

La recuperació 2013-19 i les seves perspectives: reabsorció de desequilibris financers i fragilitats pendents

Barcelona, 20 de juny del 2019
Josep Oliver Alonso (UAB i EuropeG)



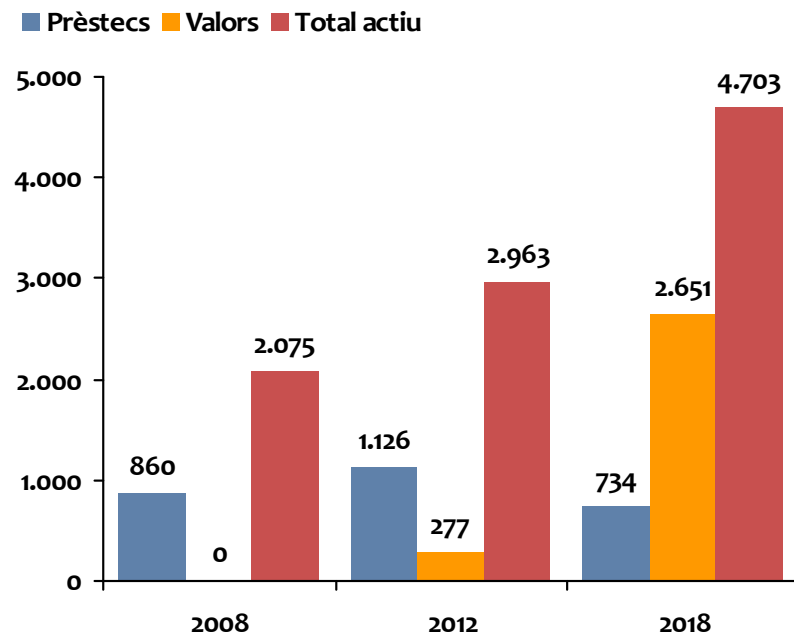
Sumari

1. La base exterior de la millora: l'excursion paper del BCE a la recuperació (2013-19)
2. Fluxos de finançament amb la resta del mon (VaF i VpF): els canvis 2014-2019 i el seu reflex a la balança exterior
3. Dels fluxos als stocks exteriors d'actius, deute i Posició Neta d'Inversió d'Espanya: modificacions per volum, sectors i estructura
4. El procés despalanquejament dels sectors residents: contracció del crèdit, notable caiguda de l'endeutament de llars i SNF i l'auge del de les AAPP

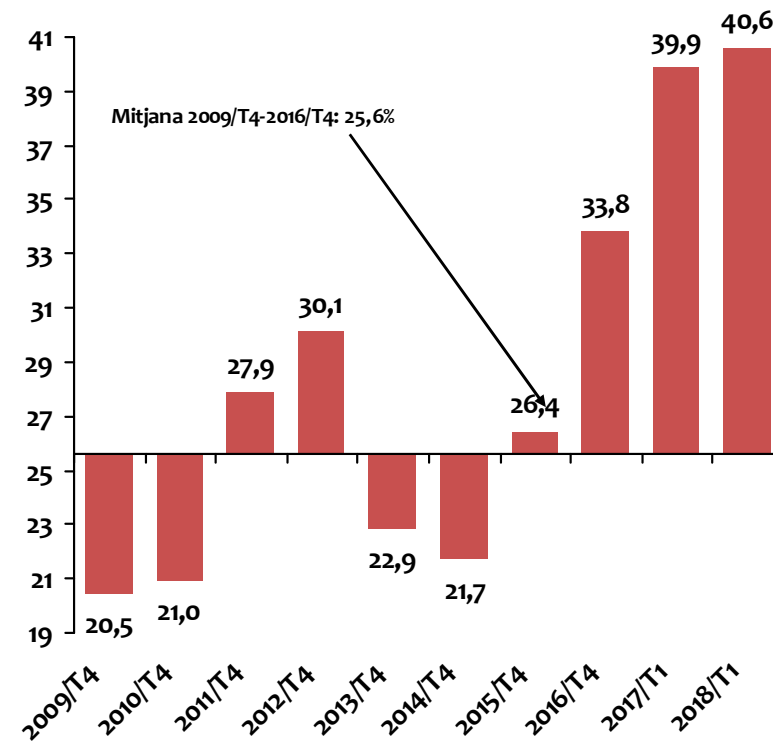
1. La base exterior de la millora: l'exceptional paper del BCE a la recuperació (2013-19)

Canvis a l'actiu del BCE 2008-2018: fort augment (del 13% al 41% del PIB, Banco de España, 2019) i profundes modificació a la seva composició (de crèdit a compra d'actius)...

Actiu de l'eurosistema amb finalitats de política monetària 2009-2018/T4¹
(mm d'euros)



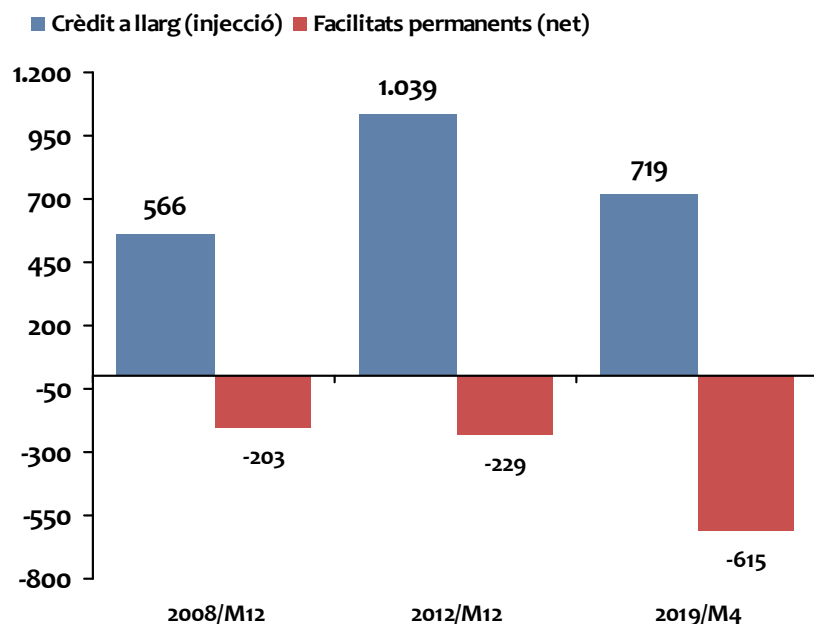
Actiu de l'eurosistema 2009/T4-2018/T4
(% del PIB)



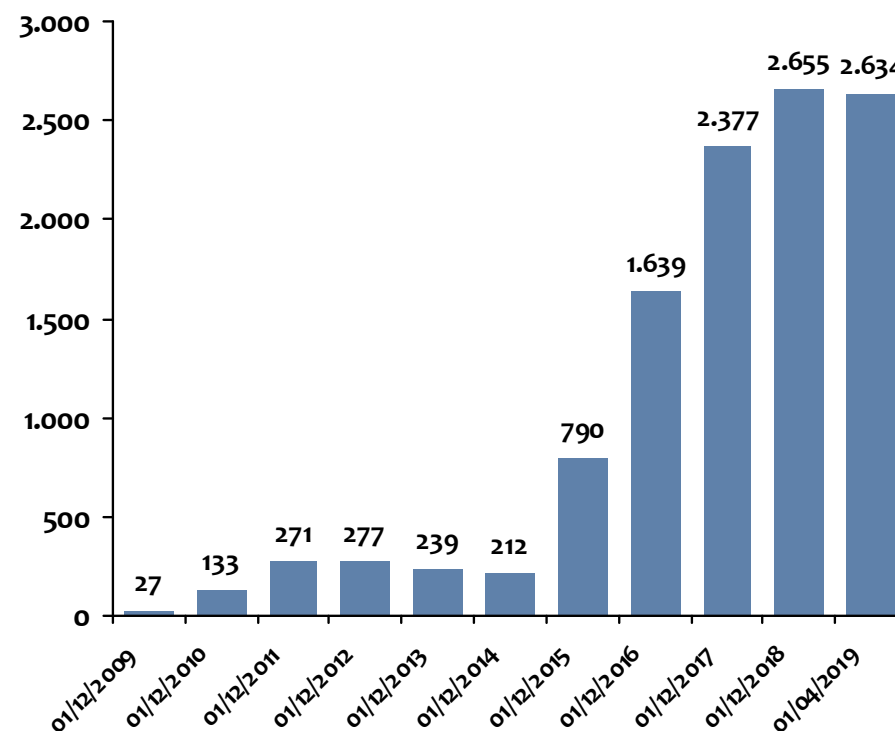
1. L'actiu del balanç consolidat de l'Eurosistema s'ha descomposat entre els apartats: 5. Prèstecs concedits a entitats de dipòsits per operacions de política monetària, 71. Valors mantinguts amb finalitats de política monetària; i resta (1. Or i drets en or; 2. Actius en moneda estrangera front a no residents a la zona de l'euro; 3. Actius en euros front a no residents; 6. Altres actius front entitats de crèdit; 72. Altres valors; 8. Crèdits en euros a AAPP; 9. Altres actius)

... amb un paper inicial de prestamista en darrera instància i, des del 2015, intervenció en els mercats de capitals amb el programa de compra d'actius (públics i privats) ...

LTRO (i TLTRO)¹a la banca de la eurozona i facilitats permanents (netes) 2008/M12-2019/M4 (mm de euros)



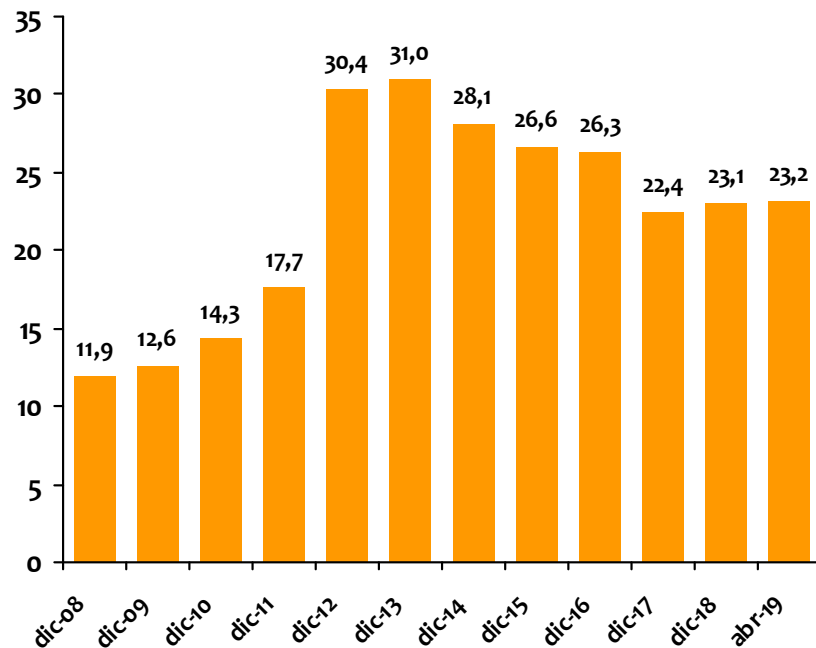
Import dels programes de compra d'actius² dels bancs centrals de l'eurozona 2009/M12-2019/M4 (mm de euros)



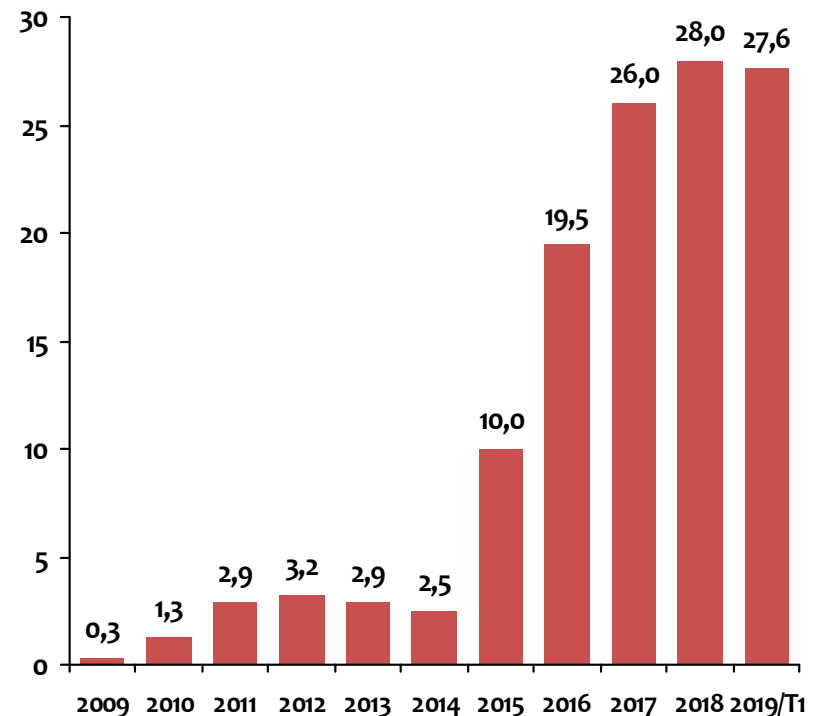
1. Operacions de finançament a llarg termini (1 a 3 anys) i amb objectius específics (Targeted, a 4 anys); 2. El programa actual de compra d'actius del BCE inclou la tercera onada del Covered Bond Purchase Programme, (CBPP-3) amb saldos pendents dels CBPP-1 i 2, l'Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP), el Public Sector Purchase Programme (PSPP) i el Corporate Sector Purchase Programme (CSPP).

... dels que Espanya ha rebut una part més elevada de la que correspon al seu pes en el PIB: en mitjana 2012-19, un 26% del total del crèdit a llarg, i vora 350 mm d'euros en actius del sector públic i ENF espanyoles a 2019/T1 (un 28% del PIB, aproximadament el 12% del total comprat per l'eurosistema) ...

LTRO i TLTRO concedits a la banca espanyola 2008/M12-2019/M4 (% del total concedit per l'eurosistema)

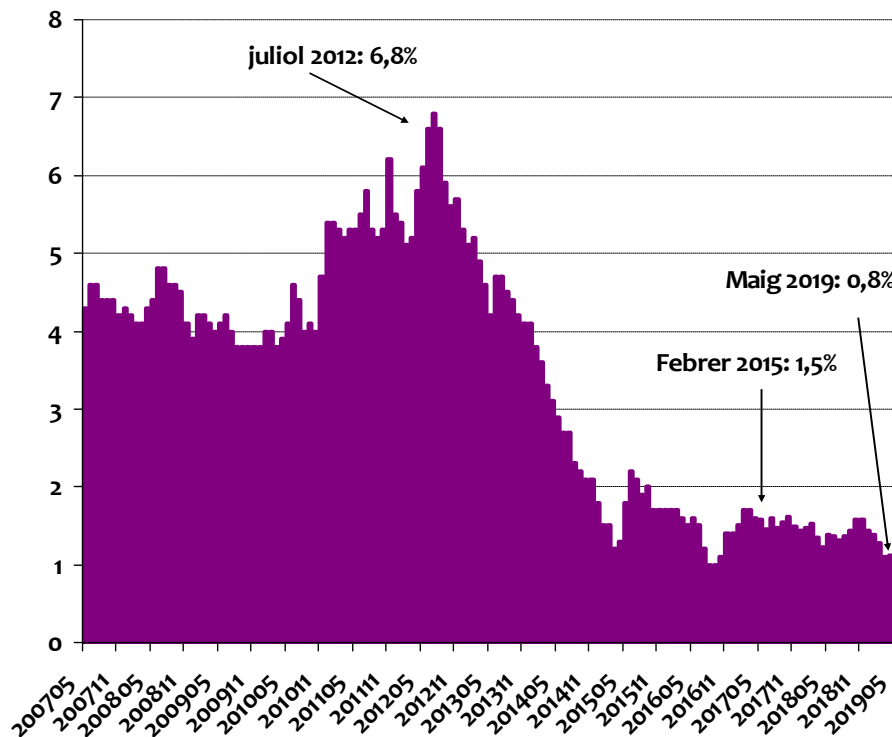


Compra d'actius del Banco de España 2009-2019/T1 (% del PIB)

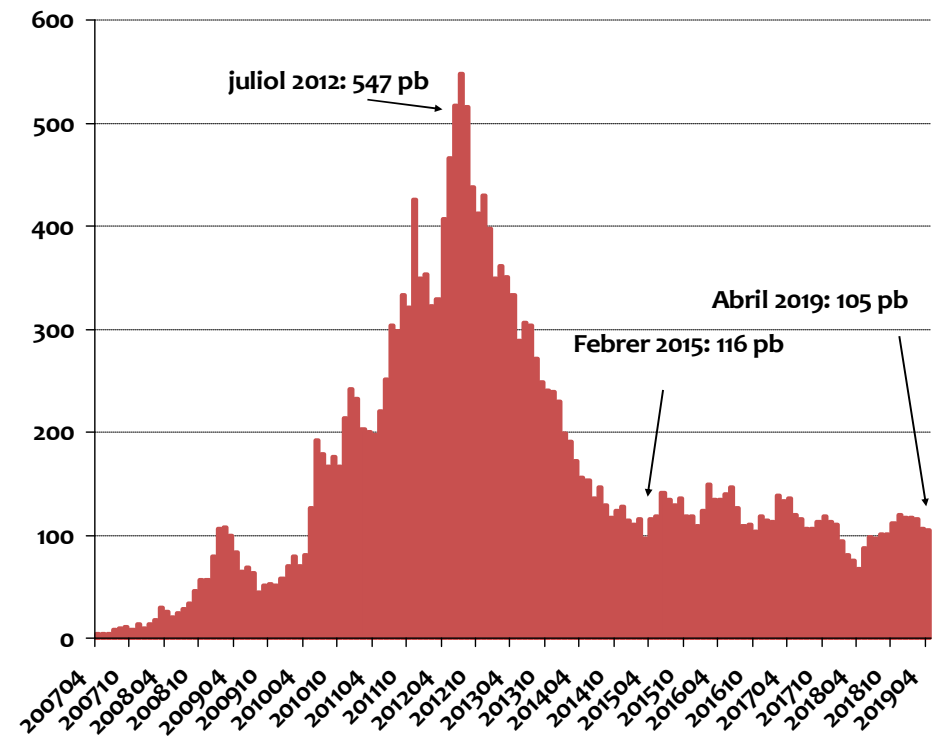


... una masiva intervenció que, en mitjana mensual abril del 2019, s'ha traduït en una substancial davallada dels tipus d'interès espanyols, fins el 0,391% el deute sobirà a 10 anys (19 de juny) i una caiguda de la prima de risc del deute sobirà fins els 68,5 punts (el 19 de juny)

Tipus d'interès del deute públic espanyol a 10 anys
2007/M1-2019/M5 (en %)



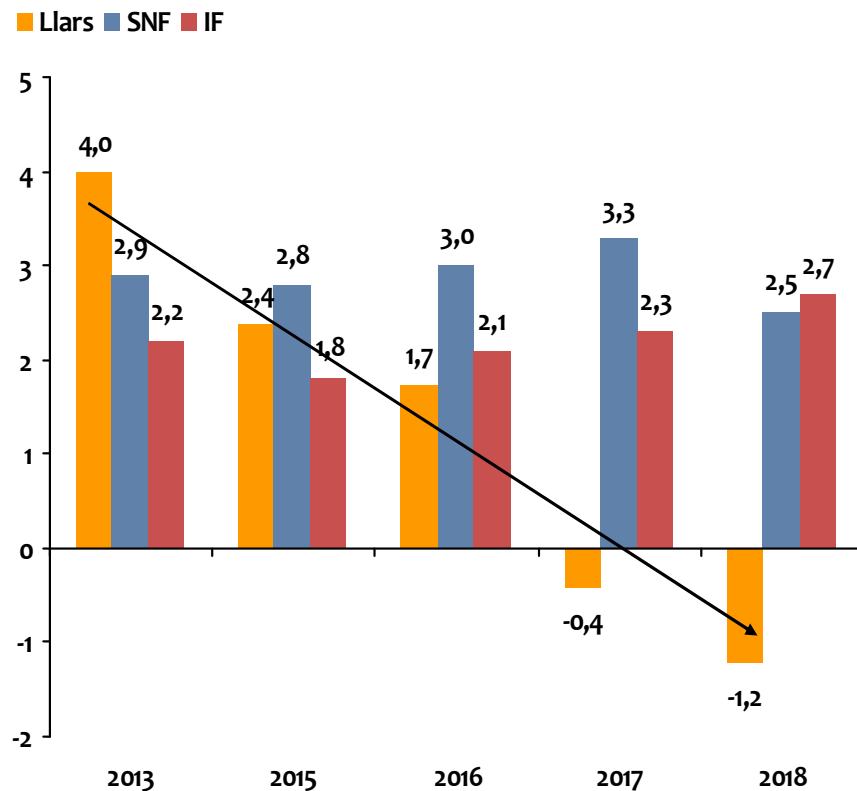
Primes de risc a Espanya (deute a 10 anys).
2007/M1-2019/M4 (pb)



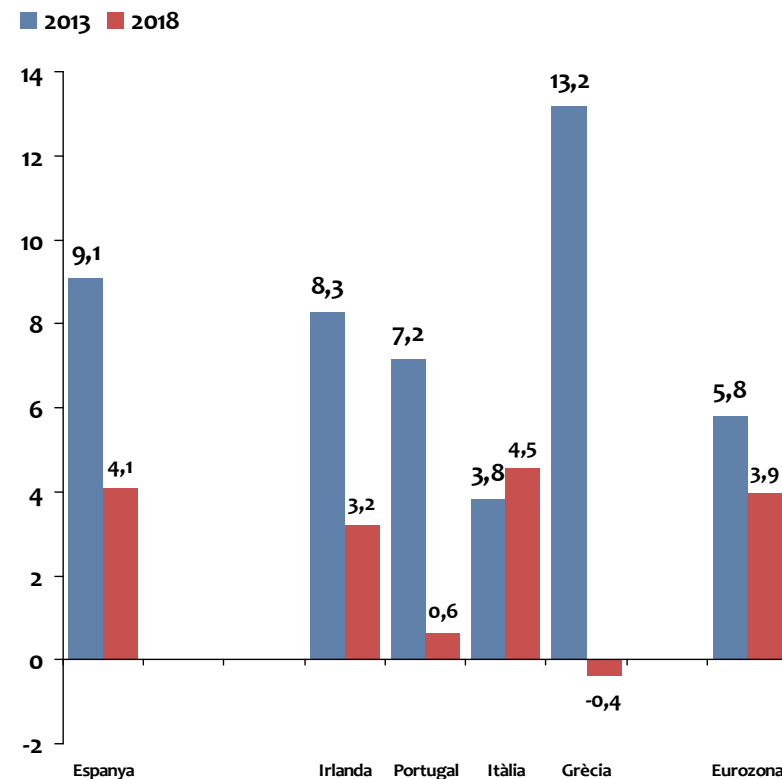
2. Fluxos de finançament amb la resta del mon (VaF i VpF): els canvis 2014-2019 i el seu reflex a la balança exterior

Saldos financers del sector privat a la recuperació 2013-2018: la reemergència de necessitats de finançament de les llars i el manteniment de superàvits de les SNF i IF

Espanya: capacitat/necessitat de finançament de les llars, SNF i IF 2000-2018 (% PIB)

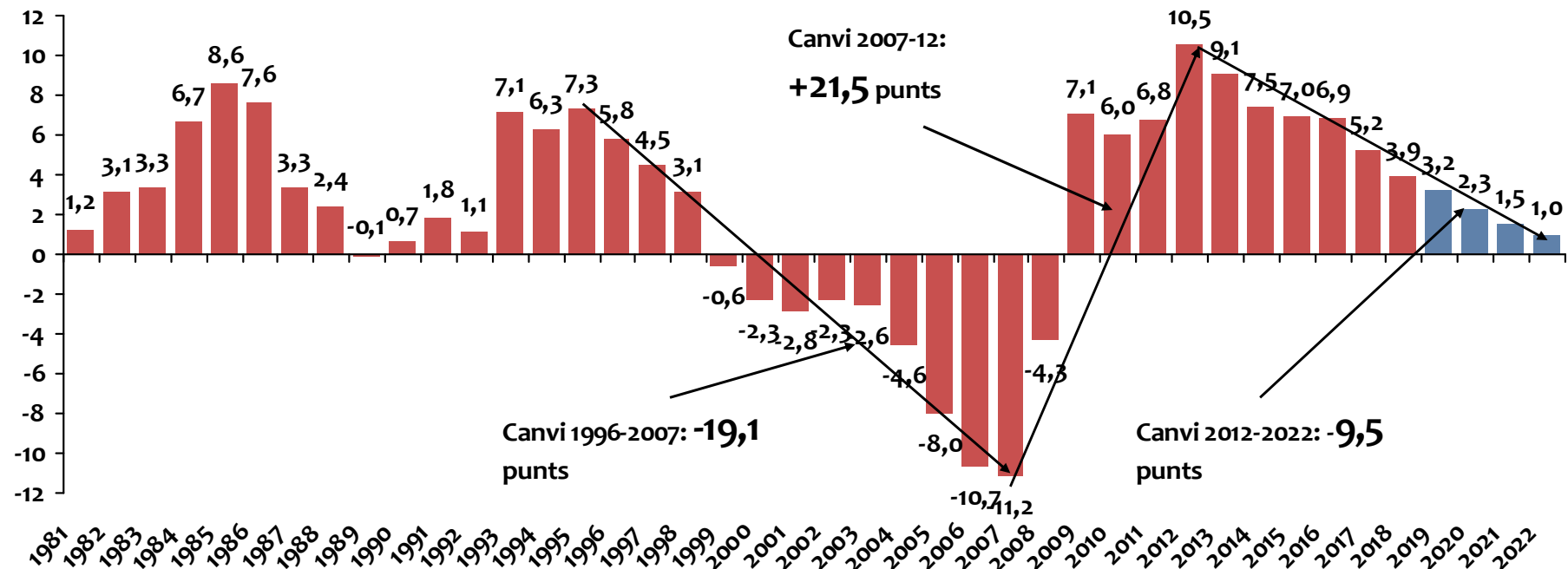


Capacitat (+)/necessitat (-) de finançament 2013-2018 del sector privat a l'eurozona (% del PIB)



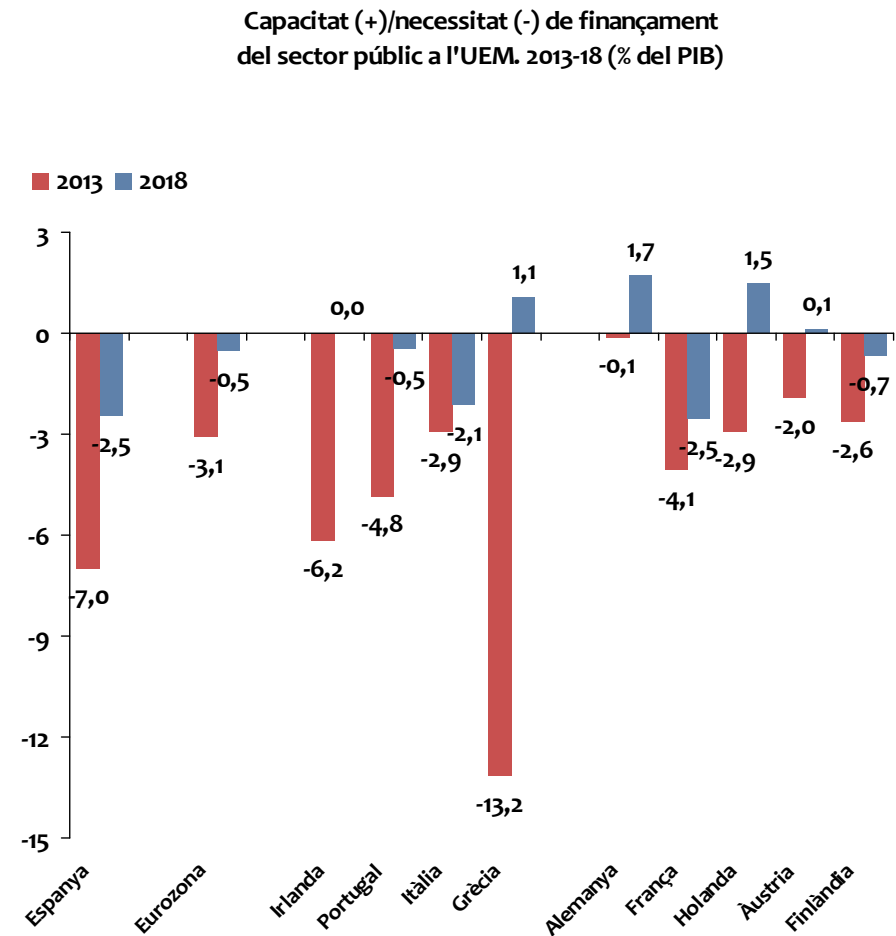
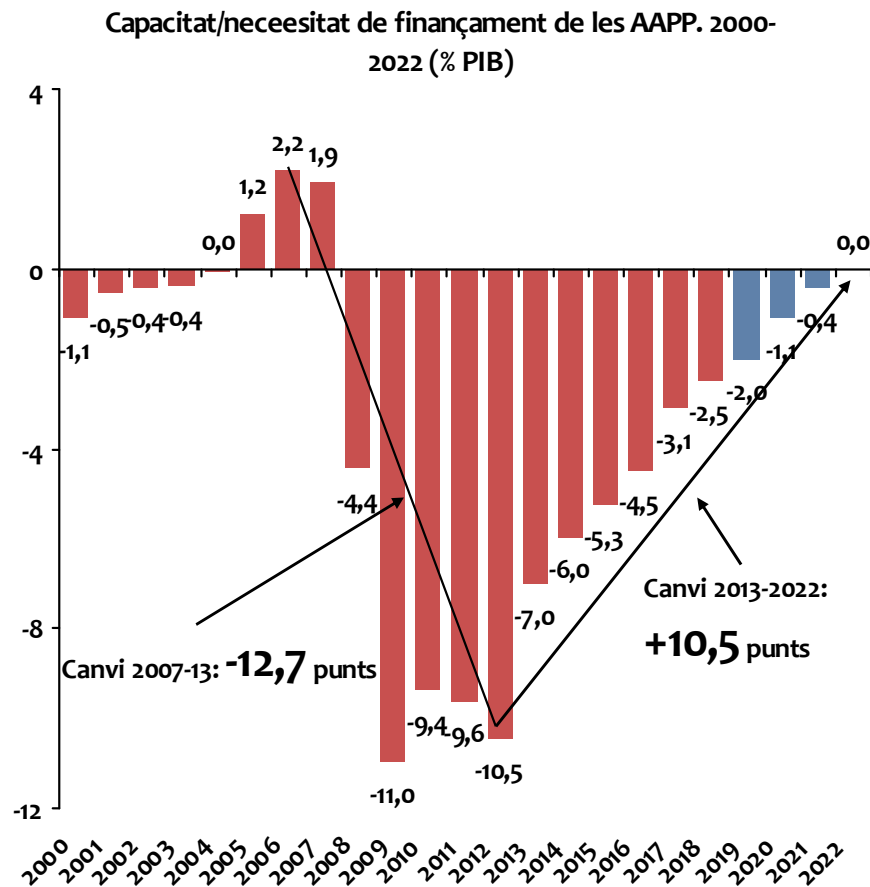
... una dinàmica del sector privat (financer i no financer) que, després dels registres històrics de dèficit del 2007 (-10,2% del PIB) i de superàvit del 2012 (+10,5%), mostra una clara tendència a la reducció dels excedents ...

Capacitat (+)/necessitat (-) de finançament del sector privat espanyol (financer i no financer). 1981-2022 (% del PIB)



1. Per 1981-1994, CNE; per 1995-2017, AMECO; per 2018-2022, Gobierno de España: Programa de Estabilidad (2018 avance, y previsiones 2019-2020).

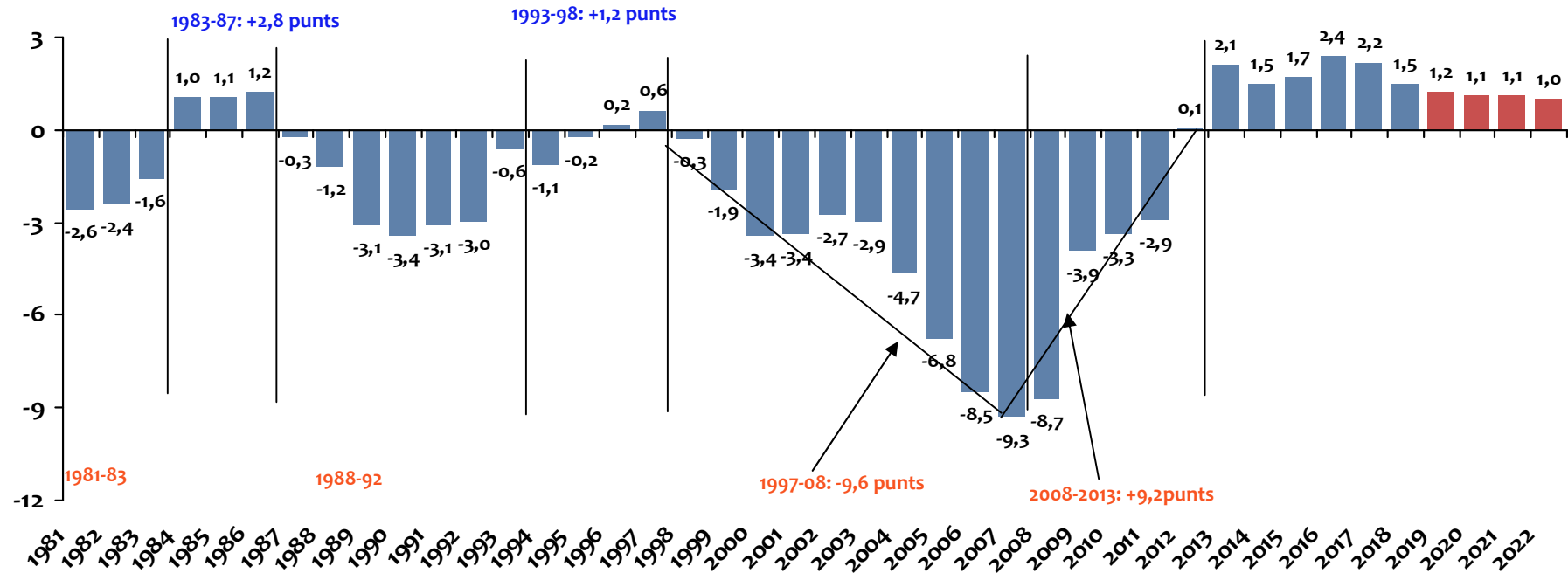
Sector de les AAPP: després de saldos pressupostàries amb dèficits mitjans 2013-18 del 4,6% del PIB (per sobre el -1,8% mig de l'eurozona) vers un dèficit zero el 2022¹



1. Per 2000-2018, AMECO; per 2018-2022, Gobierno de España, Programa Estabilidad 2019-2022 (datos avance para 2018 y previsiones 2019-2022).

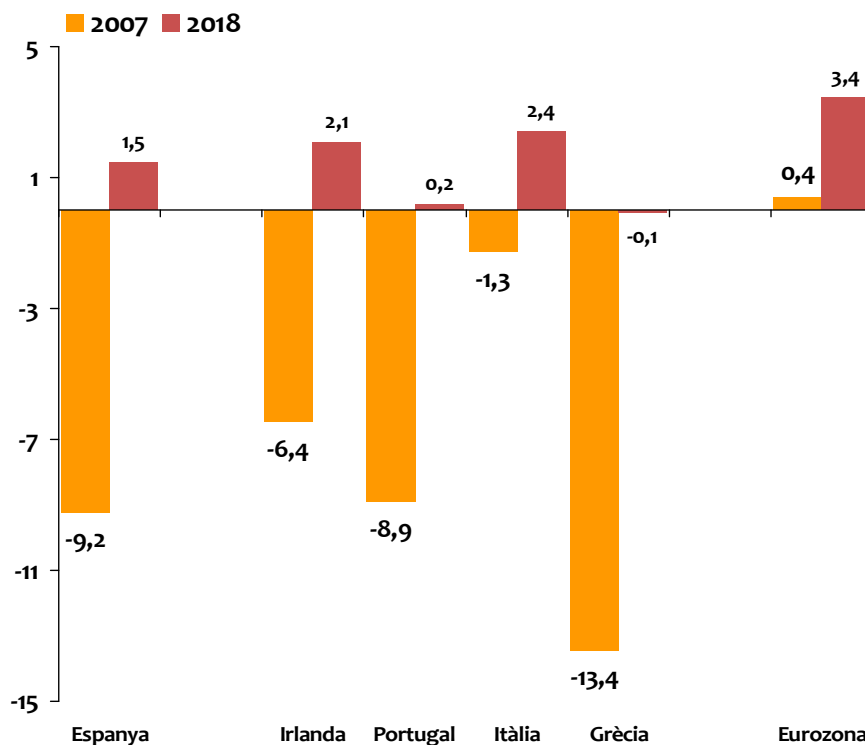
Saldo del compte de capital del conjunt de l'economia espanyola (sector privat financer i no financer i sector públic) els superàvits exteriors els darrers 7 anys (2012-2018) sembla es perllongaràn els propers anys: vers més d'una dècada de prèstec a la resta del mon?

Capacitat/necessitat de finançament de l'economia espanyola 1981-2022
(% del PIB)

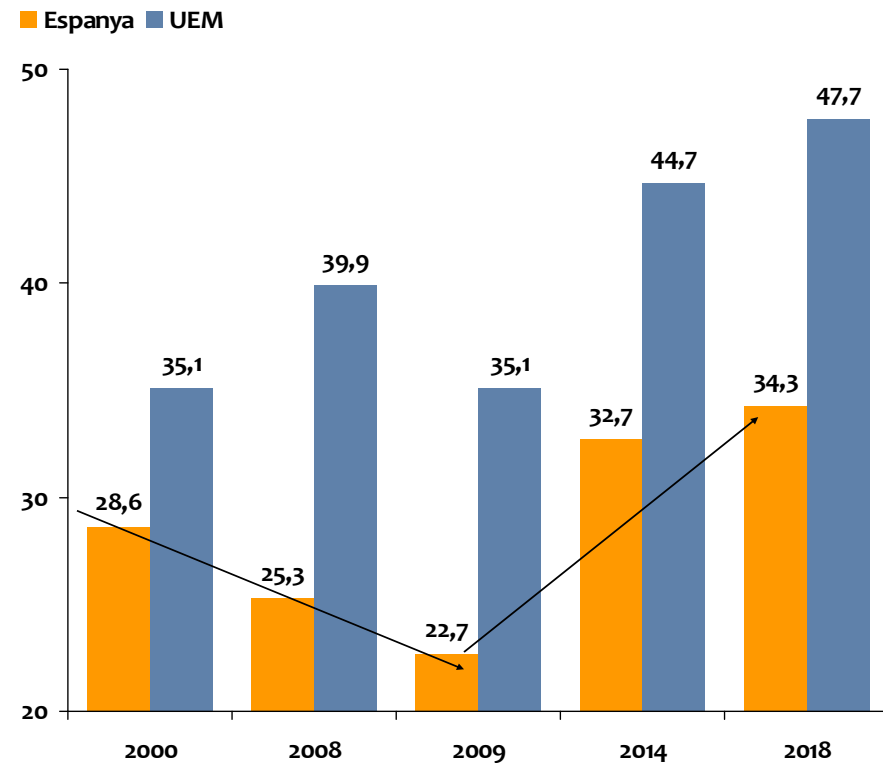


... un ajustament exterior que reflecteix el del saldo del sector privat (financer i no financer) 2013-18, amb línia amb el què ha succeït a l'UEM, i que expressa, des de la balança de pagaments, l'augment de més de 12 punts del PIB de les exportacions de béns i serveis entre 2009 i 2018 (del 22,7% al 34,3%)...

Cap. (+)/nec. (-) de finançament exterior 2007 i 2018 d'alguns països de l'eurozona (% del PIB)

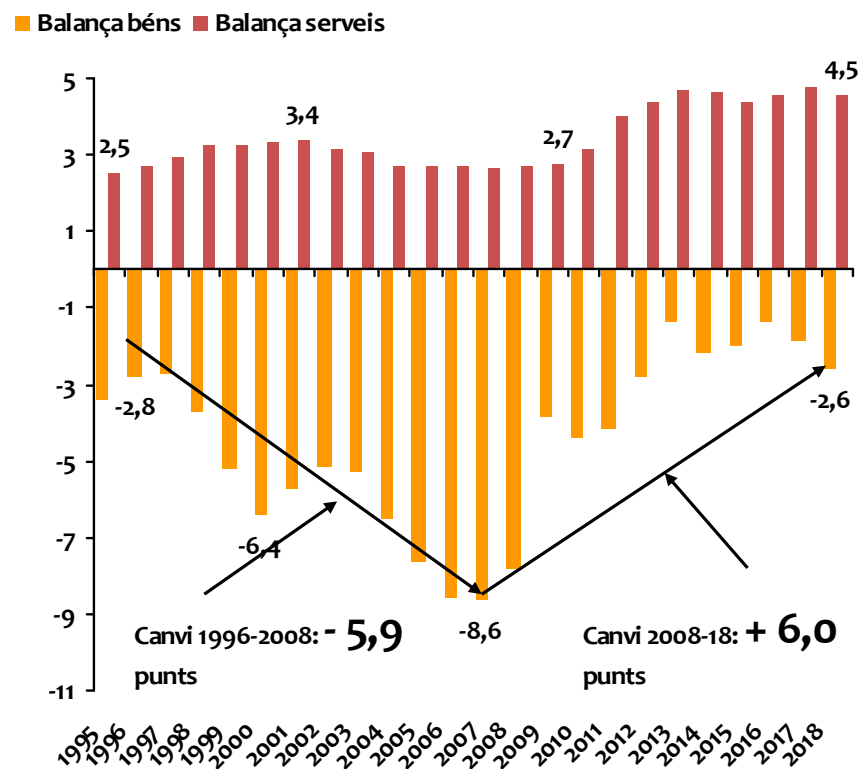


Exportacions de bls a Espanya i la UEM. 2000-2018 (% del PIB)

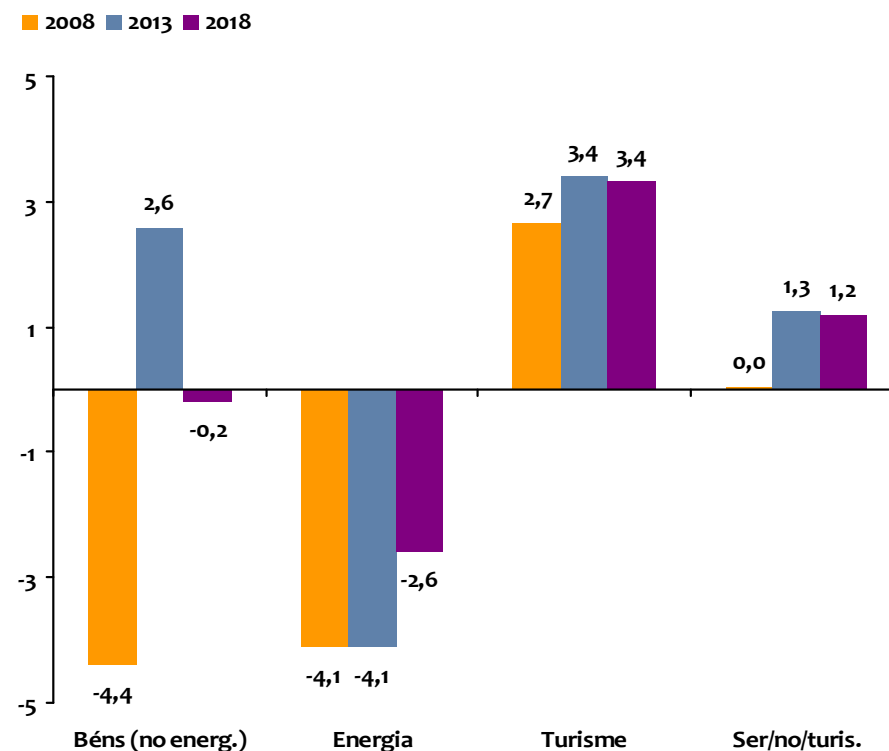


... empentat pel canvi de signe (del dèficit al superàvit) a la balança de béns no energètics, l'augment del superàvit de turisme i l'emergència de superàvits a la balança de serveis no turístics

Saldos de les balances de béns i serveis: anada i tornada. 1995-2018 (% del PIB)



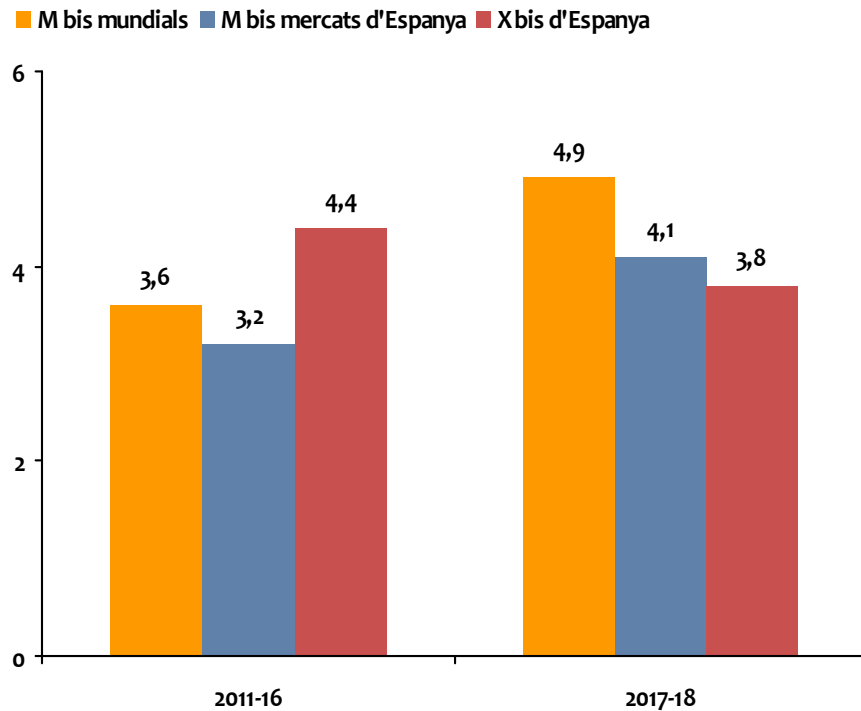
Dinàmica de les principals sub-balances¹ amb la resta del món 2008, 2009 i 2018 (% del PIB)



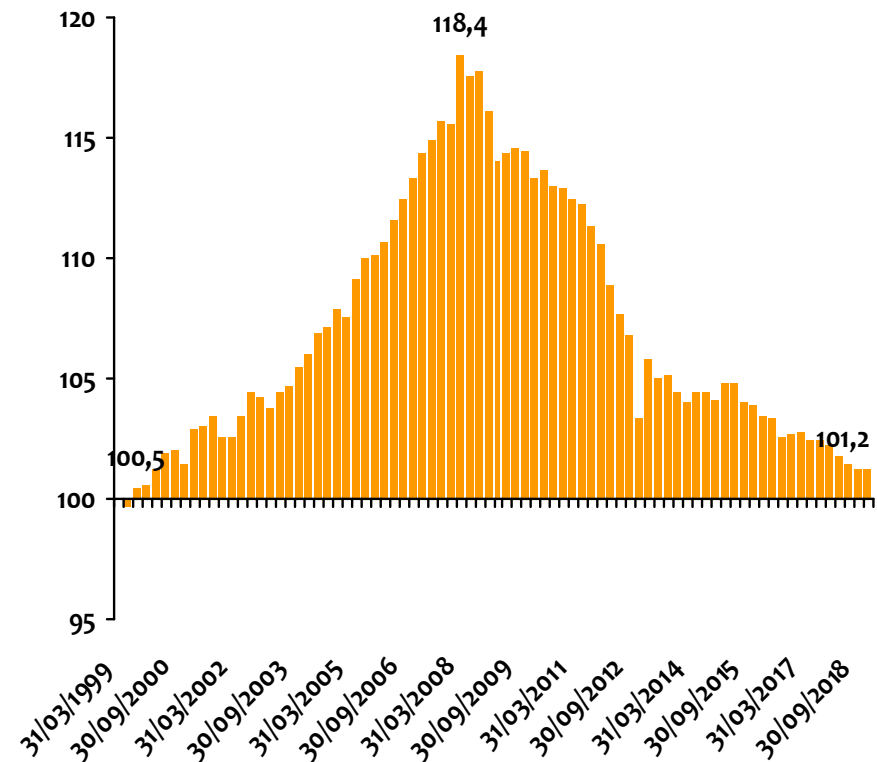
1. A partir de dades del comerç exterior del Ministerio de Economía.

Dinàmica dels mercats de destí i pèrdua d'empenta el 2018 i competitivitat exterior: entre 2011 i 2016, més gran creixement de les vendes espanyoles (4,4% en mitjana anual) que de les importacions dels nostres mercats de destí (3,2%) i canvi notable a 2017-18

Exportacions bis d'Espanya: importacions mundials i dels mercats espanyols. 2011-2018 (valors mitjos del canvi anual en %)

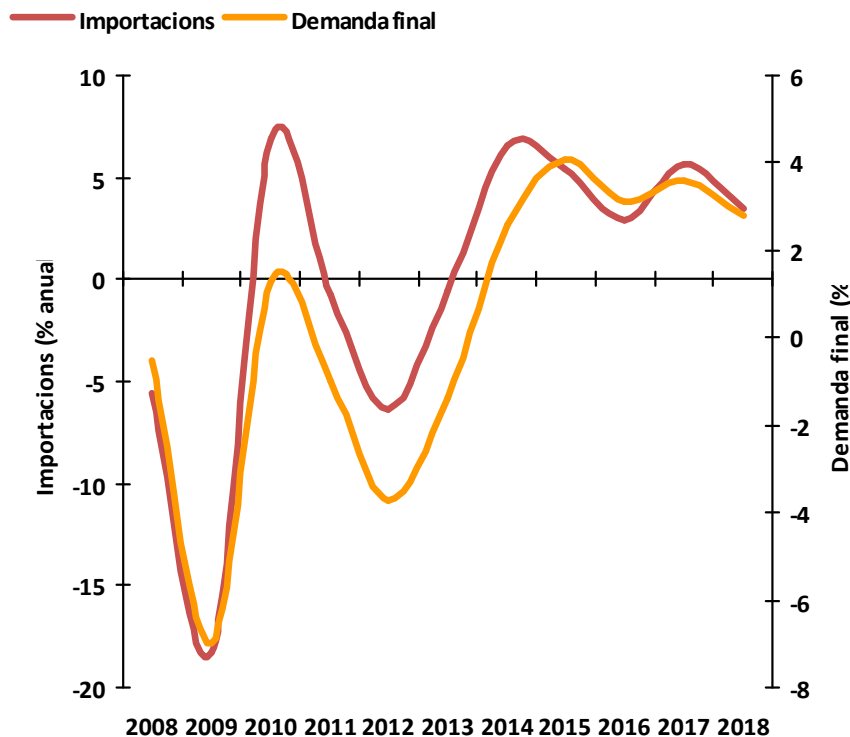


Costos Laborals Unitaris Espanya/UEM (1999/T1=100)

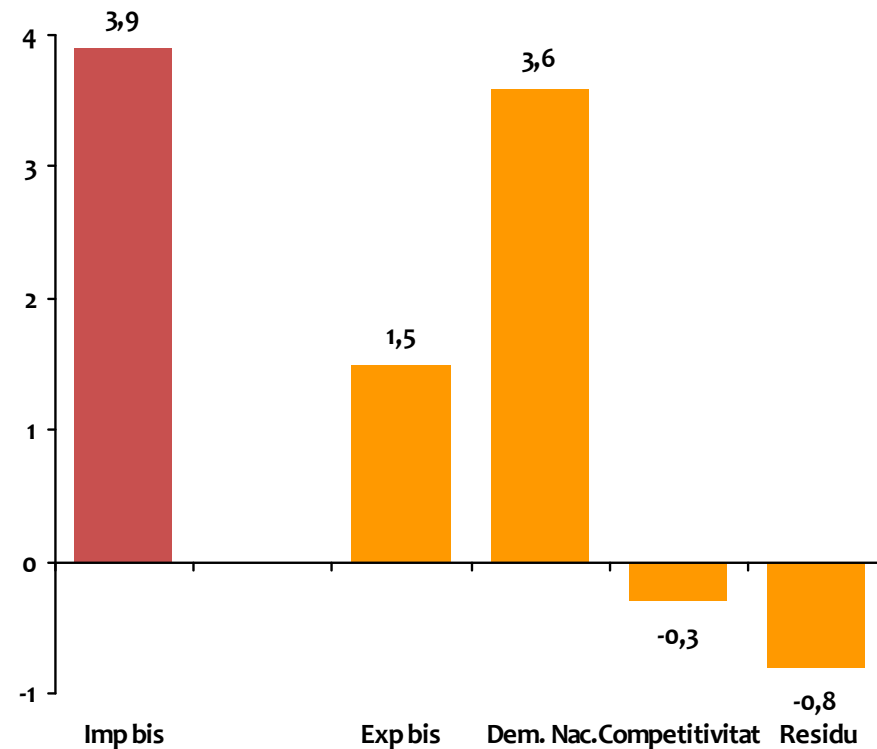


... i de les importacions espanyoles i la seva relació amb la demanda interna: les aportacions dels diferents elements de la demanda al creixement de les importacions els darrers anys (Banco de España, 2019) indiquen el seu paper destacat, tot i el canvi a la seva elasticitat en relació a altres períodes

Importacions i demanda final a Espanya
2008-18 (% anual)



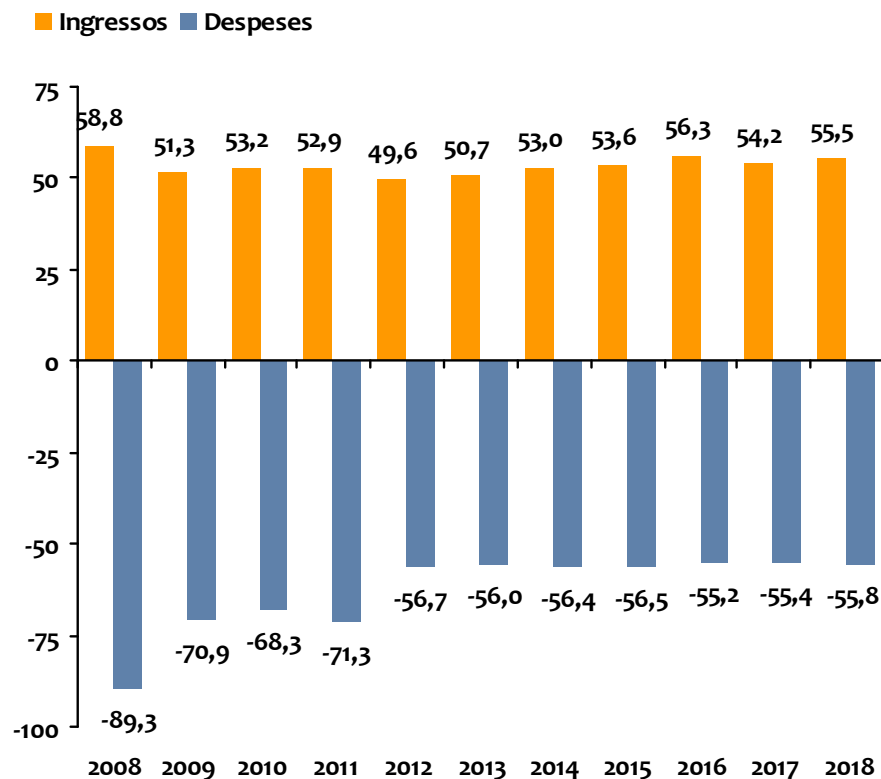
Canvi mig de les importacions de bis (en %)
2017-18 i contribucions (punts percentuals)¹



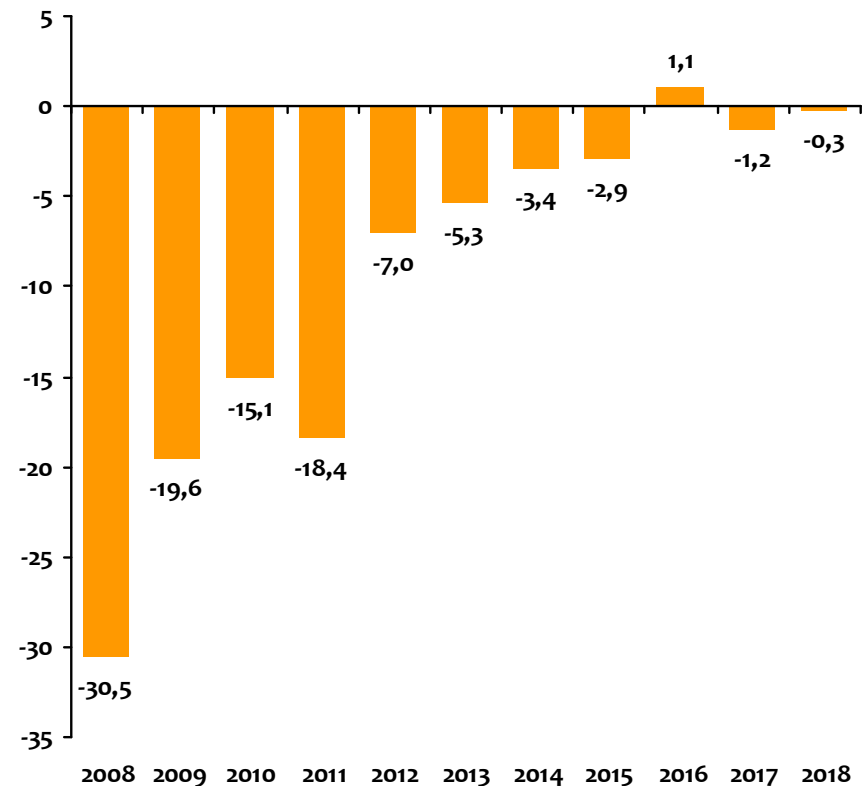
1. Estimació del Banco de España a partir del model satèl·lit del sector exterior. Bancod e España: informe Anual, 2018.

... mentre que el saldo de la balança de rendes primàries, malgrat l'augment dels passius bruts exteriors 2008-18 (del 197% al 234% del PIB), ha desaparegut pràcticament (d'un dèficit proper al 3% del PIB el 2008 al -0,3% del 2018) ...

Ingressos i despeses a la balança de rendes primàries 2008-2018 (mm euros)

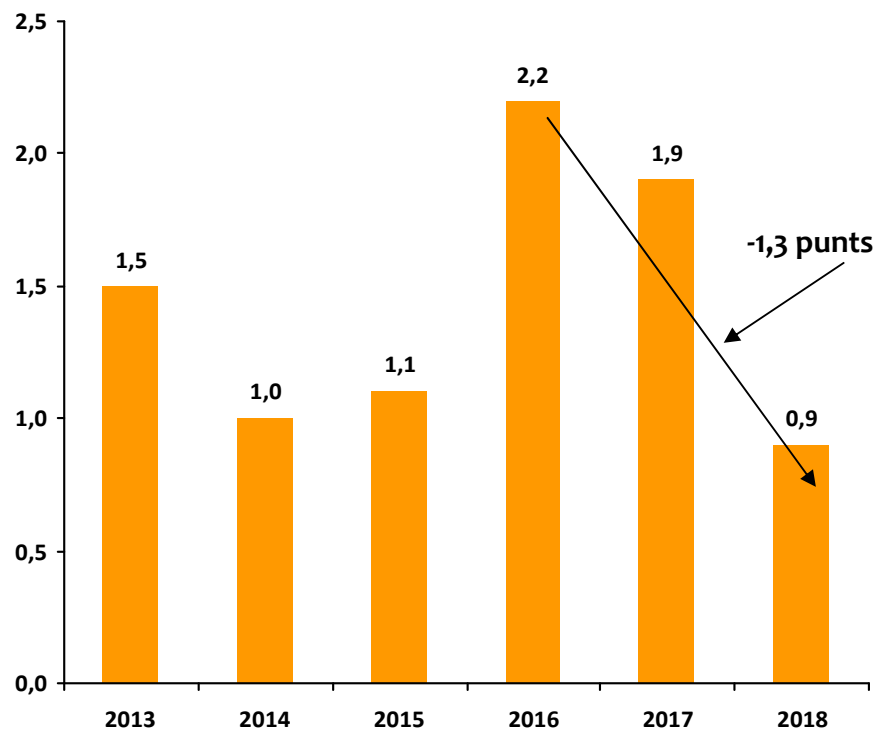


Saldo de la balança de rendes primàries. 2008-2018 (mm euros)

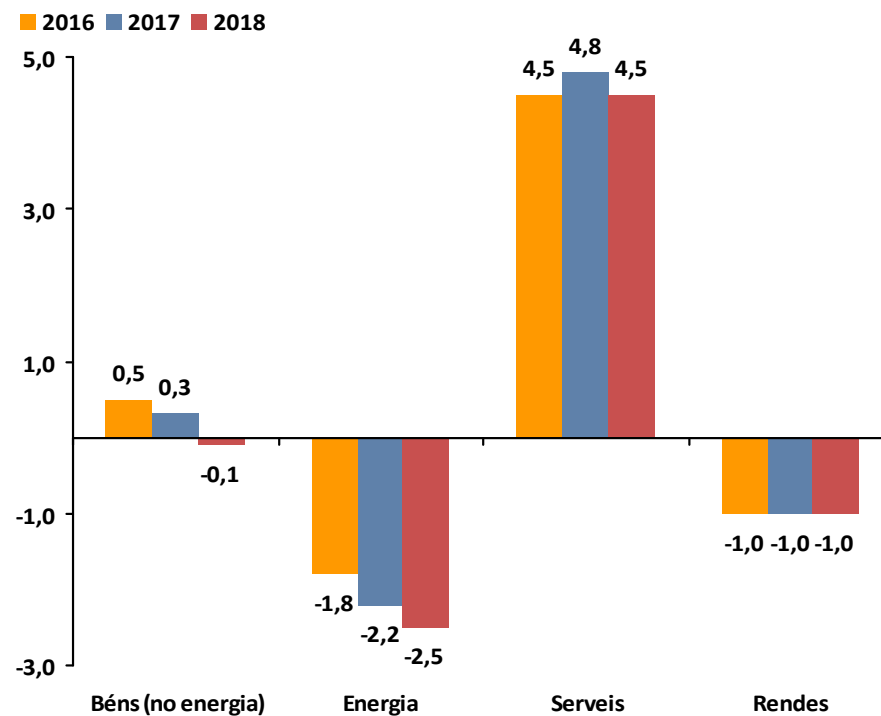


El 2017 i el 2018, moderació del saldo exterior per la pitjor dinàmica de les balances energètiques i de béns no energètics, que podria perllongar-se per la nostra especialització en productes i mercats (Banco de España, 2019)

Saldo per compte corrent. 2013-2018
(% del PIB)

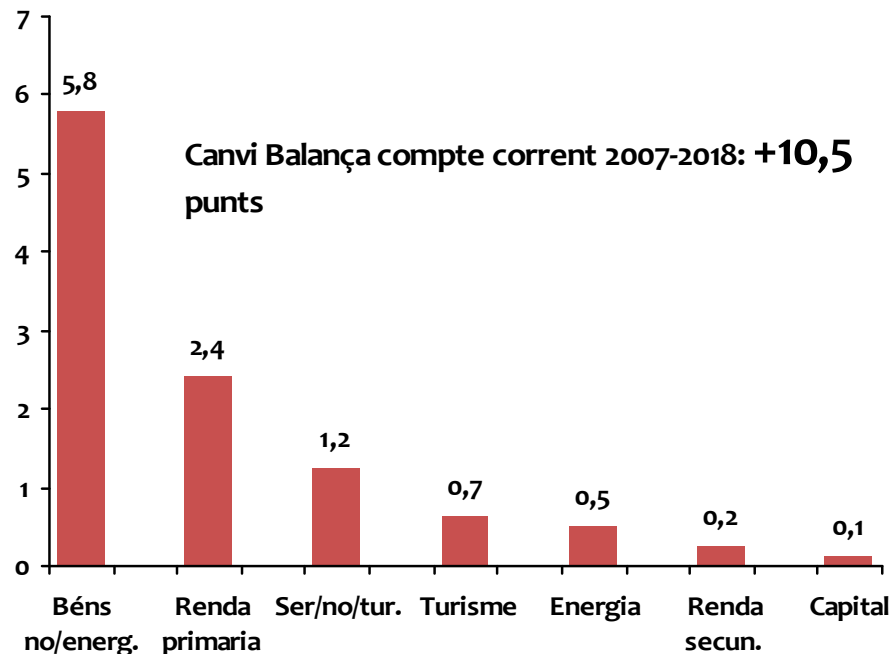


Saldos de les balances que integren el saldo per compte corrent. 2016-18 (% del PIB)

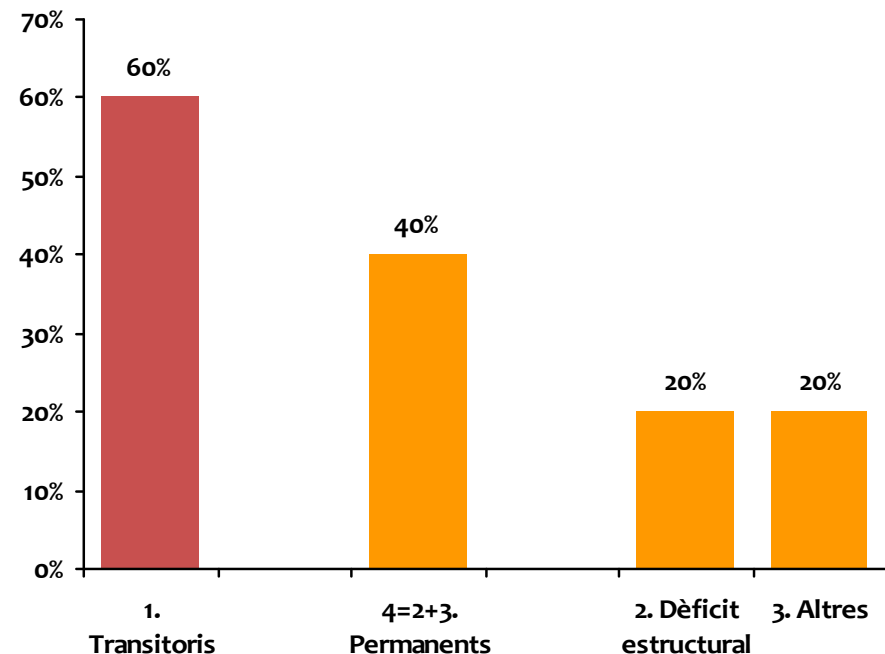


Dels vora d'11 punts de la correcció del compte corrent 2007-18, un 60% seria *transitori* (*output gap*, petroli i cicle financer) i el 40% *permanent* (Banco de España, 2016), del que 20% per reducció del component estructural del dèficit desde 2010 (Oscar Arce, 2017) i l'altre 20% per efecte de l'envelliment, menor creixement i guanys de competitivitat (Moral-Benito y Viani, 2017)

Els canvis 2007-2018 en el saldo per compte corrent d'Espanya (punts del PIB)



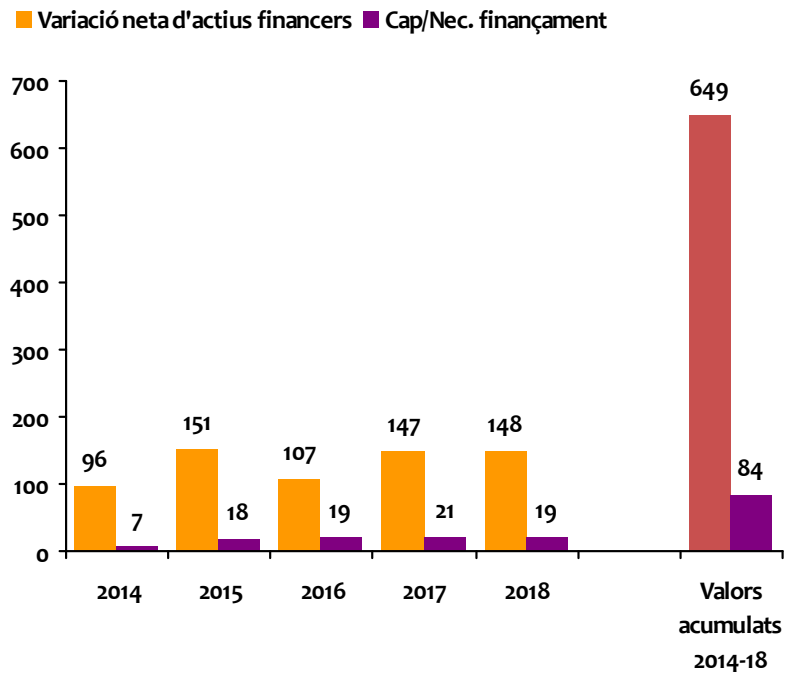
Factors permanents i transitoris de la correcció del dèficit per compte corrent 2007-16 (% de la correcció)



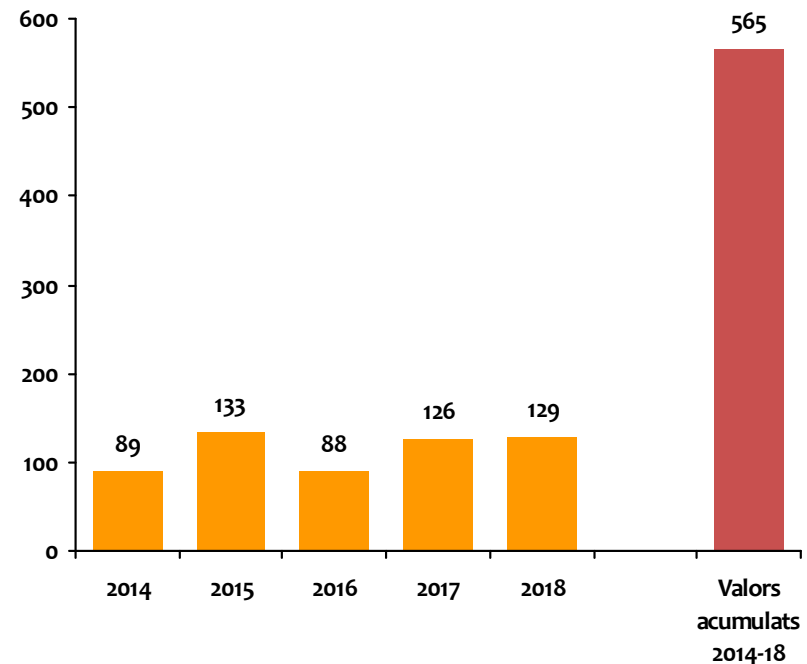
3. Dels fluxos als stocks exteriors d'actius, deute i Posició Neta d'Inversió d'Espanya: modificacions per volum, sectors i estructura

Fluxos financers amb l'exterior: després de la restauració de la confiança el 2013/14, Espanya ha comprat més actius financers a la resta del món dels que permetia l'excedent de la balança de pagaments, augmentant l'endeutament exterior del país (Alves, Martín y Roibás, maig 2019)...

Variació d'actius d'Espanya a l'exterior i capacitat de finançament 2014-2018 (mm EUR)

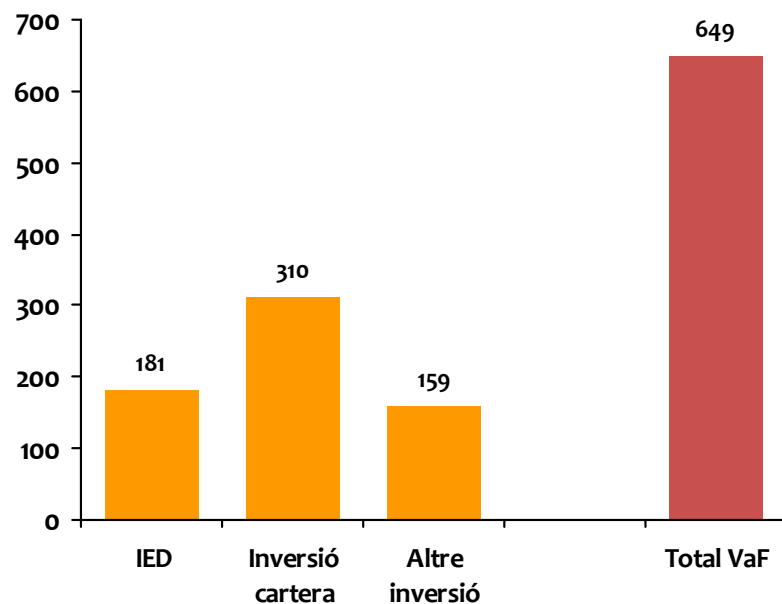


Variació de passius exteriors d'Espanya 2014-2018 (mm EUR)

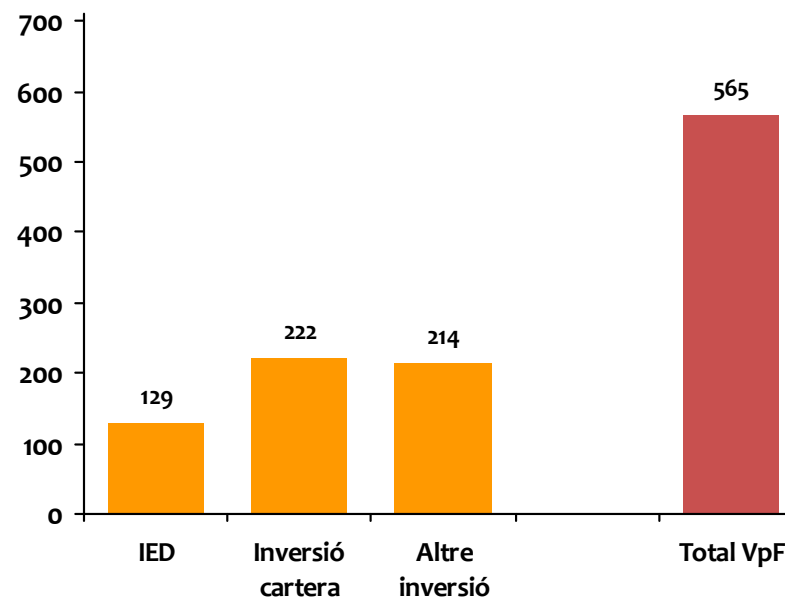


... unes compres adreçades bàsicament a inversió en cartera d'altres sectors residents, mentre que en els passius la inversió en cartera s'adreça fonamentalment a les AAPP i a l'altre inversió¹ (llevat de les modificacions de valor i altres) ...

Variació neta d'actius d'Espanya a l'exterior per instruments: valors acumulats 2014-18 (mm EUR)



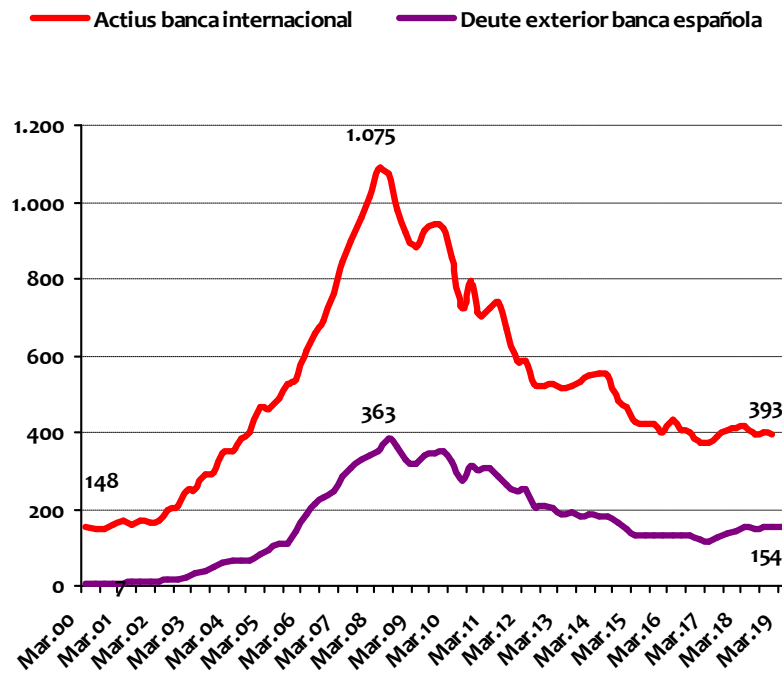
Variació neta de passius exteriors d'Espanya per instruments: valors acumulats 2014-18 (mm EUR)



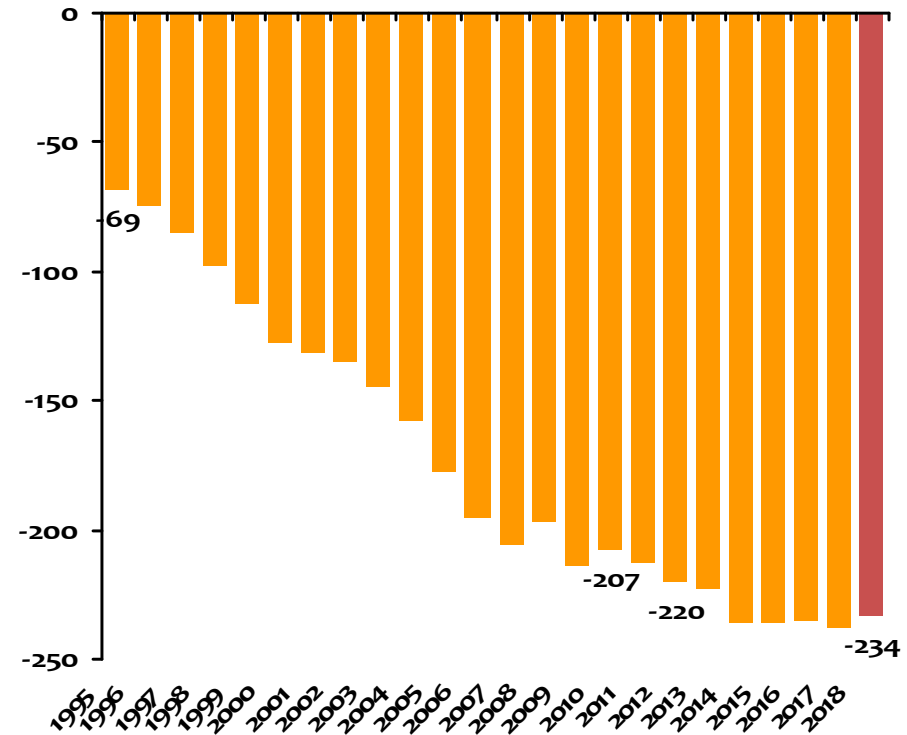
1. Fonamentalment, a d'altres sectors residents; 2. Inclou, principalment, préstec, dipòsits i repos.

Malgrat el *Grand Retrenchment* (Miletti and Tilles, 2011) i els seus efectes en la reducció tant de les posicions de la banca internacional sobre Espanya com en l'endeutament de la banca espanyola a l'exterior, un increment dels passius exteriors d'uns 26 punts del PIB entre 2010 i 2018...

Actius de la banca internacional sobre Espanya¹ i deute internacional de la banca espanyola 1999/T4-2019/T1 (mm de \$)



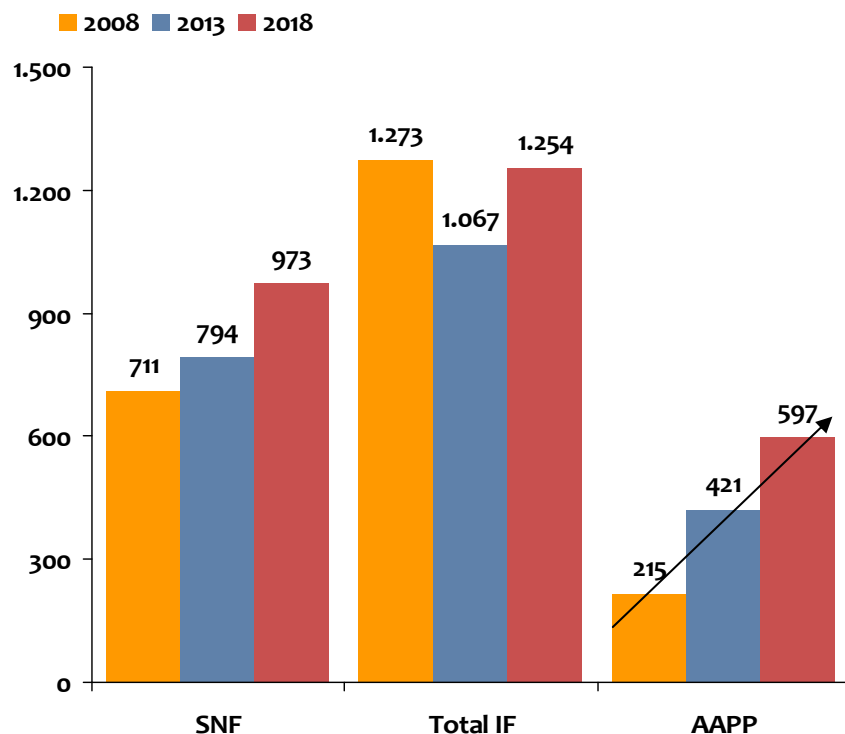
Passius exteriors d'Espanya. 1995-2018^{2,3} (% PIB)



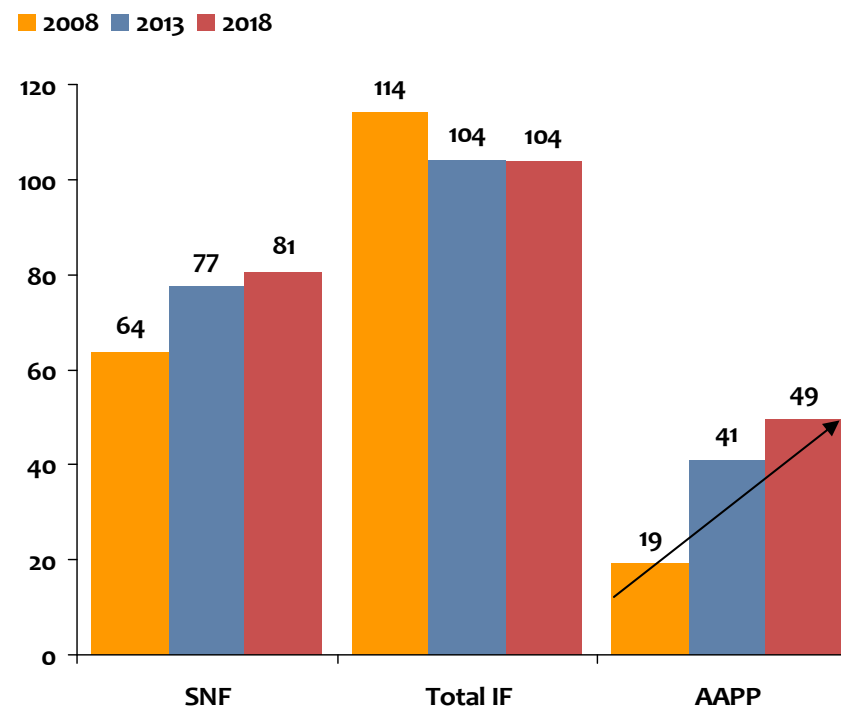
1. BIS: criteri 'consolidated ultimate risk basis'; 2. Saldos del quart trimestre de cada any; 3. Per assolir el 100% del total de passius front la resta del món manquen els de les Illes i la posició d'or i DEG que, a 2018/T4, representaven un 0,1% i un -0,2% dels passius bruts, respectivament.

Passius externs per sectors institucionals: manteniment de l'estoc de les IF (104% del PIB), lleuger augment a les SNF (fins el 81%) i forta progressió a les AAPP (fins el 49% del PIB)

Passius externs d'Espanya, per sectors institucionals¹ 2013-2018 (mm d'euros)



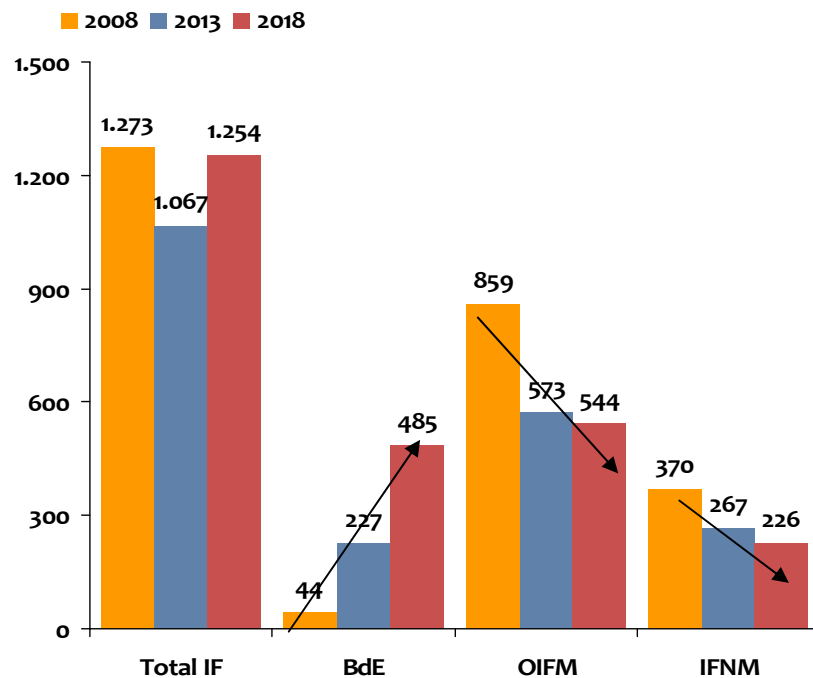
Passius externs d'Espanya, per sectors institucionals¹ 2013-2018 (% del PIB)



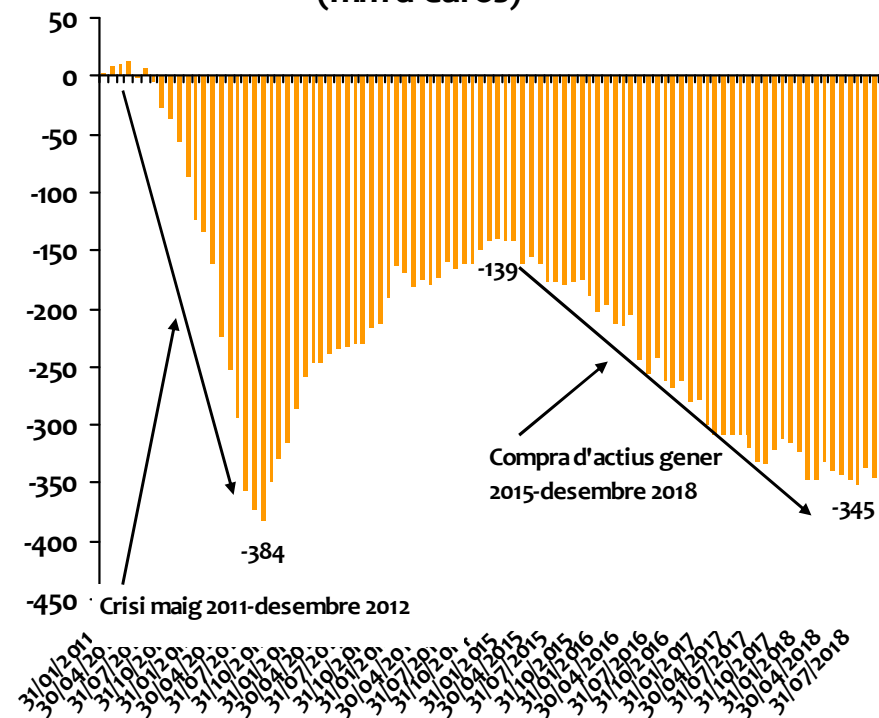
1. Llevat de les llars i ispfl.

El manteniment dels passius del sector financer reflecteix un canvi substancial en els sectors deutors: reducció d'uns 450 mm dels passius d'IF (monetàries i no monetàries), mentre el Banco de España, per efecte de l'expansió monetària (augment dels saldos TARGET), els ha incrementat en un volum similar (Martínez Pagés, 2016)

Passius exteriors del sector financer espanyol, per subsectors¹ 2013-2018 (mm d'euros)



Saldos TARGET d'Espanya: fluxos acumulats des del gener del 2011 a setembre 2018 (mm d'euros)

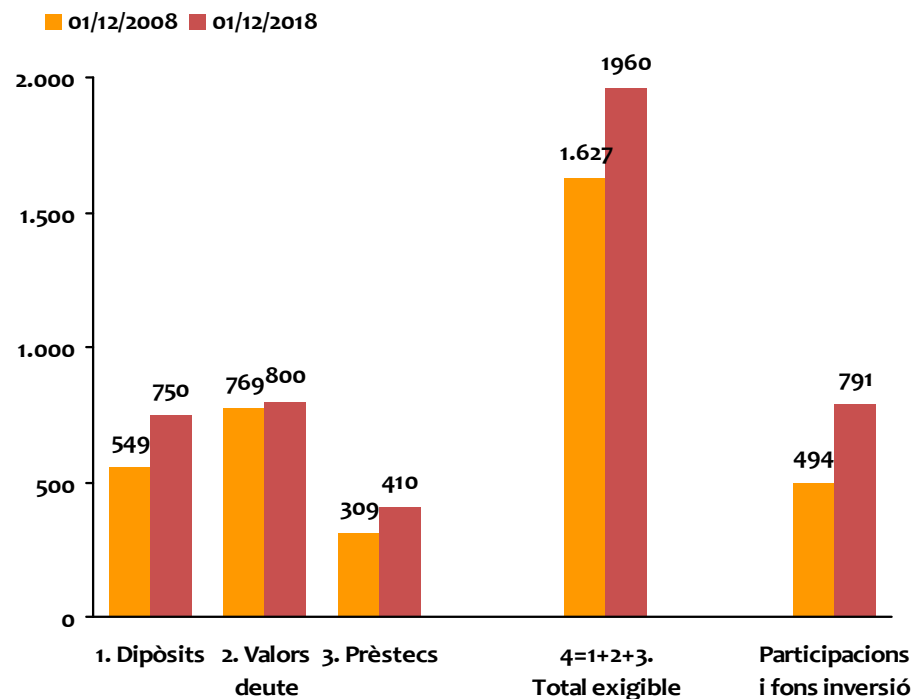


1. Saldos del quart trimestre de cada any.

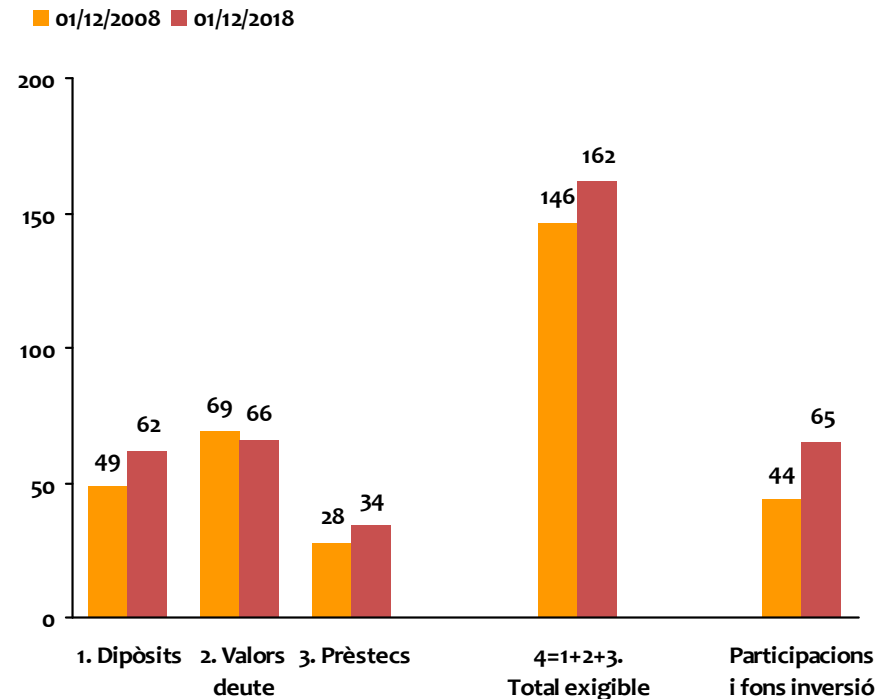
Font: Banco de España, Cuentas Financieras (Cuadro 2.40.a. Resto del Mundo, Balance Financiero).

Passius exteriors d'Espanya 2012-2018 per instruments: uns passius a refinançar propers al 170% del PIB (62% de dipòsits, 66% de valors de deute i 34% de préstecs), una xifra que ha augmentat uns 20 punts del PIB des del 2008

Passius exteriors d'Espanya: detall per instruments¹
2008/T4-2018/T4 (en mm d'euros)



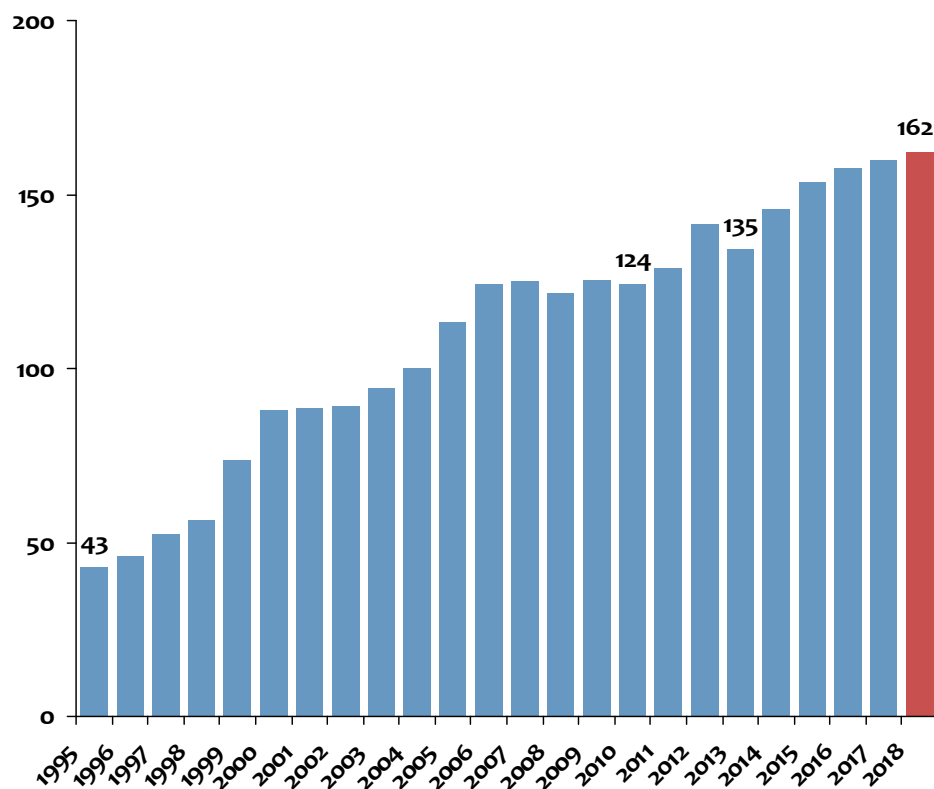
Passius exteriors d'Espanya: detall per instruments¹
2008/T4-2018/T4 (% del PIB)



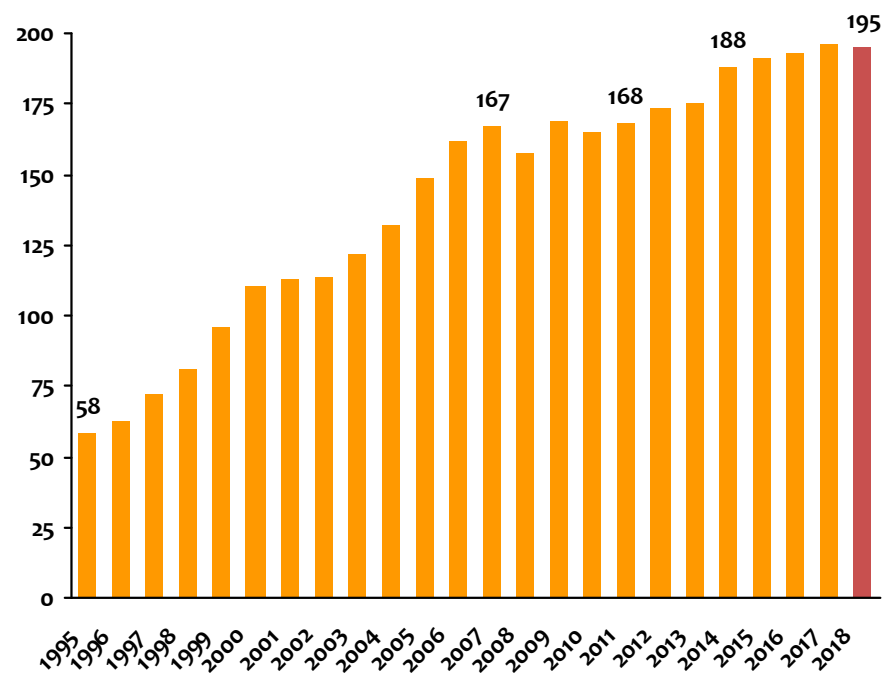
1. Els dipòsits comprenen: dipòsits, cessions temporals d'actius, i posició del Banco de España front l'Eurosistema.

Augment dels actius financers d'Espanya a l'exterior 2013-18: l'increment proper als 30 punts del PIB i el lleu avenç dels passius s'ha traduït en un l'augment de la integració financera internacional

Actius d'Espanya a l'exterior
1995-2018 (% del PIB)

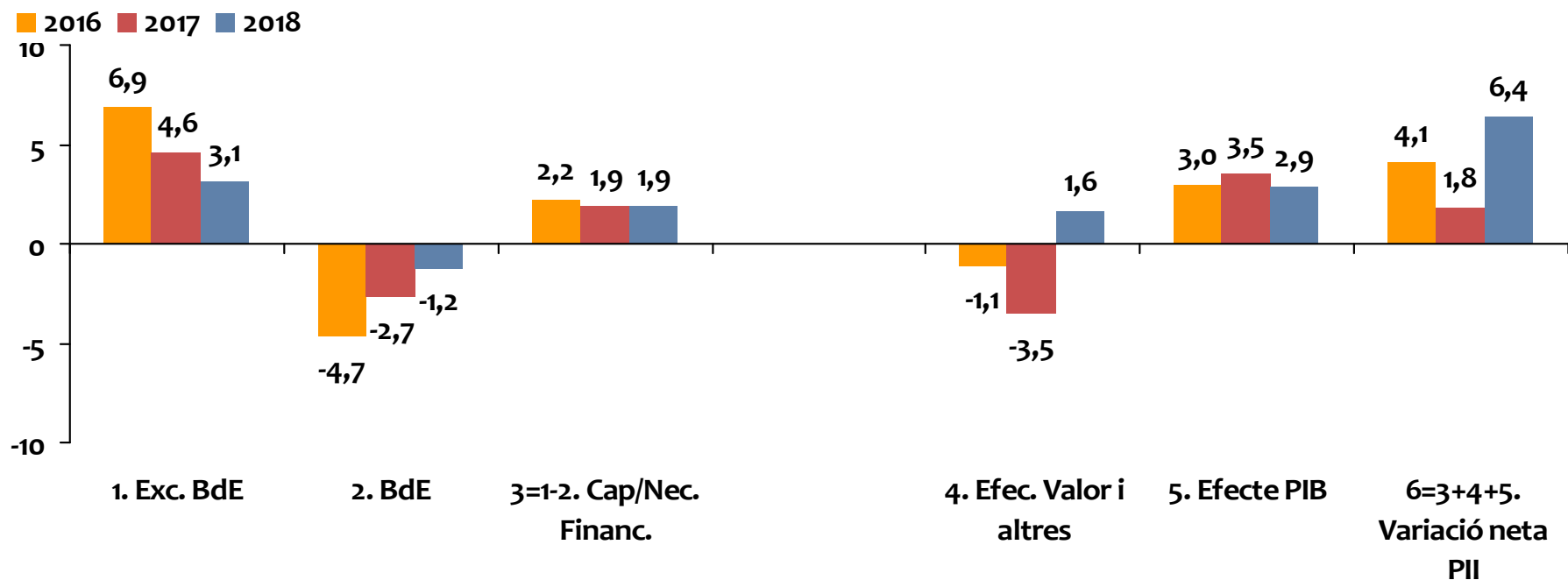


Integració financera internacional d'Espanya
1995-2018 (Actius+Passius
financers/2*PIB)*100



Fluxos de la Posició d'Inversió Internacional neta (PII neta) 2016-18: canvis a les posicions creditors i deutors (Vaf-Vpf), efectes valoració¹ i PIB nominal (Alves, Martín y Roibás, 2019)

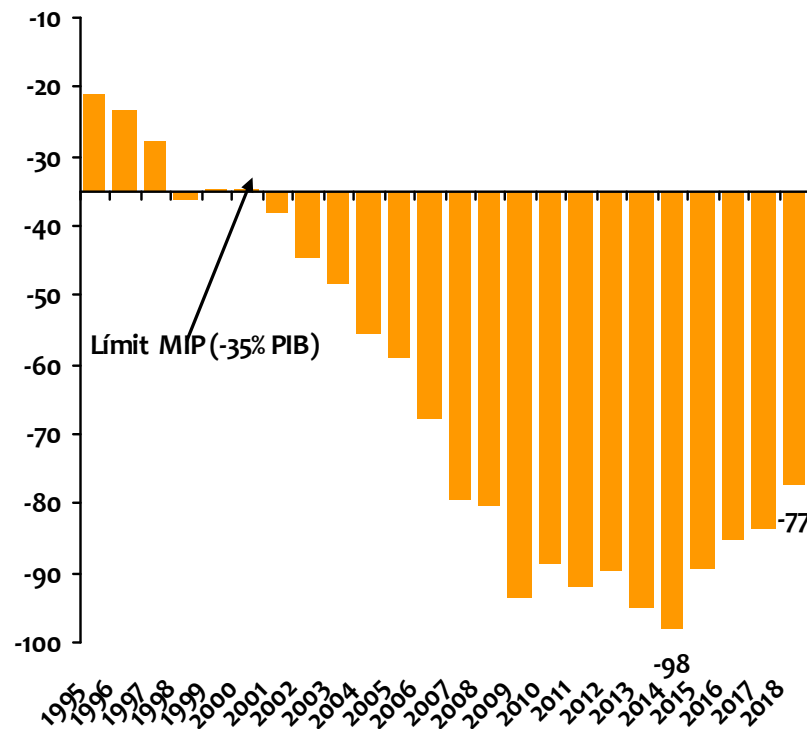
Descomposició dels canvis 2016-18 a la PII neta: capacitat/necesitat de finançament² i altres factors (en punts del PIB)



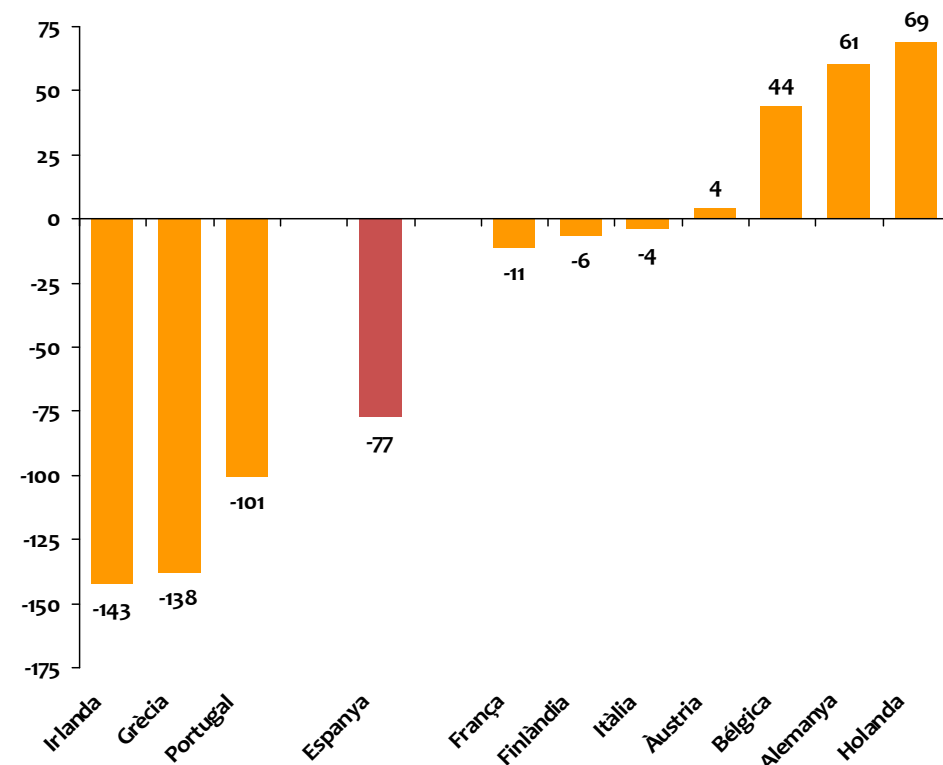
1. Inclou també canvis en el volum per reclassificacions; 2. Inclosos errors i omissions.

... I stocks de la Posició d'Inversió Internacional neta d'Espanya: malgrat la notable reducció de la PII neta 2014-18 (del 98% al 77% del PIB), els seus valors continuen molt per sobre el límit del MIP (35%) o dels registres d'Itàlia (-3,4%), França (-19%) o Alemanya (+58%)...

Posició d'Inversió Internacional neta d'Espanya. 1995-2018¹ (% PIB)



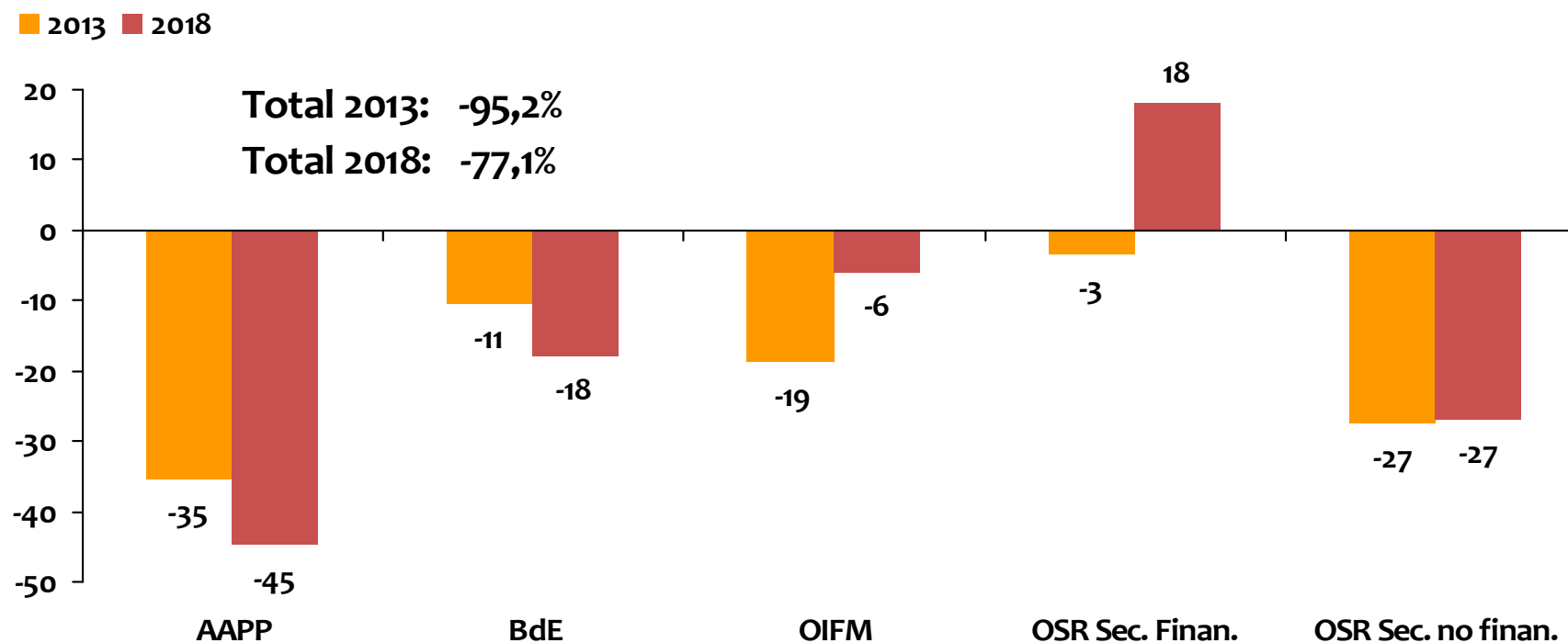
Posició d'Inversió Internacional neta d'Espanya i alguns països de l'UEM. 2018T4 (% del PIB de cada país)²



1. Dades del quart trimestre de cada exercici; 2. Sobre PIB anual del 2018.

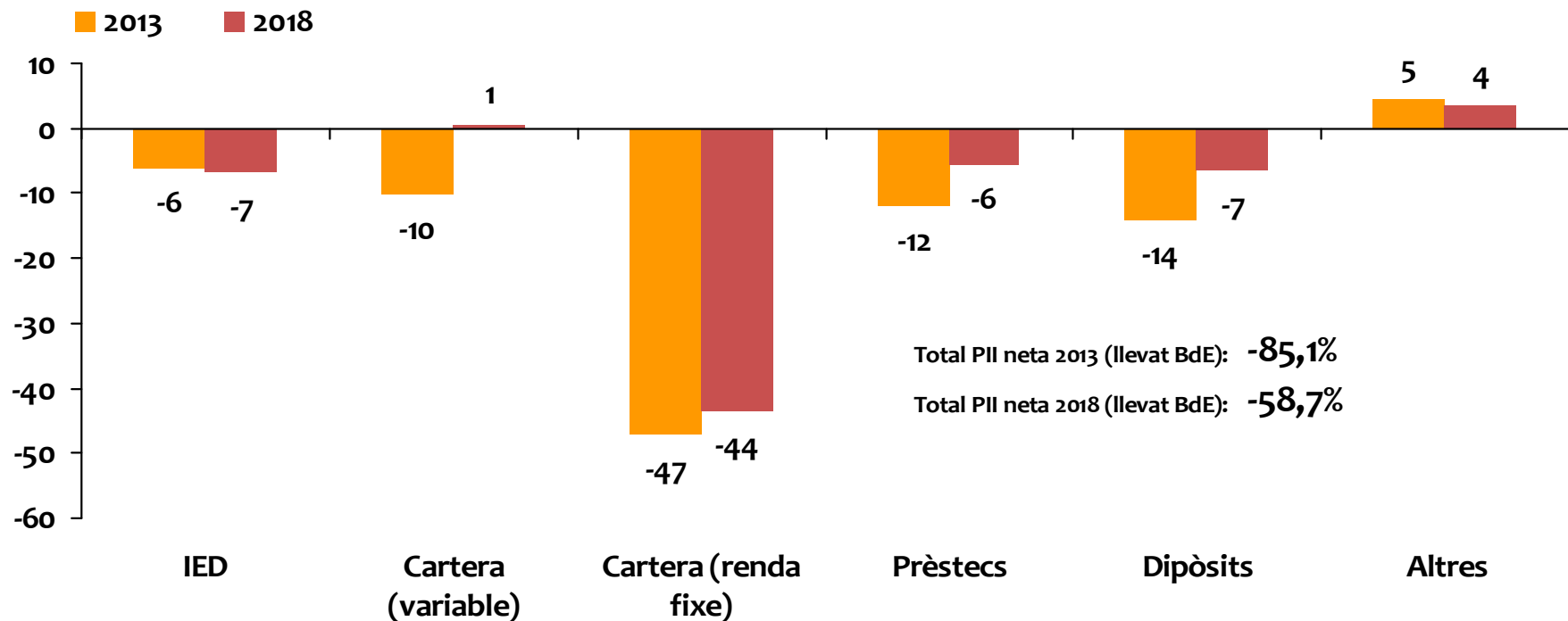
Posició d'Inversió Internacional neta per sector institucional' 2013-2018 (Alves, Martín y Roibás, 2018): les AAPP l'augment en 10 punts del PIB (del 35% al 45%) i el Banco de España en 7 punts, mentre la resta de sectors la redueixen o inclussius, cas de les Institucions Financieres Monetàries passen de posició deutora neta a creditora (del -3% al +18% del PIB)

Posició d'Inversió Internacional neta d'Espanya 2013 i 2018: detall per sector institucional (% del PIB)



Posició d'Inversió Internacional neta per instruments:¹ la reducció propera als 30 punts del PIB (PII neta llevat del Banco de España) s'ha operat en uns 11 punts en valors de cartera (renda variable), 7 punts en dipòsits, 6 punts en préstecs i 3 punts en valors de renda fixe

Posició d'Inversió Internacional neta d'Espanya (llevat del Banco de España): detall per instruments. 2013 i 2018 (% del PIB)

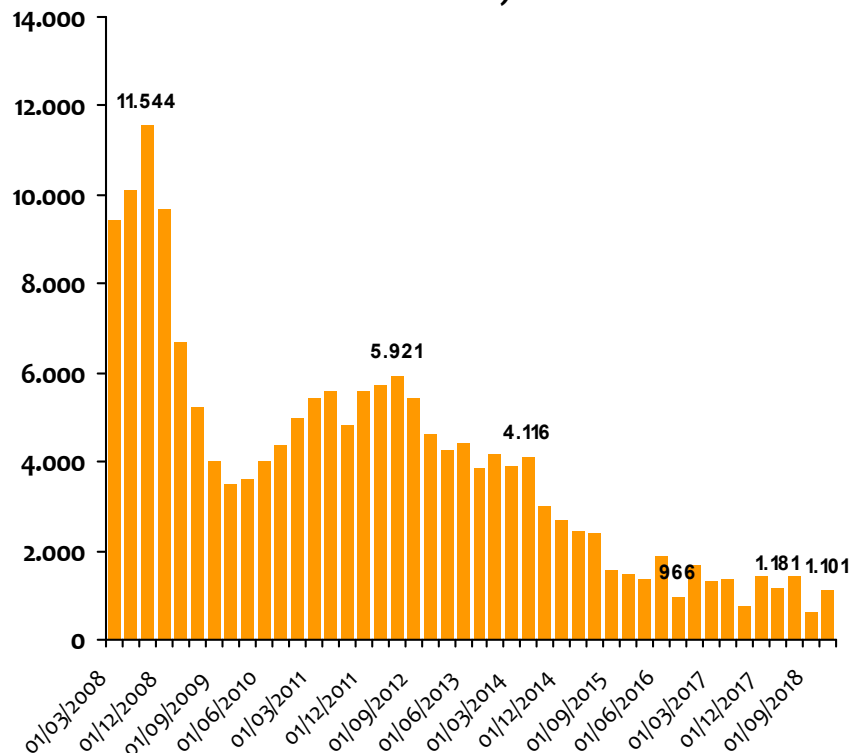


1. Exclós Banco de España i posició neta de derivats.

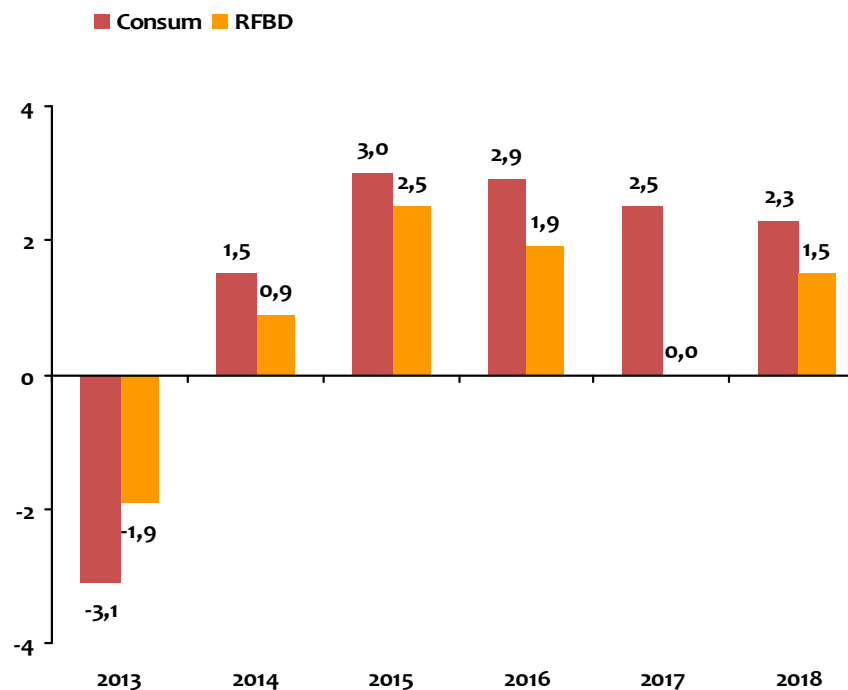
4. El procés de despalanquejament dels sectors residents: contracció del crèdit, notable caiguda de l'endeutament de llars i ENF i auge del de les AAPP

Llars i ipsfl: la caiguda d'interessos pagats (dels 40.000 milions del 2008 als 4.300 del 2018) i augment de les rendes del treball (a un ritme anual els darrers trimestres per sobre el 4,5%) s'ha traduït en una moderada recuperació de la RFBD en termes reals, amb augments superiors del consum (fonamentalment, en béns durables, BdE, 2015), ...

El col·lapse de la càrrega financera de les llars: interessos pagats 2008-2018 (milions d'euros)

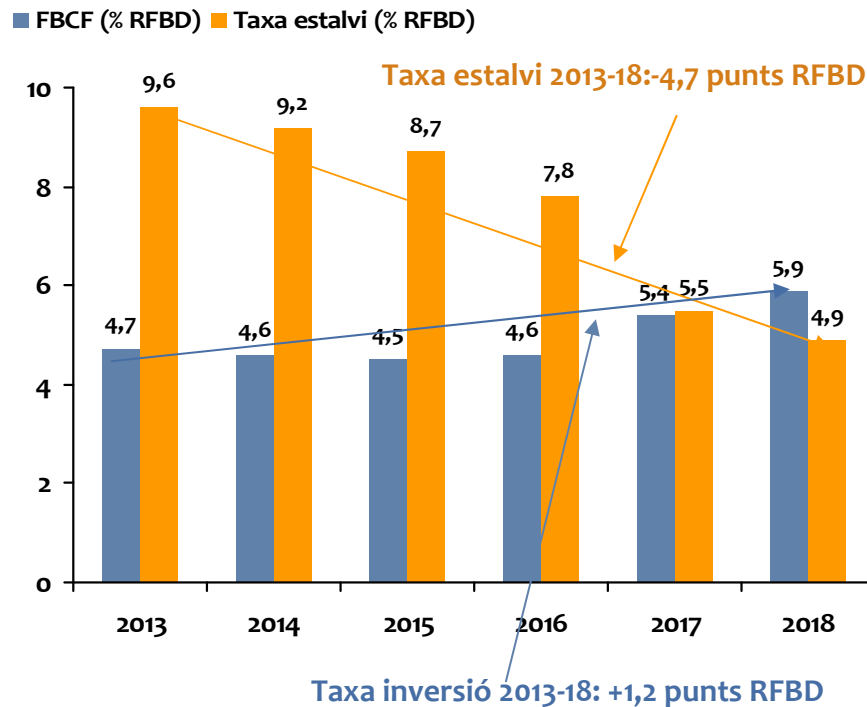


RFBD de les llars espanyoles 2013-2018 (creixement anual real en %)

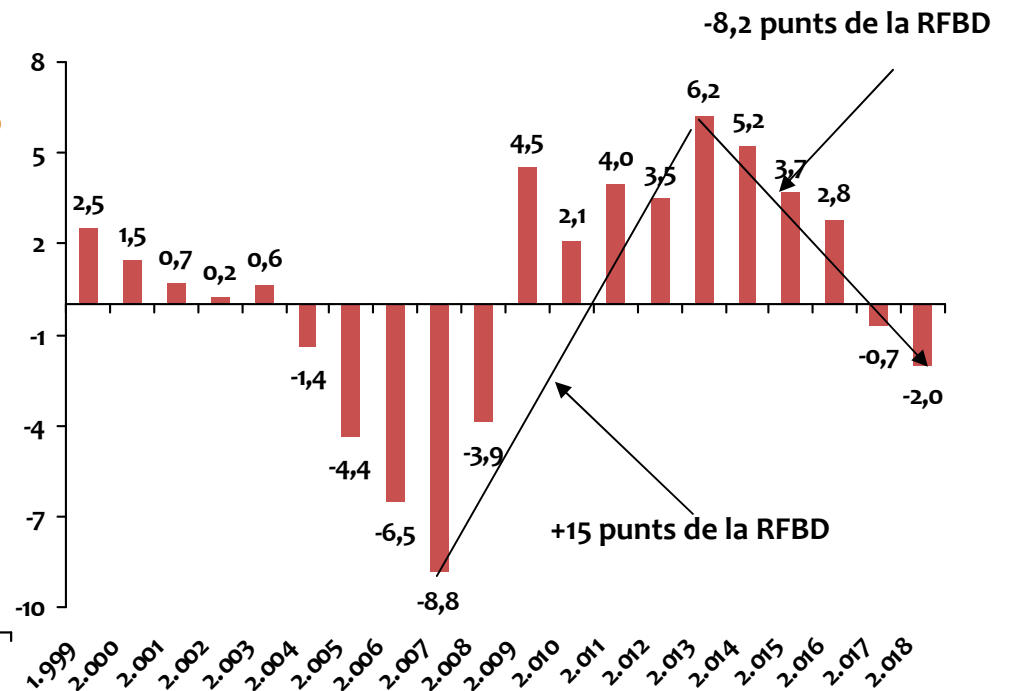


... resultant en valors mínims històrics de la taxa d'estalvi familiar (4,9% de la RFBD el 2018), el que, sumat a l'augment de la FBCF immobiliària (5,9% de la RFBD el 2018), es tradueix en la reemergència de necessitats de finançament de les llars no vistes des del 2004

Continua davallada de la taxa d'estalvi familiar i recuperació de la inversió. 2013-2018 (% RFBD)

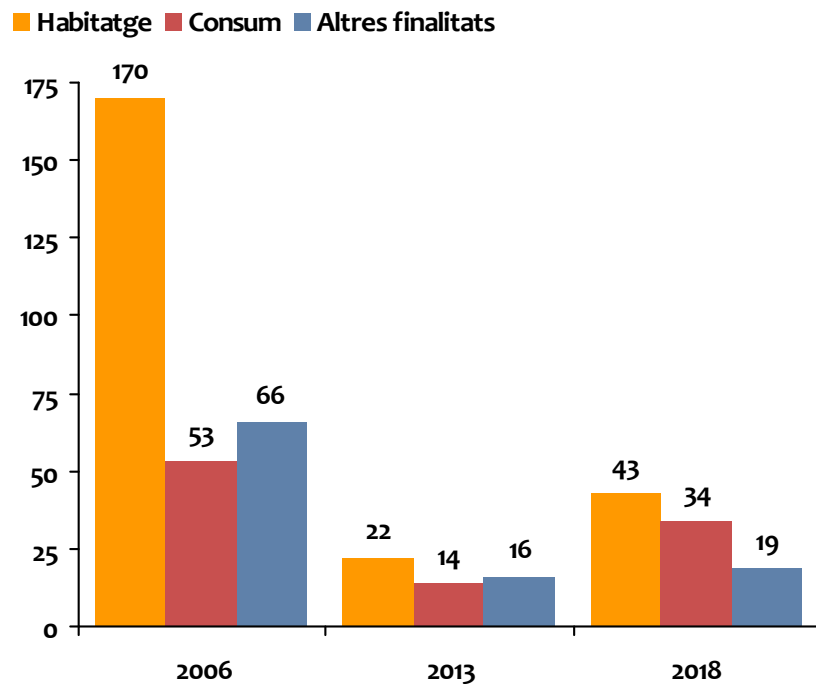


Capacitat/necessitat de finançament de les llars espanyoles. 1999-2018 (% RFBD)

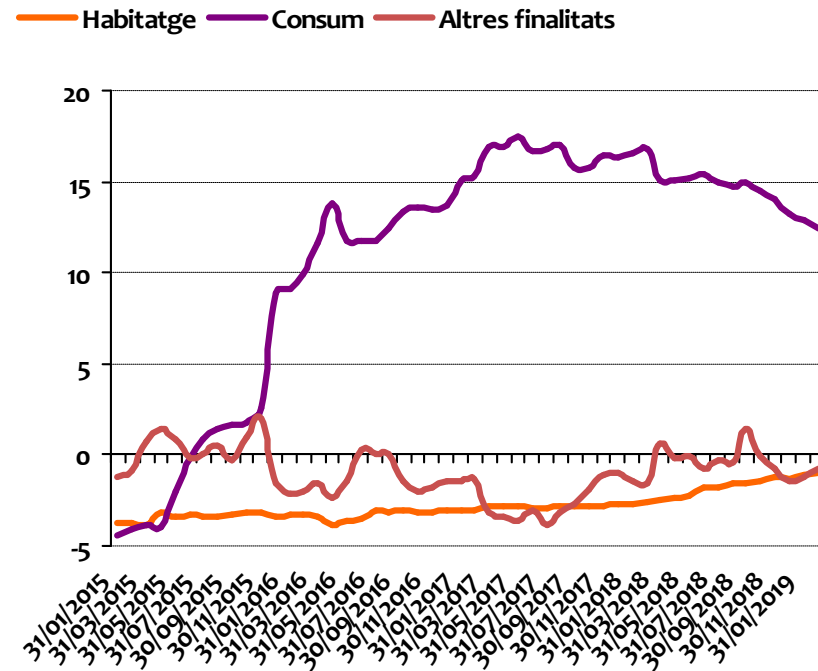


... i, finalment, en l'augment del finançament a les llars per part de les IF, en particular en l'àmbit del consum privat, cosa que pot estar situant llars vulnerables al canvi del cicle en una difícil posició (Banco de España, 2019)

Nou crèdit a les llars i ipsfl 2006-2018
(mm d'euros)

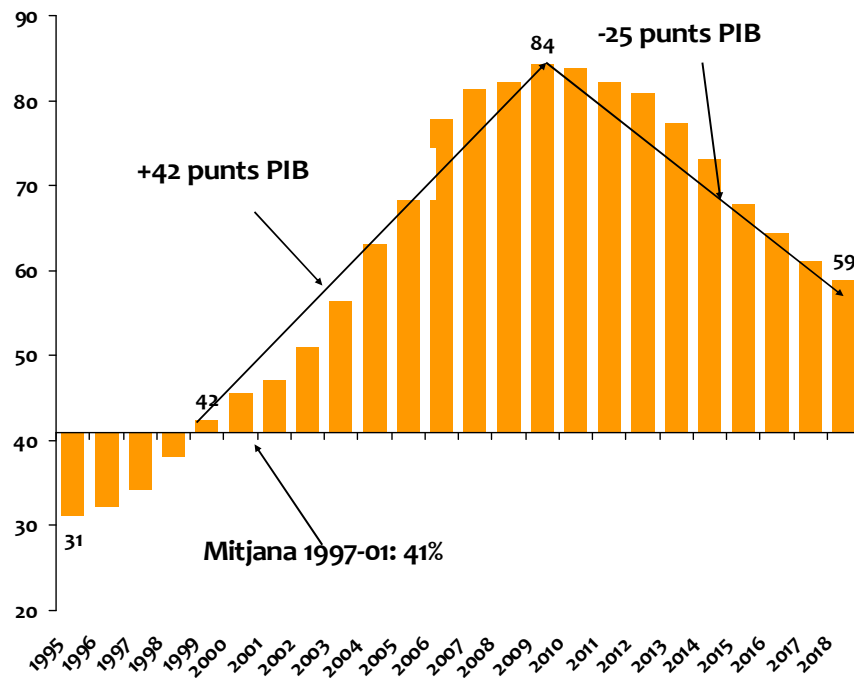


Finançament a les llars per finalitats 2015/M1-
2019/M2 (canvi anual, en %)

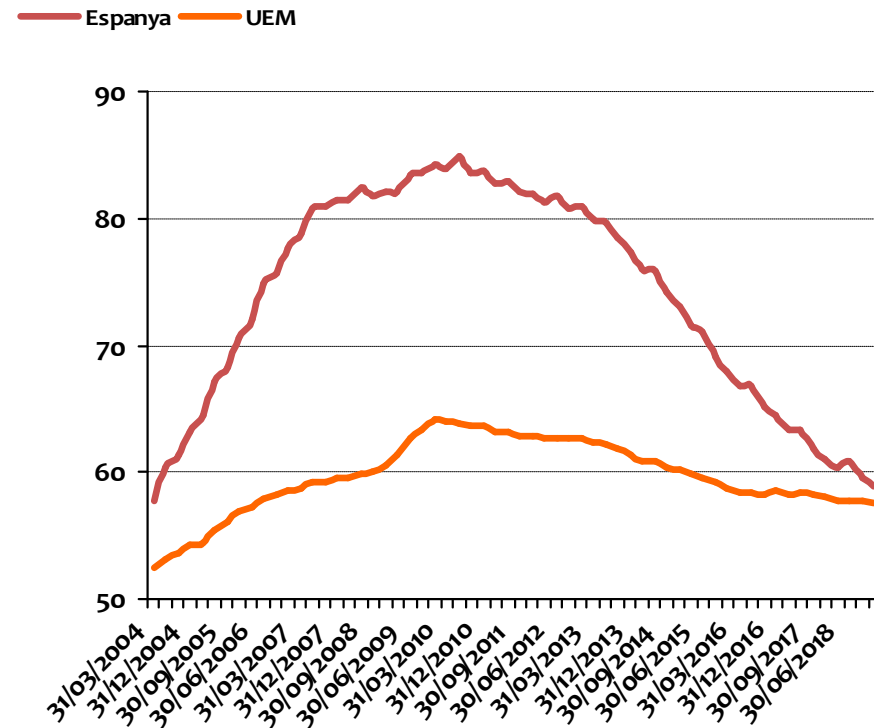


Tot i l'increment del nou crèdit, les amortitzacions i l'alça nominal del PIB han permès continuar el despallanquejament de les llars, reduint el seu endeutament entre 2009 i 2018 en uns 25 punts del PIB (des del 84% al 59%), de forma que, a finals 2018, s'ubicaven en línia amb la mitjana de l'UEM

Deute consolidat de les llars a Espanya
1995-2018 (% del PIB)

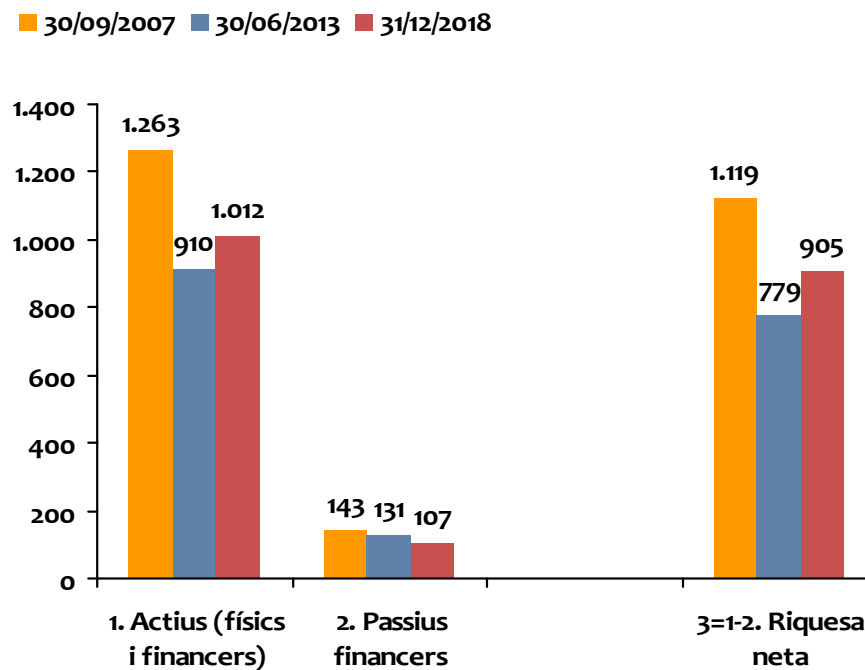


Ratis d'endeutament de les llars a Espanya i
l'UEM (% del PIB)

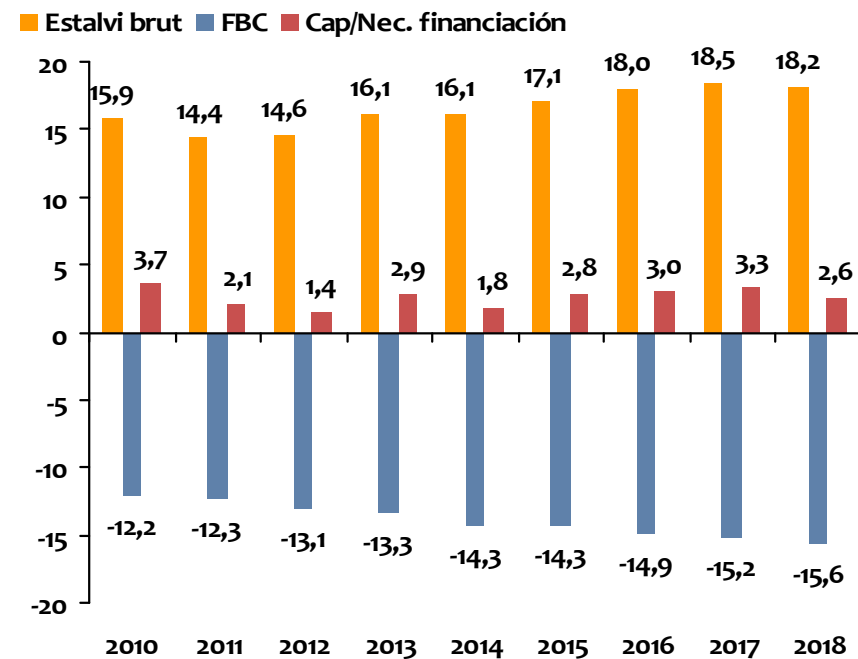


... i, atès l'augment dels preus dels actius de les famílies (físics i financers), la posició patrimonial de les llars ha continuat millorant (del 779% de la RFBD del 2013 al 905% del 2018), mentre que els fluxos d'estalvi i inversió de les SNF resulten en un saldo del compte de capital excedentari

Actius, passius i riquesa financera neta de les llars espanyoles (% RFBD).
2004-2019



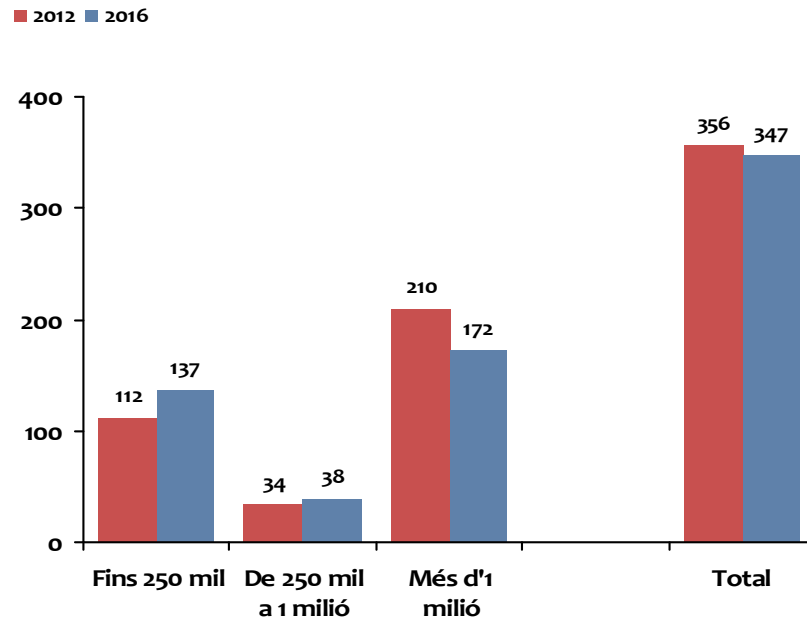
Estalvi, inversió² i saldo del compte de capital de les SNF 2010-18 (% PIB)



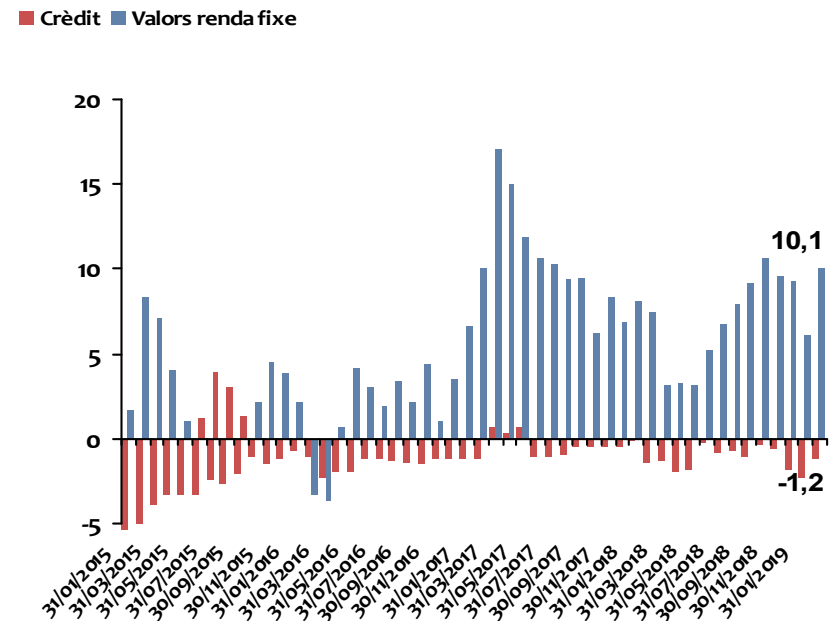
1. Per la riquesa immobiliària, estimació del Banco de España (parc d'habitatge, superfície mitjana i preu m²); 2. FBCF amb signe canviat.

Nou finançament a les SNF: la substitució de crèdit per deute ha alliberat recursos a les PIMEs, en particular en els trams inferiors als 250 mil euros (que han passat del 27% de tot el nou crèdit el 2011 al 40% el 2018), que reflecteix el biax de les grans societats vers major finançament en el mercat de capitals (Banco de España, 2017; Gimeno *et al*, 2017)

Nou crèdit a SNF per trams 2012-2016
(mm d'euros)

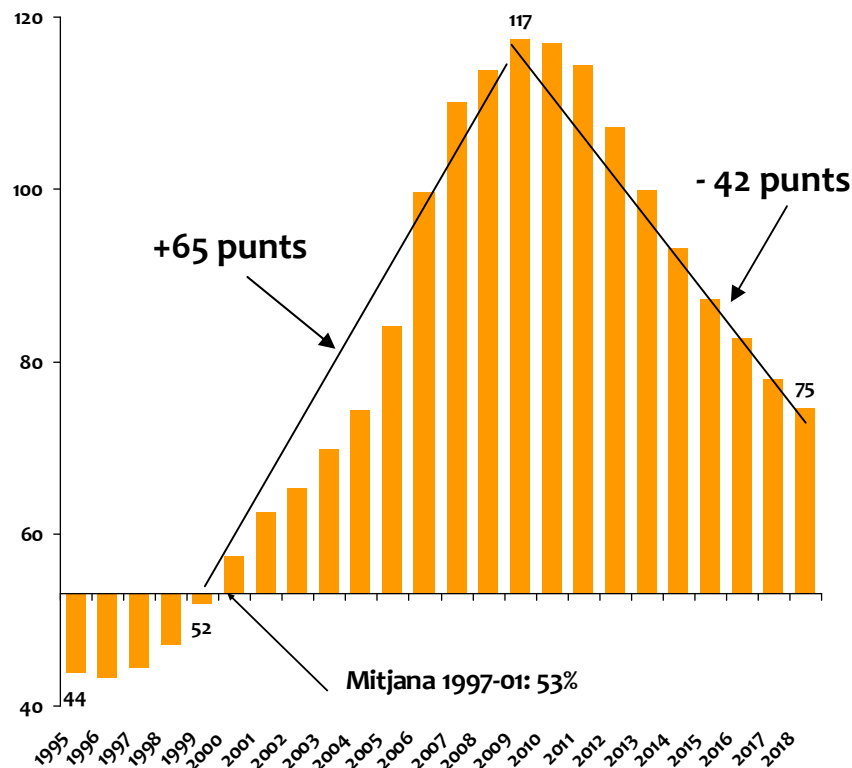


Finançament a SNF: crèdit i valors de renda fixe (canvi anual, en %).

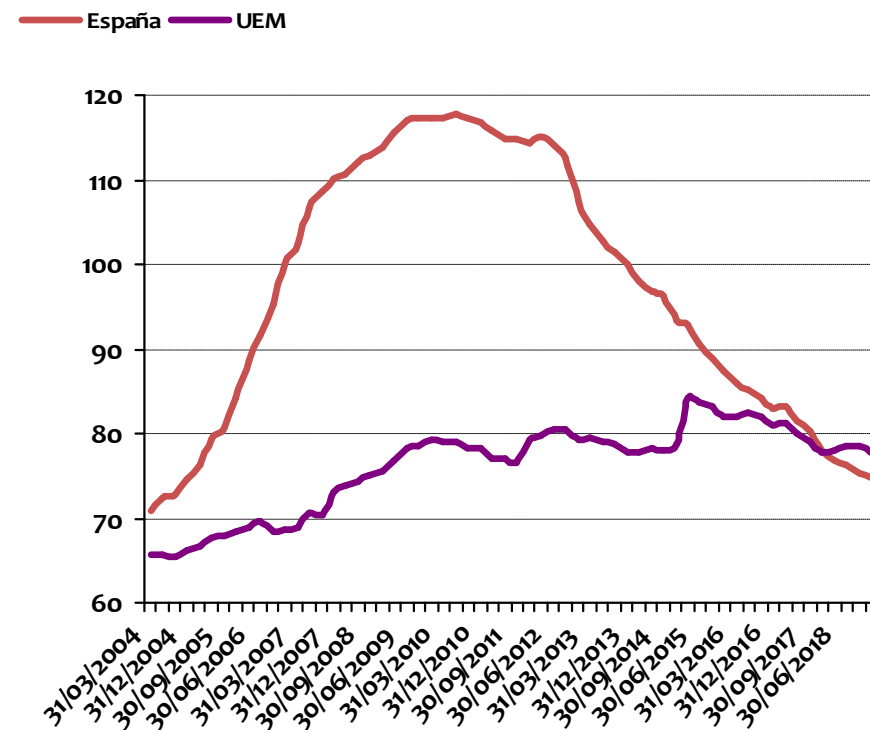


Stock de deute de les SNF: des del 2010, important contracció propera als 40 punts del PIB, situant-se ja en mitjana de la UEM (75% del PIB), tot i que encara per sobre les d'Alemanya (30 punts del PIB) o dels registres del 1997-01 ...

Deute consolidat¹ de les SNF espanyoles
1995-2018 (% del PIB)



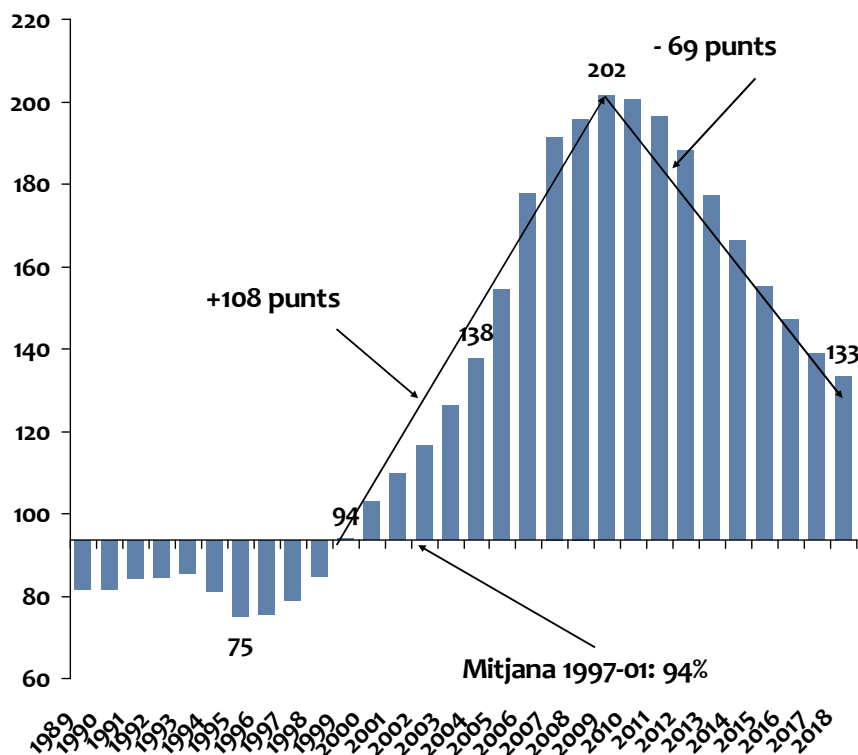
Ratis d'endeutament de les SNF a Espanya i
la UEM (% del PIB)



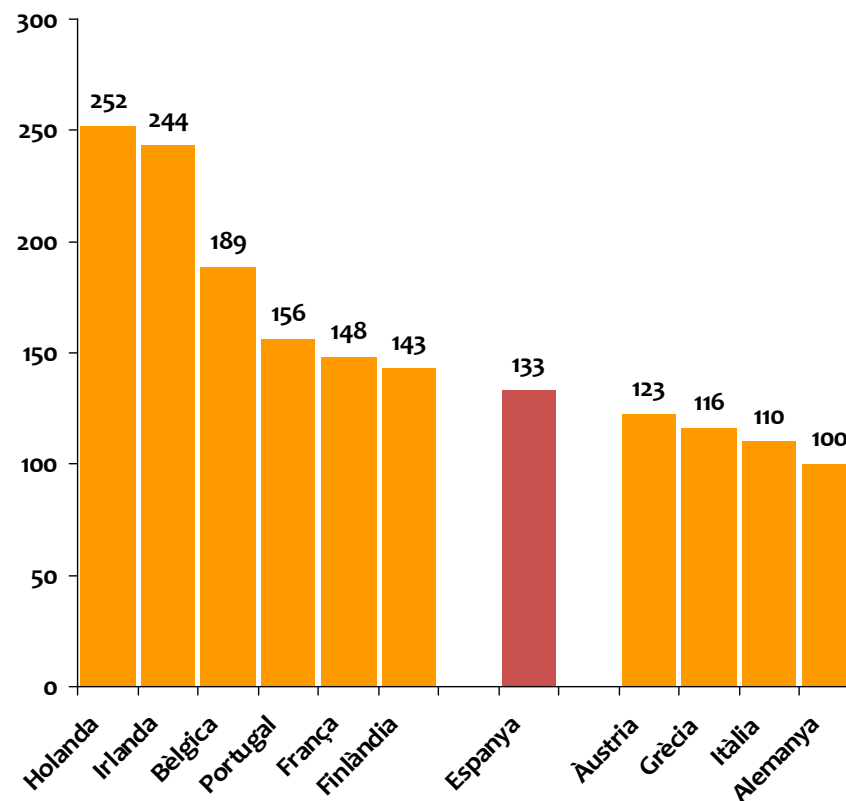
1. Deute ssegons criteri MIP: valors representatius de deute i préstecs.

Conjunt del sector privat no financer (llars i SNF): contracció 2010-2018 propera als 70 punts del PIB (del 202% al 133%), que el situa ja en la mitjana de l'UEM, tot i que encara lluny del 95% del valor teòric d'equilibri del 2000 (Crespo *et al*, 2013) ...

Deute privat consolidat a Espanya
1989-2018 (% del PIB)



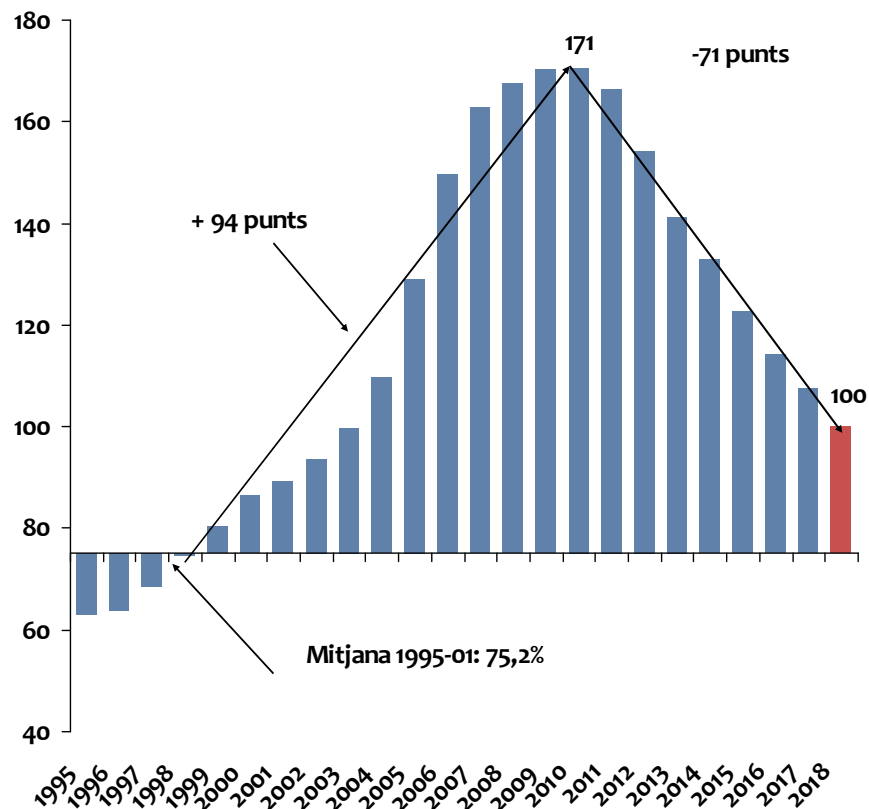
Deute privat consolidat a Espanya i l'UEM. 2018
(% del PIB)¹



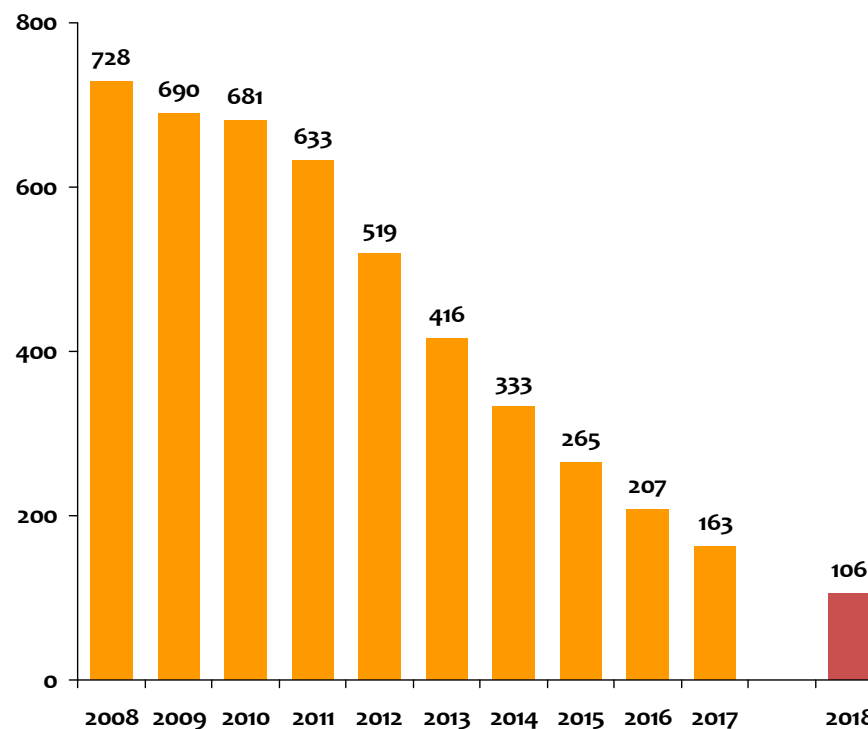
1. Per Holanda, Irlanda, Dinamarca, França, Àustria, Malta, Grècia, Itàlia, Estònia, Alemanya, Eslovàquia i Eslovènia, dades del 2017.

La reducció del deute de llars i SNF reflecteix la contracció de l'stock de crèdit al sector privat, al voltant dels 71 punts del PIB, des del màxim del 171% del 2009 al 100% del 2018/T4, un registre encara substancialment més elevat que el d'Alemanya (20 punts del PIB) o Itàlia (25 punts) ...

Crèdit al sector privat a Espanya.
1995-2018 (% del PIB)

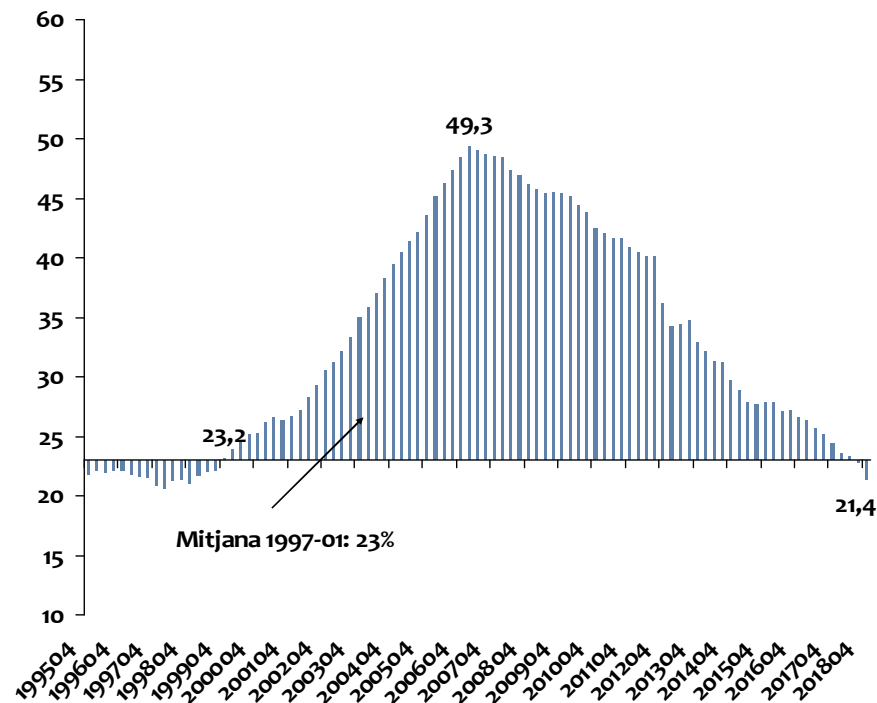


Excés teòric de crèdit al sector privat a Espanya
2008-2018 (mm d'euros)

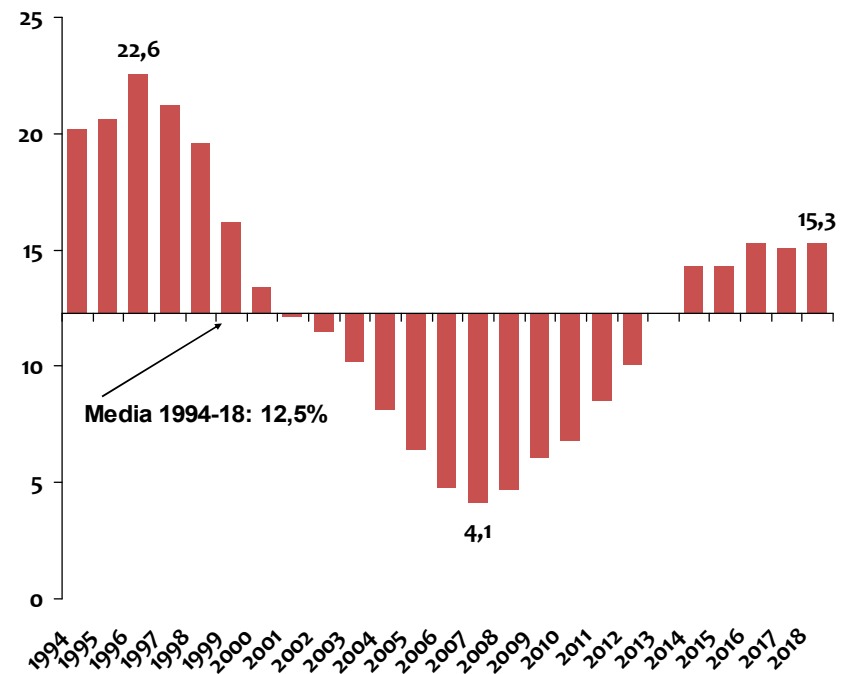


... i expressa, en particular, el col·lapse del crèdit a la construcció i immobiliàries, que aporta ja només el 21% del total productiu, mentre els passius de les AAPP en l'actiu de les IFM augmentava (del 4% del 2007 al 15% del 2018)...

Crèdit a la construcció i immobiliàries 1995-2018/T4 (% d'activitats productives)



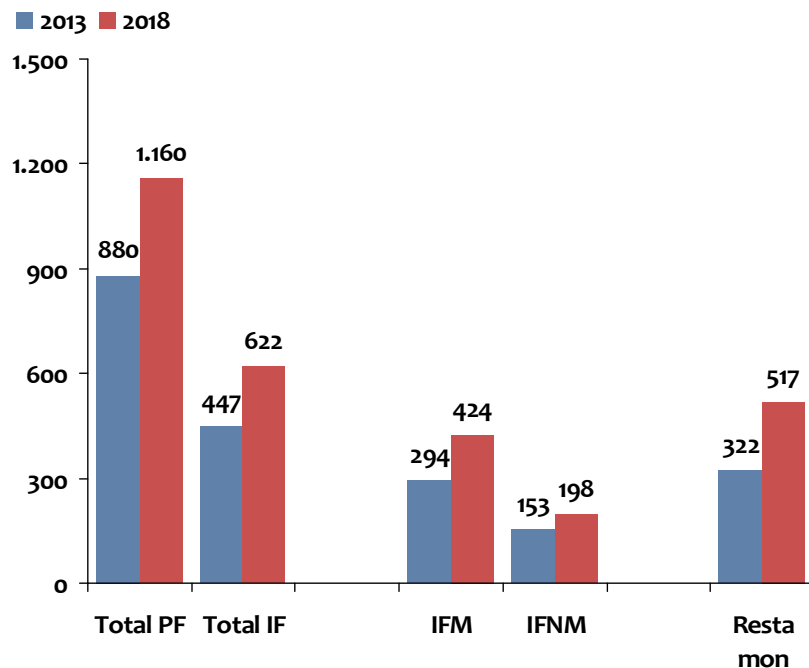
Passius de les AAPP a l'actiu de les IF¹ 1994-2018 (% de l'actiu)



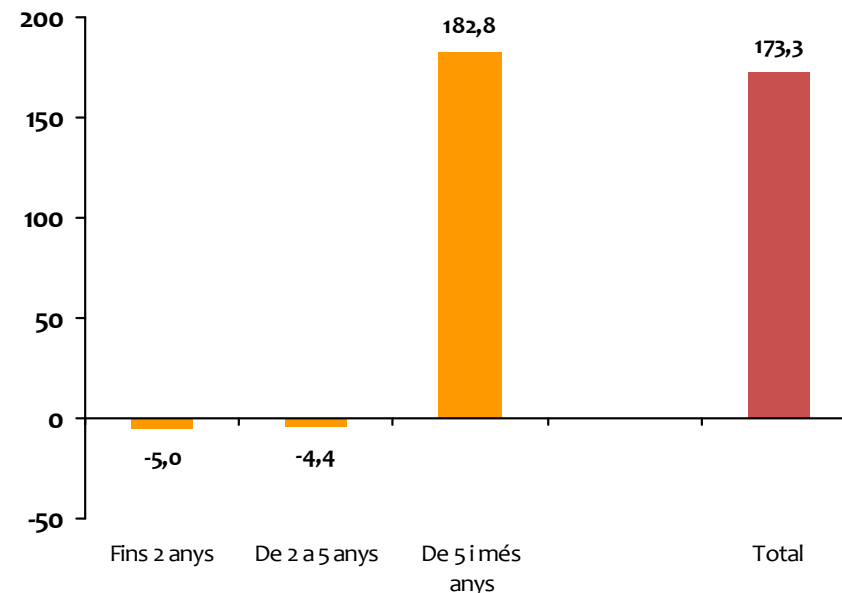
1. El sector S.12 (Institucions Financieres) comprén el S.121 (Banco de España), S.122/123 (Otras Instituciones Financieras Monetarias), S.124 (Fondos de inversión no monetarios), S.125 /127 (Otras Instituciones Financieras No Monetarias), S.128 (Empresas de seguros) y S.129 (Fondos de pensiones).

Dinàmica dels passius totals de les AAPP: increment 2007-18 del deute públic proper als 60 punts del PIB, fins el 98,7% del PIB a març del 2019, amb un creixent pes del sector financer i la resta del món en el total de passius i un radical canvi en els venciment dels saldos vius del deute de l'Administració Central...

**Passius de les AAPP per sectors creditors
2013-2018 (mm d'euros)**

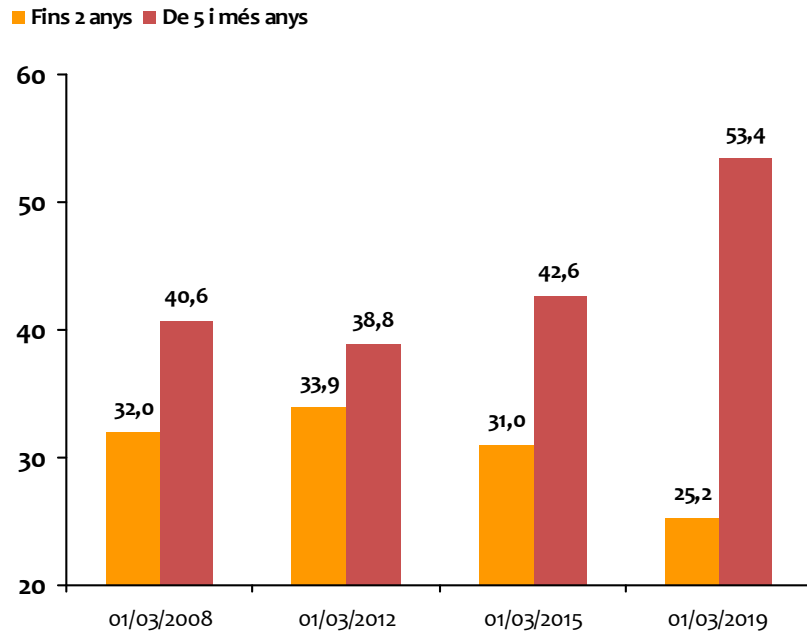


**Canvi 2015/T1-2019/T1 en els saldos vius per
terminis al venciment del deute de
l'Administración central (mm d'euros)**

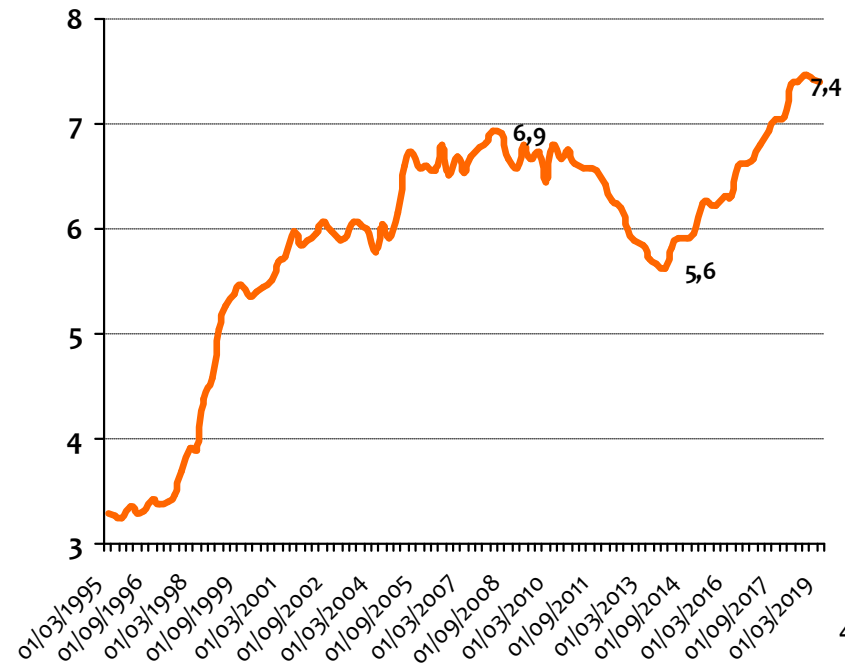


... cosa que s'ha traduït en un notable canvi a l'estructura del deute de l'Administració Central vers terminis més alts i un notable augment de la seva vida mitjana (fins els 7,4 anys a març del 2019, des dels 5,6 anys de setembre del 2013)

Saldos vius per terminis al venciment del deute de l'Administració central 2008/T1-2019/T1 (% sobre total)

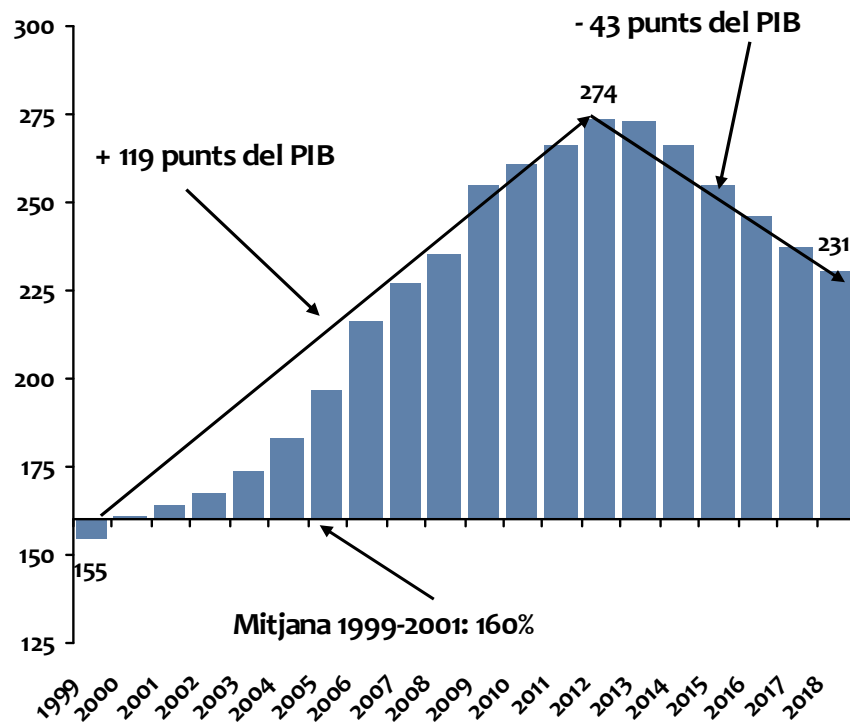


Vida mitjana del deute de l'Administració central 1995-2019 (en anys)

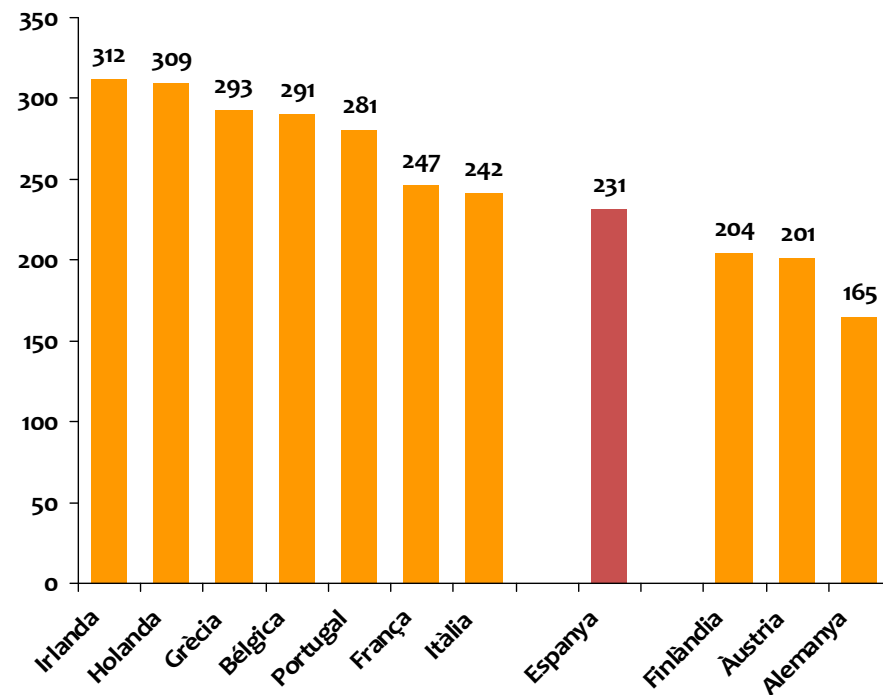


Síntesi de la dinàmica del deute dels sectors no financers: el total de llars, SNF i AAPP se situa en el 231% del PIB el 2018, uns 43 punts per sota el màxim històric del 2012 (del 274%), un registre molt superior, en més de 60 punts del PIB, al d'Alemanya (165% del seu PIB)

Deute¹ dels sectors no financers (privats i AAPP) a Espanya. 1999-2018 (% del PIB)



Deute dels sectors no financers (llars, SNF i AAPP)² a l'UEM. 2017, 2018 (% del PIB)



1. Deute privat consolidat segons criteri MPI (títols de deute i préstecs) com a suma dels stocks de passius consolidats de les SNF, llars i IPSFL. El deute de les AAPP, definit segons protocol de dèficit excessiu; 2. Per Holanda, Irlanda, Bèlgica, França, Àustria, Grècia, Itàlia i Alemanya, dades del 2017; per Portugal, Finlàndia i Espanya, dades del 2018.

La recuperació 2013-19 i les seves perspectives: reabsorció de desequilibris financers i fragilitats pendents

Barcelona, 20 de juny del 2019
Josep Oliver Alonso (UAB i EuropeG)

