.

Referencias

Banco de España (2021). Informe de Estabilidad Financiera, otoño 2021, noviembre.

De Castro, F., C. Martínez-Mongay y J. Yaniz, 2021, La respuesta de política fiscal a nivel internacional, mimeo.

European Commission, 2021a, European Economic Forecast. Spring 2021, Institutional Paper No 149, May 2021.

European Commission, 2021b, European Economic Forecast. Autumn 2021, Institutional Paper No 160, November 2021.

IMF, 2021a, World Economic Outlook. Managing Diverging Recoveries. April 2021.

IMF, 2021b, World Economic Outlook. Recovering during a pandemic. Health Concerns, Supply Disruptions and Price Pressures. October 2021.

Martínez Mongay, C., E. Feás, M. Otero, y F. Steinberg, 2021, Reforming the governance of the Economic and Monetary Union: the issues. Working Paper 10/2021, Real Instituto Elcano.

Wolf, M. y L. Summers (2021): "I'm concerned that what is being done is substantially excessive", Financial Times 12-04-2021.

AGRADECIMIENTOS

El Observatorio de la Realidad Financiera agradece especialmente a **Carlos Martínez Mongay**, ex director general adjunto en la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea; **José Carlos Díez**, economista, autor y director del ORFIN; y **Joaquín Maudos**, catedrático de Economía de la Universidad de Valencia, director adjunto del Ivie y colaborador de CUNEF; por su participación en la realización de este informe de previsiones económicas. Y también a **Eva Senra**, vicerrectora de Economía, Emprendimiento y Empleabilidad de la Universidad de Alcalá de Henares, por su participación en la presentación del informe.

MIEMBROS DEL ORFIN

DIRECCIÓN



José Carlos Díez

CONSEJO ASESOR



Daniel
Lacalle



Juan Moscoso
del Prado



María
Cadaval



Mónica
Melle



José Moisés
Martín Carretero



Marlen
Estévez



Nieves
García Santos

CONSEJO ACADÉMICO



Decano
Luis F. Rivera Galicia



Dir. Dpto. Economía
Carlos Mario Gómez



Dir. Dpto. Empresa
José A. Gonzalo Angulo



OBSERVATORIO DE LA REALIDAD FINANCIERA
WWW.ORFIN.ES

En colaboración con:



Universidad
de Alcalá