

2. MEDIDAS ADOPTADAS PARA RECUPERAR EL CRECIMIENTO

2.1 La política monetaria y la incidencia de la pandemia en el sector financiero

El impacto de la pandemia de la covid-19 supuso un desafío sin precedentes a escala internacional y la mayor prueba de resiliencia a la que se enfrentaba el sector bancario, y el sistema financiero en su conjunto, desde la gran crisis financiera de 2008. La rápida y decidida respuesta de los diferentes organismos internacionales con responsabilidades en materia de regulación y supervisión financiera tuvo por objetivo coordinar las actuaciones llevadas a cabo a escala nacional y, de esta manera, asegurar la financiación continuada de la economía real. Los gobiernos y los bancos centrales adoptaron medidas en el ámbito fiscal y de política monetaria para afrontar los distintos impactos, tanto sobre los sectores productivos y los hogares como sobre los mercados financieros y el acceso a la liquidez. De hecho, en 2020 se llevaron a cabo por primera vez acciones coordinadas entre los diferentes bancos centrales para facilitar la liquidez en dólares, se redujeron de manera generalizada los tipos de referencia de los principales bancos para apoyar la economía e implementaron mecanismos reforzados de estímulo económico, ejecutados principalmente a través de programas de expansión cualitativa (QE).

En 2021, a medida que la pandemia se fue controlando y, especialmente, ante la aparición de las vacunas, la perspectiva de una reactivación sostenida de la economía fue cogiendo fuerza, lo que, unido a unas medidas de política monetaria y fiscal ultralaxas y acomodaticias, impulsó el sentimiento inversor, que fue recuperándose y tomando fuerza a medida que el año avanzaba. Conforme la recuperación mundial ganaba terreno, la demanda de materias primas clave, de insumos intermedios y servicios logísticos superó la oferta disponible, lo que provocó precios crecientes y volátiles, y un aumento importante de la inflación. En un primer momento, se pensó que esa inflación sería transitoria.

Ante esta coyuntura, en el tramo final de 2021 algunos bancos centrales optaron por comenzar a ajustar de forma moderada las condiciones financieras. La Reserva Federal empezó a reducir el tapering, y varios bancos centrales, entre otros el Banco de Inglaterra, el de Brasil y el de Nueva Zelanda, comenzaron a incrementar su tipo de intervención. El Banco Central Europeo (BCE) consideró que el episodio inflacionista era puntual y creyó oportuno primar el crecimiento sobre los precios, por lo que no realizó modificación alguna de sus políticas en todo 2021. No fue hasta el mes de marzo de 2022, tras la invasión rusa a Ucrania y ante la continua subida de los precios, cuando el BCE se vio en la necesidad de endurecer su tono. Así, en marzo finalizó las compras netas del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), anunció el fin del programa de compra de activos para el comienzo del tercer trimestre de 2022 y posteriormente reveló que la primera subida de los tipos sería en julio de 2022. La Fed, por su parte, ya había iniciado el camino hacia la normalización y entre marzo y junio de 2022 incrementó tres veces su tipo de intervención hasta situarlo en el rango 1,5%-1,75%. El Banco de Inglaterra subió en mayo su tipo de referencia hasta el 1,0%, su nivel más alto desde 2009, y el de Brasil lo elevó hasta el 13,25% en un nuevo intento de controlar una inflación desbocada que superaba en abril el 12,0%.

Tipos de intervención
Tabla 26

| | 01-05 | 06-10 | 11-15 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Jun-22 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|------|------|----------|----------|----------|----------|
| Banco Central Europeo | 2,5 | 2,4 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,00 | 0,00 |
| Reserva Federal | 2,1 | 2,1 | 0,30 | 0,75 | 1,5 | 2,5 | 1,75-1,5 | 0,25-0,0 | 0,25-0,0 | 1,5-1,75 |
| Banco de Japón | 0,0 | 0,2 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Banco de Inglaterra | 4,2 | 2,7 | 0,5 | 0,25 | 0,5 | 0,75 | 0,75 | 0,1 | 0,25 | 1,0 |
| Banco Popular China | 2,5 | 6,0 | 5,7 | 4,35 | 4,35 | 4,35 | 4,15 | 3,85 | 3,80 | 3,70 |
| Banco de la India | 7,1 | 6,5 | 7,8 | 6,25 | 6,00 | 6,50 | 5,15 | 4,0 | 4,0 | 4,9 |
| Banco Central Brasil | 17,4 | 11,6 | 10,9 | 13,75 | 7,00 | 6,5 | 4,5 | 2,0 | 9,25 | 13,25 |

Fuente: Banco Central Europeo (BCE), Agencia Reuters y Banco de España.

El Banco de Japón se desmarcó de esta tendencia y mantuvo los tipos de interés ultrabajos y sin variaciones. Las autoridades monetarias decidieron anteponer la tibia recuperación a cualquier presión inflacionista, que, por otro lado, fue muy reducida e incluso bienvenida en un país donde la deflación llevaba instaurada todo el año 2021. Únicamente una caída abrupta y continuada del yen podría condicionar, en estos momentos, su política monetaria. El Banco Popular de China, por

último, con la intención de relanzar su crecimiento económico, también minoró su tipo de interés en 10 pb.

Así, a finales de 2021, tanto la economía como los mercados parecían retomar la senda de crecimiento previa a la pandemia, y la única preocupación era la evolución de una inflación creciente pero transitoria, con cierta intranquilidad por los efectos que podría conllevar la retirada gradual de los estímulos monetarios. En ese escenario, en febrero de 2022 estalló la guerra. Rusia invadió Ucrania y desestabilizó los mercados financieros internacionales.

La Unión Europea, Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido decidieron aplicar rápidamente una serie de sanciones para forzar a Rusia a desistir ante la invasión, pero a pesar de la contundencia de las mismas, Putin decidió continuar. En concreto, desde la invasión, la Unión Europea ha aprobado seis paquetes de sanciones contra Rusia en una especie de guerra económica. Estas sanciones se suman a las que existían desde 2014, tras la anexión de Crimea por parte del Kremlin, con el objetivo de golpear a la moneda rusa, sus finanzas, su tecnología, cada sector económico y a sus principales políticos y oligarcas. Estas medidas se han ido implementando gradualmente y se pueden agrupar en cuatro categorías: financieras, comerciales e industriales, personales y otras (diplomáticas, medios de comunicación y cooperación económica).

Las sanciones financieras afectan directamente a determinadas entidades (el 70% del mercado bancario ruso) y a los bancos centrales de Rusia y de Bielorrusia. Entre las principales medidas, se incluye la congelación de activos y del acceso a las reservas en divisas internacionales de los bancos centrales de Rusia y Bielorrusia, así como la prohibición de operar con ellos. Además, se ha prohibido el acceso al sistema de mensajería financiera SWIFT a siete bancos rusos y tres bielorrusos desde el 12 de marzo de este año, así como sus operaciones en mercados financieros internacionales desde el mes de abril. Las medidas también limitan considerablemente las entradas de flujos financieros de Rusia en la UE, al prohibir que se acepten nuevos depósitos de nacionales o residentes rusos que superen determinados valores, así como la venta de valores denominados en euros a clientes rusos.

Entre las sanciones comerciales e industriales, la más relevante afecta al sector energético ruso, que es su principal motor económico. Con el propósito de lastrar su capacidad de innovación, se ha prohibido exportar a Rusia tecnología para el refinado de petróleo y del sector energético en general, con la excepción de la industria nuclear. Estados Unidos fue más allá y desde el mes de marzo prohibió la importación de petróleo, gas licuado y carbón proveniente de Rusia. La Unión Europea ha limitado por el momento este veto a la importación de carbón, debido a la importante dependencia energética rusa que tiene el Viejo Continente, y a productos clave en los sectores del

hierro y el acero, aunque la Comisión Europea desveló en mayo un plan de 210.000 millones de euros para que Europa deje de depender de los combustibles fósiles rusos en 2027 y aproveche el alejamiento de Moscú para acelerar su transición a la energía verde.

Igualmente se han aplicado medidas para limitar el acceso a tecnología punta y al comercio en sectores clave como los de la energía y el transporte, con la prohibición de exportar bienes de alta tecnología (semiconductores o componentes de aviación), así como componentes necesarios para modernizar las refinerías rusas, y prohibiendo inversiones en su sector energético. Además, varias sanciones han golpeado el transporte ruso por aire y mar, claves para su abastecimiento desde el exterior y su conectividad. Se acordó cerrar el espacio aéreo a los aviones rusos, tanto comerciales como privados.

La industria siderúrgica rusa ha sido otra de las grandes perjudicadas. Se prohibió importar, comprar y transportar productos como tuberías, chapas y alambres. Asimismo, tampoco se permite exportar ni vender productos de lujo para su uso en Rusia. Eso incluye, entre otros, bebidas alcohólicas, cosméticos, relojes y piedras preciosas (cuyo valor supere los 300 euros); dispositivos electrónicos (de más de 1.000) o vehículos (de más de 50.000).

Por último, en cuanto a las sanciones personales, la Unión Europea, impulsora de las medidas, ya congeló en un primer momento los activos de varios oligarcas rusos y prohibió viajar a los 361 miembros de la Duma rusa que votaron a favor de reconocer la independencia de Donetsk y Luhansk y que sirvió de "pretexto" a Putin para invadir Ucrania. También el Reino Unido ha congelado los activos de varios oligarcas. En total, a mediados de junio las medidas restrictivas individuales se aplicaban a un total de 654 personas y 52 entidades, y comprenden la inmovilización de bienes y la prohibición de poner fondos a disposición de las personas y entidades incluidas en la lista. Además, una prohibición de viajar aplicable a las personas incluidas en la misma les impide entrar al territorio de la UE o transitar por él.

El conflicto bélico borró en apenas unos días todas las ganancias recuperadas y acumuladas a lo largo de 2021, tras el importante desplome registrado en 2020 por la pandemia. A pesar de que las sanciones son exclusivamente para Rusia, el resto de economías no está siendo ajena a la situación, y es que la volatilidad y la aversión al riesgo se ha extendido a todos los mercados.

Más en detalle, en 2021 el apetito comprador de los bancos centrales para inyectar liquidez en los mercados, la ausencia de inflación en la primera mitad de 2021 y la búsqueda de las carteras más

precavidadas redujeron considerablemente las rentabilidades de las principales deudas soberanas. De hecho, las noticias negativas relacionadas con la pandemia (repunte de contagios, nuevos confinamientos) apenas hicieron reaccionar a la deuda soberana. Esta solo varió ante el incremento de las presiones inflacionistas y la elevada posibilidad de que ello conllevara un endurecimiento de las políticas monetarias corto plazo. Con todo, el crecimiento de la rentabilidad a lo largo del año fue reducida y se situó muy por debajo de la media registrada en los periodos previos.

Rendimiento de la deuda pública a 10 años
Tabla 27

| | Rendimiento (%) | | | | | Diferencia frente a Alemania (pb) | | | | |
|---------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------------------|------------|-----------|-----------|------------|
| | 08-13 | 14-19 | 2020 | 2021 | 2022-jun | 08-13 | 14-19 | 2020 | 2021 | 2022-jun |
| Alemania | 2,40 | 0,31 | -0,58 | -0,18 | 1,37 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Francia | 2,99 | 0,69 | -0,34 | 0,19 | 1,95 | 59 | 38 | 23 | 37 | 59 |
| Italia | 4,83 | 1,92 | 0,52 | 1,19 | 3,39 | 241 | 161 | 110 | 136 | 203 |
| Reino Unido | 2,88 | 1,38 | 0,20 | 0,97 | 2,24 | 47 | 106 | 77 | 115 | 87 |
| España | 4,64 | 1,38 | 0,06 | 0,60 | 2,46 | 224 | 107 | 63 | 77 | 109 |
| Irlanda | 5,85 | 0,81 | -0,30 | 0,25 | 2,01 | 344 | 50 | 27 | 43 | 64 |
| Portugal | 6,90 | 2,19 | 0,06 | 0,49 | 2,46 | 451 | 188 | 64 | 66 | 109 |
| Grecia | 13,00 | 5,84 | 0,63 | 1,31 | 3,62 | 1.059 | 553 | 120 | 149 | 225 |
| EE. UU. | 2,67 | 2,32 | 0,91 | 1,50 | 2,97 | 26 | 201 | 149 | 168 | 161 |
| Japón | 1,02 | 0,11 | 0,02 | 0,07 | 0,23 | -139 | -20 | 60 | 25 | -114 |

Fuente: Banco de España.

En 2022 todo esto cambió. La inminente subida de tipos por parte de los bancos centrales conllevó una oleada vendedora de deuda hacia activos más seguros, haciendo que los precios de los bonos cayesen y sus rentabilidades, por el contrario, aumentasen hasta niveles no vistos en los últimos años. Es más, el bono español con vencimiento a 10 años superó a mediados de junio el umbral del 3% por primera vez desde mayo de 2014. Este fuerte incremento de los rendimientos se extendió a toda la deuda periférica (Grecia 4,6%, Italia 4,2%, Portugal 3,1%), y tensionó al alza las primas de riesgo, que llegaron a situarse en máximos de abril de 2020, tras el estallido de la pandemia del coronavirus. Este rápido deterioro de las primas de riesgo aumentó la preocupación por la estabilidad financiera y la sostenibilidad de la deuda de los países más endeudados de la región, y en junio requirió de una reunión de urgencia por parte del BCE, en la que se decidió activar un

instrumento “antifragmentación” para calmar a los mercados de deuda y “reinvertir con flexibilidad” los bonos adquiridos en la pandemia. Tras esto, los rendimientos comenzaron una suave senda bajista.

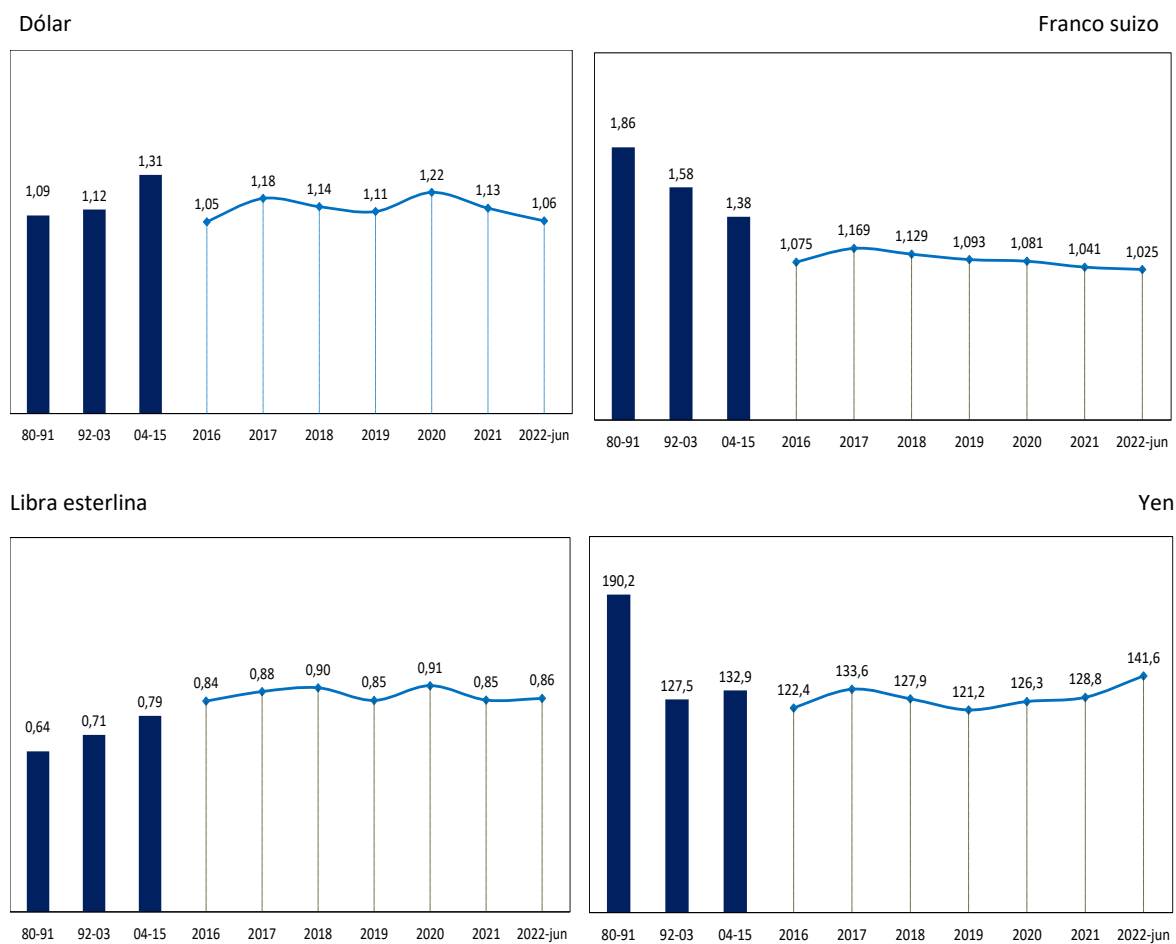
En lo que respecta a la evolución de las bolsas internacionales, el segundo año de la pandemia fue una montaña rusa en la renta variable, con altibajos provocados por las diferentes etapas que provocó el virus. Con todo, el balance anual arrojó un año de fuertes ganancias. La relativa mejora del sentimiento inversor dio aliento a los principales índices bursátiles que ni las presiones inflacionistas, ni el récord de contagios de la variante ómicron, ni los anuncios de la retirada de estímulos monetarios impidieron que el S&P 500 (en niveles máximos históricos) y el EuroStoxx50 (+26,9% y +21,0% en el año, respectivamente) alcanzaran en 2021 el tercer mejor registro de ganancias anuales en el siglo. Mientras que los índices europeos y estadounidenses cotizaban en niveles récord, el Ibex-35 terminó 2021 por debajo de los niveles previos a la pandemia. El parque español no vivió una recuperación tan explosiva y solo registró una revalorización del 7,9%. La nota menos amable la pusieron los índices de los países emergentes (el MSCI Emerging Markets anotó un -4,6% en el año) cuyo desempeño estuvo enturbiado por el menor ritmo de recuperación tras la pandemia y la interferencia de riesgos idiosincráticos.

Este panorama en verde apenas duró unos días de 2022. A finales de enero Rusia amenazaba con una posible intervención armada en Ucrania si no se frenaba la ampliación de la OTAN a países de su esfera de influencia. A pesar de que analistas e inversores daban escasas probabilidades de que se produjera, la volatilidad invadió las bolsas y la situación empeoró en el momento en el que la invasión se materializó. Ya en enero, las bolsas de todo el mundo registraron importantes pérdidas, que se fueron incrementando a medida que crecía el temor a una desaceleración de la economía e, incluso, una recesión. Así, hasta junio, el Nasdaq se ha hundido el 30,98%, y los recortes han alcanzado el 17,75% en el Dow Jones y el 22,9% en un S&P 500 que ha entrado en mercado bajista, al superar el 20% de caída desde sus máximos. A diferencia del 2021, el Ibex-35 es el que menor caída registra hasta el momento. Por ahora sus pérdidas se limitan al 4,9%.

La huida de capitales desde las bolsas pasó a los activos refugio, tal y como es habitual en los episodios de aversión al riesgo. De hecho, en mayo de 2021 el euro comenzó una senda de depreciación frente al dólar, que se benefició de la solidez de su economía y de la perspectiva de subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal mucho antes que en la eurozona. En concreto, el euro llegó a cotizar por encima de los 1,22 dólares por euro el 20 de mayo de 2021 y desde entonces se ha visto sumido en una senda bajista que ha llevado su cotización hasta los 1,04 dólares por euro en junio de 2022. En los últimos 12 meses, el euro ha perdido frente al dólar un

11,6% de su valor. El euro también salió perjudicado ante la libra esterlina y el franco suizo. Únicamente mantuvo una senda alcista ante el yen, ya que los mercados prevén que el endurecimiento de la política monetaria del Banco de Japón será posterior a la del BCE.

Tipos de cambio oficiales establecidos por el BCE para el euro. Unidades monetarias por euro
Gráfico 31



Fuente: Banco de España.

Las sanciones impuestas por Occidente a Rusia hundieron en un primer momento su divisa y su bolsa. En concreto, el rublo llegó a perder más del 40% de su valor frente al dólar y el euro, que

llegó a cotizarse a 0,0061 euros por rublo y 0,0072 dólares por rublo, a la par que la agencia Moody's bajó hasta el rating Ca, considerado bono basura y de alta probabilidad de impago a la deuda moscovita. Ante esta situación, el gobierno ruso optó por elevar el tipo de interés de referencia del 9,5% al 20,0%, realizó fuertes inyecciones a la banca, impuso numerosas restricciones a la venta de activos financieros rusos por parte de inversores extranjeros y, tras la caída del 33% de la bolsa de Moscú, decidió cerrarla por el periodo de un mes. Estas medidas han permitido en un tiempo récord la recuperación del rublo, que un mes después ya cotizaba a los niveles anteriores a la invasión.

Que las sanciones occidentales no incluyesen la venta de energía ha beneficiado al rublo. Es más, el gobierno ruso ve su divisa tan fuerte que ha optado por reducir su tipo de referencia ya en dos ocasiones hasta el 11%. La bolsa también ha recuperado parte del terreno perdido, solo en junio más de un 31%. Con todo, las pérdidas del MOEX desde el inicio del año ascienden a un 28,6%.

Evolución de los depósitos
Tabla 28

Tasas de variación interanual y millones de euros

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Dif. entre 2008 y 2021 | |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------------|-------------|
| | | | | | | | Millones € | Tasa |
| Total | 1,9 | 4,7 | 2,3 | 6,6 | 5,7 | 4,7 | 19.816,3 | 26,0 |
| Depósitos públicos | -0,2 | 11,2 | 36,6 | 8,9 | 27,1 | 53,1 | 3.611,7 | 63,0 |
| Depósitos privados | 2,0 | 4,4 | 0,9 | 6,5 | 4,4 | 1,2 | 16.204,6 | 22,9 |
| A la vista y cuenta | 15,4 | 20,9 | 6,6 | 11,4 | 9,0 | 5,1 | 52.190,4 | 193,4 |
| A plazo | -16,6 | -27,3 | -17,3 | -13,5 | -20,1 | -26,6 | -35.985,9 | -82,4 |

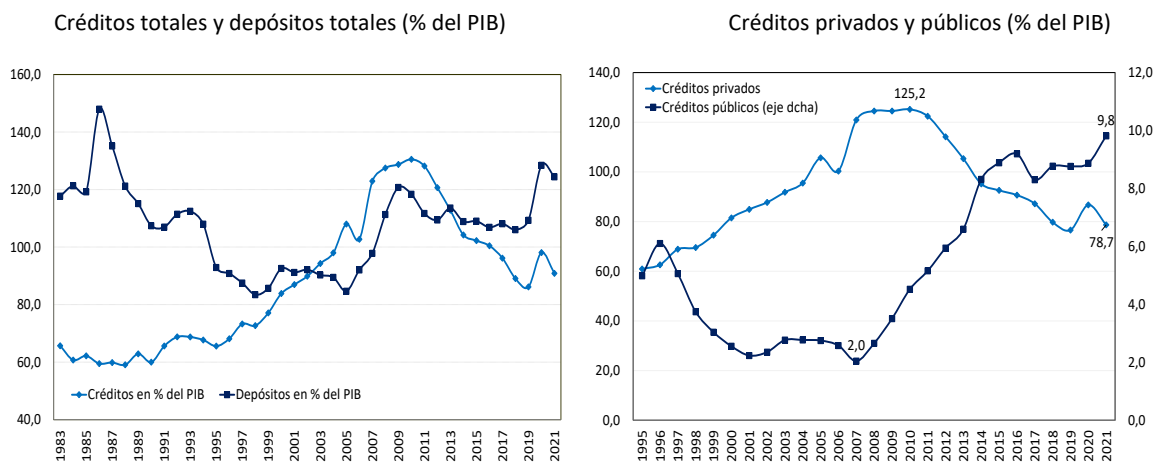
Fuente: Banco de España.

En cuanto a la salud financiera de las familias, según los datos del INE los hogares españoles situaron en 2021 su tasa de ahorro en el 11,4% de su renta disponible, una tasa que es 3,6 puntos inferior a la registrada en 2020, cuando se alcanzó el máximo histórico de ahorro por la pandemia de la covid-19. Esta menor tasa es entendible, ya que el consumo y la inversión repuntaron con fuerza en 2021, tras un año 2020 condicionado por las restricciones y la falta de actividad económica.

Con todo, el nivel de ahorro volvió a ser elevado, y así se recogió en la evolución de los depósitos de los agentes vascos, que invirtieron en estos del orden de 96.160 millones de euros, un nivel sin precedentes, y casi 4.300 millones por encima del registro de 2020. Con este son cinco los años de máximos acumulados continuados. Y es que, a pesar de que las bolsas vivieron un final de año con importantes revalorizaciones, la incertidumbre derivada de la pandemia y la aparición de las nuevas olas llevó a los inversores a apostar por la inversión en activos más seguros. Tanto los depósitos públicos como los privados obtuvieron incrementos positivos y, en el caso de los depósitos públicos, acumularon el mayor montante registrado hasta el momento. Los depósitos privados, por su parte, se aproximaron a los 86.815 millones de euros, su segundo mejor registro, sustentado, una vez más, por los depósitos a la vista, que acumularon el 91,2% de las imposiciones realizadas por el sector privado. Los depósitos a plazo contratados por el sector privado volvieron a perder adeptos y totalizaron 7.637 millones de euros, su menor cuantía desde el primer trimestre de 1990.

Comparativa de los créditos y depósitos en % del PIB

Gráfico 32



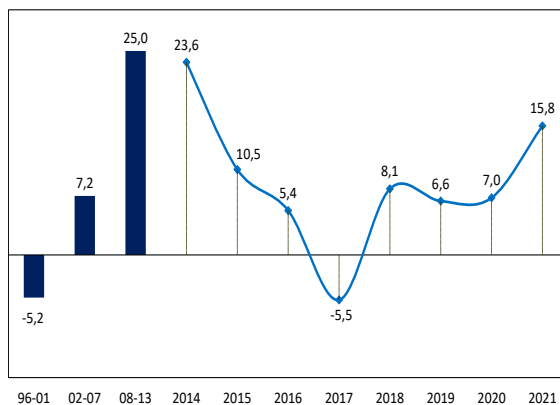
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Este nuevo repunte de los depósitos permitió que la economía vasca mantuviese un saldo positivo entre los principales instrumentos del sistema bancario que intervienen en la financiación de la economía: los créditos y los depósitos. En concreto, en 2021, los depósitos superaron en casi 26.000 millones de euros a los créditos, un nuevo récord.

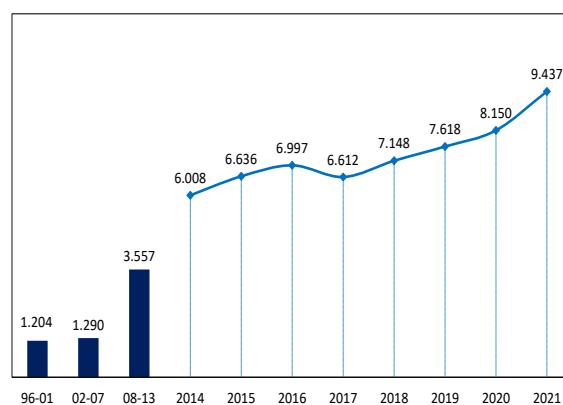
Evolución de los créditos

Gráfico 33

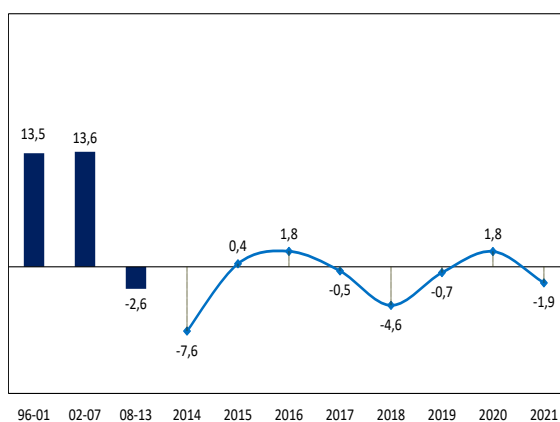
Créditos al sector público. Tasas de variación



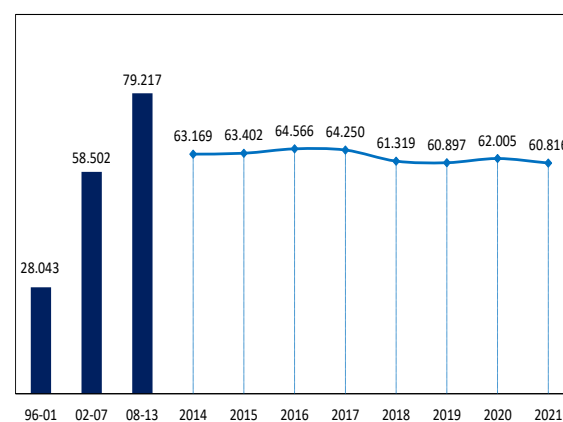
Créditos al sector público. Millones de euros



Créditos al sector privado. Tasas de variación



Créditos al sector privado. Millones de euros



Fuente: Banco de España.

En cuanto a la evolución de los créditos, las peticiones de fondos para financiar las necesidades de liquidez tuvieron un repunte importante en el segundo trimestre de 2020, como consecuencia de las restricciones introducidas por la crisis sanitaria. Posteriormente, la demanda de préstamos bancarios ha mantenido una tendencia decreciente hasta el último trimestre de 2021. Todo parece indicar que algunas empresas habrían utilizado parte de los colchones de liquidez acumulados durante 2020, y otras han sustituido parte de su financiación con préstamos bancarios de renta fija,

lo que ha hecho disminuir la demanda de crédito. Las familias actuaron de manera similar. Parte de los nuevos gastos se han financiado con el ahorro acumulado durante la pandemia, mientras que la incertidumbre les ha llevado a continuar con el saneamiento de sus cuentas.

Por todo ello, el crédito total de los agentes vascos creció solo un 0,1% en 2021, impulsado por el incremento del endeudamiento público (15,8%), ya que el privado se redujo un 1,9%. De hecho, el endeudamiento del sector privado fue el menor desde el año 2004, mientras que el sector público acumula un nuevo máximo.

La subida de los tipos de interés podría cambiar todo este análisis, ya que su onda expansiva va a calar sin remedio en todas las capas de la economía. Por un lado, los hogares van a pagar más por sus créditos –sin recibir mucho más por sus depósitos–, lo que podría traer un deterioro en la capacidad de los hogares de pagar sus deudas, aunque si el aumento de los tipos resulta moderado, como el que en principio se espera en la zona euro, podría suponer un impacto no muy significativo en las familias, gracias, en gran medida, al peso que han tomado las hipotecas a tipo fijo. De hecho, desde principios de 2021 se ha ido incrementando la cantidad de hipotecas firmadas a tipo fijo hasta suponer en el primer trimestre de 2022, último dato publicado, el 72,3% del total. Por otro lado, a las empresas también les costará más obtener financiación y al Estado se le pondrá aún más difícil la ardua tarea de rebajar el elevado endeudamiento heredado de la pandemia y de cuadrar las cuentas públicas.

De hecho, la carga del pago de los intereses ya ha comenzado mucho antes de la subida de tipos fijada para julio de este año. Según los últimos datos del Banco de España, correspondientes al mes de abril, el tipo de interés de los nuevos créditos a pymes –por una cuantía de hasta 250.000 euros– subió hasta el 2,91%, por encima de la media de 2021, y el de la nueva concesión de crédito al consumo se situó en el 5,91%, levemente por encima del registrado en el mismo mes del año anterior. Alejado de esta suave tendencia creciente se sitúa el euríbor, que ha pasado de valores mínimos, –por debajo del -0,5% en 2021–, y mantenerse en territorio negativo durante todo el año, a recuperar en abril de 2022 el terreno positivo y dispararse a mediados de junio, tras la reunión de emergencia del BCE, hasta el 1,067%, un valor que sobrepasa con creces cualquier previsión. El euríbor regresa así a niveles no vistos en casi una década, y es que hay que remontarse al 23 de julio de 2012 para encontrar un nivel superior al 1%.

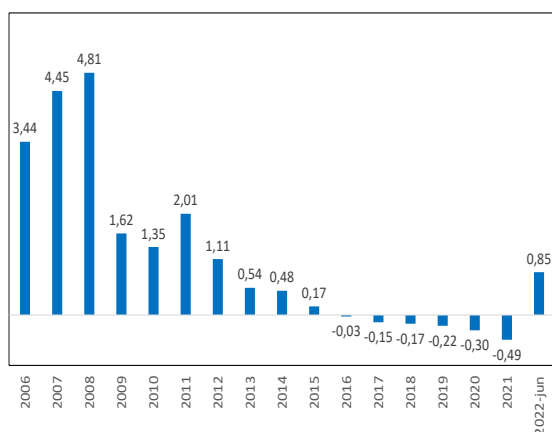
Este ascenso del euríbor ya implica un aumento de las cuotas en la revisión anual de las hipotecas, y el Tesoro español deberá ofrecer más rentabilidad para vender su deuda a los inversores. No obstante, de momento, y pese a las tensiones al alza que se aprecian en el euríbor y la deuda

soberana, la maquinaria del crédito sigue funcionando y la banca dispone de liquidez en abundancia para continuar prestando, a unos tipos por el momento bajos.

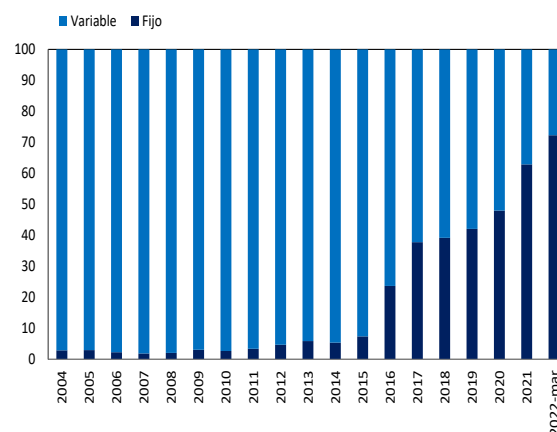
Evolución de los tipos de interés

Gráfico 34

Euribor a 12 meses



Tipos de interés de hipotecas



Fuente: INE y Banco de España.

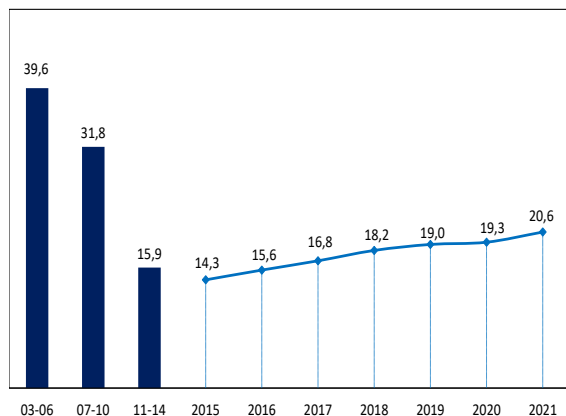
El mercado inmobiliario, por último, cerró 2021 como uno de los sectores menos perjudicados por la pandemia. Los precios, que apenas se vieron afectados, y el ahorro al que abocó el confinamiento en 2020, dispararon las operaciones de compraventa de viviendas. Así se desprende de las estadísticas publicadas por el Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, cuyo registro estima que en 2021 se realizaron 25.303 operaciones, un 23,4% más que en 2020, y supone retomar los niveles de 2007, en pleno boom inmobiliario. Por tanto, el ladrillo se reivindica como un valor refugio, una oportunidad para inversores poco proclives al riesgo de combatir la pérdida de valor adquisitivo en tiempos de crisis, y que quieren aprovechar los todavía asequibles precios del mercado que, sin duda, acabarán al alza ante el continuo incremento de la inflación.

Todo ello tuvo un impacto directo en el mercado hipotecario. Según datos del INE, el pasado año en Euskadi se firmaron 20.597 hipotecas. Desde el año 2010 no se habían registrado tantas

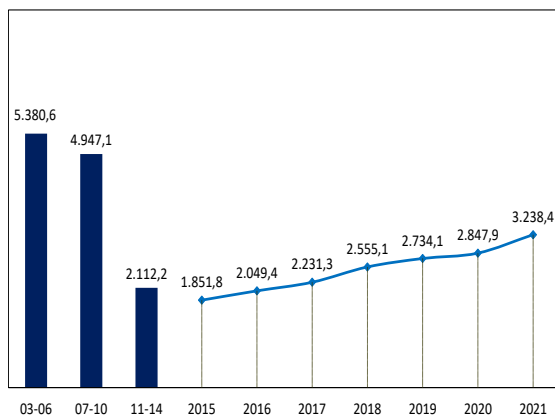
operaciones. En lo que respecta al importe medio de las hipotecas, por último, en el conjunto del año el precio se elevó un 13,7% hasta los 157.222 euros, su valor más alto desde 2008.

Evolución de las hipotecas de vivienda. Miles
Gráfico 35

Número de hipotecas formalizadas



Importe de las hipotecas formalizadas



Fuente: INE.

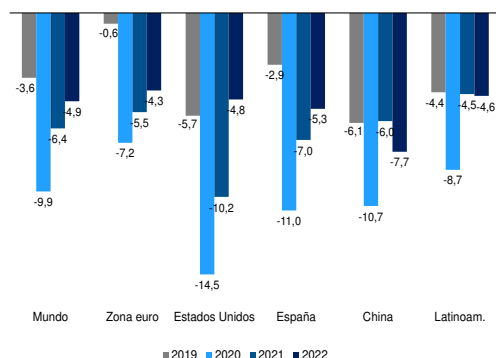
2.2. El impulso de la política fiscal

La política fiscal conservó en 2021 un carácter expansivo en las economías avanzadas y un tono más contenido en los países emergentes. Entre los primeros, la persistencia de la crisis sanitaria se tradujo en la renovación de muchas de las medidas de gastos e ingresos adoptadas en 2020, lo que derivó en un importante incremento de sus deudas públicas y déficits. Esta evolución contrasta con el aumento más contenido de esas dos variables en las economías en desarrollo, cuyo margen de maniobra ante la pandemia fue menor.

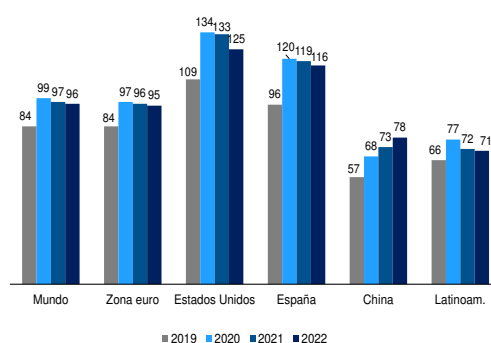
Evolución del déficit y la deuda pública

Gráfico 36

Déficit público en % del PIB



Deuda pública en % del PIB



Fuente: FMI.

En marzo de 2020, la Comisión Europea reformó el marco temporal de ayudas con el objetivo principal de adaptar la respuesta económica y social a la pandemia a las necesidades reales de la actualidad. De esta manera, se pretendía continuar preservando el empleo y la productividad, así como reforzar la solvencia de los negocios. Para ello, se incluyó la posibilidad de convertir las ayudas establecidas en anticipos reembolsables, en préstamos, garantías, u otro tipo de subvenciones directas. A continuación, se detallan los cinco grupos de ayudas:

- i) Subvenciones directas, ventajas fiscales selectivas y anticipos: los Estados miembros podrán establecer planes para conceder hasta 800.000 euros a una empresa para hacer frente a sus necesidades urgentes de liquidez.
- ii) Garantías estatales para préstamos tomados por empresas de bancos: los Estados miembros podrán proporcionar garantías estatales para garantizar que los bancos sigan otorgando préstamos a los clientes que los necesiten.
- iii) Préstamos públicos subvencionados a empresas: los Estados miembros podrán conceder préstamos con tipos de interés favorables a las empresas. Estos préstamos pueden ayudar a las empresas a cubrir las necesidades inmediatas de inversión y capital de trabajo.
- iv) Salvaguardias para los bancos que canalizan la ayuda estatal a la economía real: algunos Estados miembros planean aprovechar las capacidades crediticias existentes de los bancos y utilizarlas como un canal de apoyo a las empresas, en particular a las pequeñas y medianas

empresas. El marco deja claro que dicha ayuda se considera ayuda directa a los clientes de los bancos, no a los propios bancos, y brinda orientación sobre cómo garantizar una distorsión mínima de la competencia entre bancos.

v) Seguro de crédito a la exportación a corto plazo: El marco introduce flexibilidad adicional sobre cómo demostrar que ciertos países son riesgos no negociables, lo que permite que el Estado proporcione un seguro de crédito a la exportación a corto plazo cuando sea necesario.

Desde marzo de 2020 la Comisión Europea ha realizado seis modificaciones del marco temporal sobre ayudas estatales, la última el 18 de noviembre de 2021, extendiendo su vigencia seis meses adicionales, del 31 de diciembre de 2021 al 30 de junio de 2022. La persistencia de la crisis sanitaria y el vencimiento de las medidas fiscales adoptadas en la primera mitad de 2020 motivaron la prórroga de las medidas adoptadas con anterioridad y la introducción de provisiones adicionales en la mayoría de los países.

Más en detalle, en la zona del euro, entre las nuevas medidas destacaron las provisiones adicionales de apoyo a las empresas a través de la creación de programas de ayuda complementarios, y el refuerzo y la ampliación de los esquemas existentes. En Estados Unidos, las medidas más cuantiosas se destinaron a las ayudas directas a los hogares, mientras que en el Reino Unido se introdujeron tanto nuevas provisiones de apoyo al empleo como medidas adicionales de ayuda a las familias.

Dentro de las medidas de apoyo a la liquidez empresarial, en todas las economías en cuestión se prorrogaron los programas de avales públicos, ampliándose en algunas los plazos de devolución y relajándose las condiciones de acceso. Como consecuencia de estas extensiones, los programas de garantías públicas estuvieron en vigor hasta mayo de 2021 en Estados Unidos, hasta junio en Alemania y hasta diciembre en el Reino Unido, Italia, España y Francia. Además, entre el conjunto de actuaciones implementadas, adquirieron mayor importancia las ayudas específicas a las empresas, otorgadas dentro del marco temporal de la UE. Estas tienen como objetivo focalizar las ayudas en los sectores más afectados por la pandemia. Por ello, se dirigieron principalmente a sectores como la aviación y la automoción, y, con la excepción de las concedidas por el gobierno alemán, tomaron generalmente la forma de préstamos subordinados y garantías, más que de participaciones directas en capital. De forma similar, se extendieron los subsidios por desempleo específicos de cada país.

En el caso concreto de España, en marzo de 2021 se habilitaron 11.000 millones de euros (el 1% del PIB) para apoyar la solvencia de empresas y autónomos, cuya implementación correrá a cargo de

las comunidades autónomas. De esta cantidad total, 7.000 millones se refieren a una nueva línea de ayudas directas que servirá para asumir el pago de gastos fijos y deudas, mientras que 4.000 millones se destinarán a apoyar la reestructuración de la deuda empresarial y la recapitalización de las empresas. Por otro lado, los ERTE basados en una causa de fuerza mayor se prorrogaron hasta el 31 de marzo de 2022.

Además, en la zona del euro, la política fiscal se vio favorecida por la prórroga de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que se activó en 2020. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea fue introducido en 1997 como parte de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. Su meta era mantener en buena forma las finanzas públicas de la Unión tras la puesta en circulación del euro. Entre las normas reflejadas en este pacto se encuentra el procedimiento de déficit excesivo, que establece que el déficit presupuestario no debe situarse en más de un 3% sobre el PIB, así como una deuda pública no superior al 60% del PIB. Los países que no cumplieran con estas obligaciones debían aplicar las recomendaciones necesarias establecidas por el Consejo de la UE, y dentro del plazo que ellos establecieran. Si estas recomendaciones no se llevaran a cabo, el Estado miembro se enfrentaría a una sanción económica impuesta por el Consejo, en base a una recomendación de la Comisión.

En el año 2011, y tras la crisis de deuda a la que se enfrentó la Unión Europea en el año 2009, la Comisión decidió introducir una reforma en el Pacto, conocida comúnmente como el *Six-pack*, que es un conjunto de seis reformas para fortalecer la vigilancia fiscal. Entre ellas, se estableció la cláusula de escape general. Esta permite que el Estado miembro se aparte temporalmente de la trayectoria de ajuste hacia el objetivo presupuestario a medio plazo, en caso de acontecimiento inusitado que esté fuera del control del Estado miembro afectado y que tenga una gran incidencia en la situación financiera de las administraciones públicas, o en periodos de crisis económica grave en la zona del euro o en el conjunto de la Unión. En marzo de 2020, para enfrentar un shock económico sin precedentes y evitar errores del pasado, como la época de austeridad y los recortes aplicada tras la crisis financiera de 2007, los veintisiete decidieron aplicarla y se extendió a lo largo de 2021, y, debido al conflicto bélico, se prevé mantenerla también a lo largo de 2022 y 2023.

La prórroga de la suspensión de las reglas fiscales servirá como balón de oxígeno para las economías europeas, tensionadas por las consecuencias de la invasión rusa. La extensión de esta medida cuenta con un consenso político en la UE y dará mayor margen a los Estados miembros para enfrentar las consecuencias económicas de la guerra. Y es que, bajo el marco temporal de crisis de la UE, los Estados miembros han desplegado ayudas estatales millonarias de apoyo a familias y empresas afectadas, entre otros factores, por el alto precio de la energía.

En concreto, el marco temporal relativo a las medidas de ayuda estatal destinada a respaldar la economía en el contexto de la invasión de Ucrania por parte de Rusia contempla tres tipos de ayudas:

1. Importes limitados de ayuda: los Estados miembros podrán introducir inmediatamente regímenes de subvención de hasta 35.000 euros por empresa afectada por la crisis en los sectores de la agricultura, la pesca y la acuicultura, y de hasta 400.000 euros por empresa afectada por la crisis en los demás sectores. No es necesario que esta ayuda esté vinculada a un aumento de los precios de la energía, ya que la crisis y las medidas restrictivas contra Rusia afectan a la economía de múltiples maneras, también por las interrupciones físicas de la cadena de suministro. Esta ayuda podrá concederse de cualquier forma, incluidas las subvenciones directas.
2. Apoyo a la liquidez en forma de garantías estatales y préstamos bonificados: los Estados miembros podrán facilitar i) garantías estatales subvencionadas para velar por que los bancos sigan concediendo préstamos a todas las empresas afectadas por la crisis actual; y ii) préstamos públicos y privados con tipos de interés bonificados.
3. Ayudas para compensar los elevados precios de la energía: los Estados miembros podrán compensar parcialmente a las empresas, especialmente a las que consumen mucha energía, por los costes adicionales derivados de las subidas excepcionales de los precios del gas y la electricidad. Esta ayuda podrá concederse de cualquier forma, incluidas las subvenciones directas. La ayuda global por beneficiario no podrá superar el 30% de los costes subvencionables, hasta un máximo de dos millones de euros en un momento dado. Cuando una empresa incurre en pérdidas de explotación, puede ser necesaria una ayuda adicional para garantizar la continuidad de una actividad económica. A tal fin, los Estados miembros podrán conceder ayudas por encima de estos límites máximos de hasta 25 millones de euros para los grandes consumidores de energía y de hasta 50 millones de euros para las empresas de sectores concretos, por ejemplo, la producción de aluminio y otros metales, fibras de vidrio, pasta, fertilizantes o hidrógeno y numerosos productos químicos básicos.

Al mismo tiempo, y bajo las directrices marcadas por Bruselas, los países más endeudados deberán continuar con las inversiones necesarias para llevar a cabo la transición verde y digital, apoyándose en el Plan de Recuperación europeo. En este proceso, los fondos Next Generation, de los que España ya ha recibido un primer desembolso en 2021 de 10.000 millones de euros, jugarán un papel crucial. España ha sido el primer país en recibir financiación directa de la Comisión del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (PRTR).

2.3 Respuesta del sector público vasco

Tributos concertados

Los datos de la recaudación tributaria en Euskadi durante el año 2021 confirmaron la entrada en una fase de recuperación de la actividad económica, tras la caída provocada por el coronavirus. Dicha mejora de la actividad económica, favorecida por la apertura paulatina de las fronteras y el levantamiento de los confinamientos regionales y de las medidas de distanciamiento social, posibilitó que los ingresos tributarios alcanzaran en 2021 cifras históricas, llegando a superar tanto las estimaciones más optimistas como el anterior récord de recaudación del año 2019. Concretamente, el cierre tributario del 2021, según las diputaciones forales, se elevó hasta los 15.963 millones de euros, lo que supuso un 14,4% más que el anómalo 2020 y un 3,2% más que el 2019, último ejercicio anterior a la pandemia.

Este incremento del 14,4% en la recaudación se explica no sólo por la recuperación parcial de la economía vasca y por la escalada de los precios en los últimos meses de 2021, que elevaron conjuntamente el PIB nominal en un 8,1% respecto al año anterior, sino también por el cómputo de ingresos extraordinarios procedentes, en gran medida, del ingreso en Bizkaia por actas únicas de 2019 correspondiente principalmente al IVA, a la concertación con el Estado del régimen de IVA MOSS/OSS (régimen de ventanilla única, por sus siglas en inglés) y la entrada de ingresos aplazados de 2020 por medidas normativas adoptadas durante la pandemia para amortiguar los efectos de la misma y dotar de mayor liquidez a las empresas, entre otras cuestiones.

Si bien es cierto que el dinamismo de la recaudación fue bastante generalizado, la imposición indirecta presentó un mejor comportamiento que la imposición directa, como así lo corrobora el desglose por los distintos impuestos. Entre los impuestos directos y comenzando por el análisis del IRPF, la recaudación de este impuesto se incrementó en un 8,2% y en más de 400 millones de euros en términos absolutos respecto al año precedente. La evolución positiva del empleo en 2021 explica en buena parte este registro, ya que las retenciones del trabajo aumentaron en un 6,1% respecto a 2020, sin olvidar los excepcionales incrementos de las retenciones sobre las ganancias patrimoniales en fondos de inversión (58,2%). También cabe señalar que este incremento fue menor que el del resto de figuras tributarias, algo que tiene que ver con que en 2020 la caída recaudatoria de dicho tributo fuera menor, afectada favorablemente por la evolución de las rentas públicas (salarios públicos, pensiones y transferencias ligadas a los ERTE).

Continuando con la imposición directa, la evolución de la recaudación por el impuesto sobre sociedades superó los incrementos porcentuales en recaudación del IRPF y presentó una tasa de variación del 10,8%. Cabe apuntar que esta tasa de variación se calcula frente a unos importes muy afectados por la pandemia y que, a pesar del crecimiento notable de la recaudación frente a la del ejercicio anterior, no se logra superar los importes recaudados en 2019, situándose un 11,4% por debajo de dichos importes.

Del resto de figuras que forman parte de la imposición directa, en 2021 destaca la subida en la recaudación del impuesto de sucesiones y donaciones por los excesos de mortalidad en 2020 y 2021 consecuencia de la covid y en el impuesto sobre la renta de no residentes gracias a la recuperación en el reparto de beneficios por las sociedades.

También destacan en 2021 las medidas relacionadas con el precio de la electricidad ante las fuertes subidas de precios en el mercado. Un ejemplo claro es el del impuesto sobre el valor de la producción de energía eléctrica, suprimido el devengo de dos trimestres, aunque sólo uno de ellos afectó a la recaudación de 2021, que descendió un 17,1% respecto a 2020. También se produjo la rebaja del tipo del IVA en la electricidad del 21% al 10% aplicable al consumo de electricidad en los contratos cuya potencia contratada fuera inferior a 10 kWh (básicamente el consumo doméstico).

El IVA, principal componente de la imposición indirecta, fue el máximo responsable de que la recaudación tuviera un mejor comportamiento. En concreto, con un crecimiento del 21,2% fue el impuesto con los registros más positivos, gracias a la recuperación registrada en el consumo de los hogares y a la buena marcha de las compraventas de obra nueva junto con el aumento del precio de la vivienda en 2021. Además, tal y como se ha comentado anteriormente, dicho avance estuvo motivado, en gran parte, por ingresos de carácter extraordinario. Por un lado, los ingresos derivados de una transferencia extraordinaria a la Hacienda de Bizkaia, fruto de un litigio sobre la comercialización de hidrocarburos. Por otro lado, la concertación con el Estado del llamado IVA MOSS/OSS del comercio electrónico y sobre servicios digitales.

Posteriormente se ampliaron las medidas relacionadas con la electricidad, añadiendo la rebaja del tipo (del 5,11% al 0,5%) en el impuesto especial sobre la electricidad, cayendo la recaudación el 9,1%. También el impuesto sobre las labores del tabaco continúa con la senda negativa (-9,8%). En cuanto a la recaudación de los impuestos que gravan el consumo de alcohol y de cerveza, que tienen escaso peso recaudatorio, sus variaciones fueron muy positivas ya que se comparan con el periodo más afectado por la aplicación de medidas sanitarias contra la expansión de la pandemia: confinamientos, limitaciones de aforos, etc.

Evolución de los tributos concertados

Tabla 29

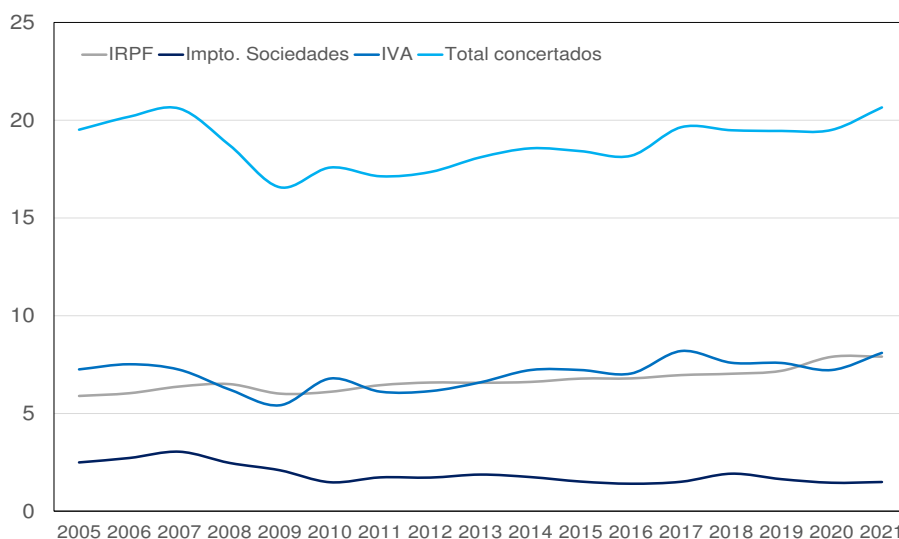
Miles de euros

| | Recaudación | Variación interanual (%) | | | | | |
|--|-------------------|--------------------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| | 2021 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| IRPF | 6.114.393 | 4,1 | 6,0 | 5,4 | 5,7 | -1,1 | 8,2 |
| Impuesto de Sociedades | 1.155.151 | -3,5 | 10,9 | 32,8 | -11,7 | -20,0 | 10,8 |
| Impuesto s/ renta de los no residentes | 62.212 | 95,6 | - | -2,4 | 59,8 | -2,0 | 22,5 |
| Impuesto sobre sucesiones y donaciones | 179.944 | -2,4 | 6,2 | 12,0 | -7,4 | -0,1 | 47,3 |
| Impuesto sobre patrimonio | 171.456 | 6,8 | 1,2 | 13,3 | -9,3 | 5,7 | -3,2 |
| Impuesto sobre depósitos en ent. crédito | 27.509 | -0,4 | 2,1 | -1,0 | -1,6 | 14,3 | -0,4 |
| Impuesto s/producción energía eléctrica | 24.673 | -13,9 | 2,2 | 6,1 | -32,0 | 25,6 | -17,1 |
| TOTAL IMPUESTOS DIRECTOS | 7.735.340 | 3,5 | 7,2 | 10,2 | 1,6 | -4,1 | 8,9 |
| IVA | 6.256.924 | 1,4 | 20,4 | -3,3 | 3,3 | -14,3 | 21,2 |
| Impuesto s/ transmisiones patrimoniales | 182.440 | 19,3 | 19,0 | 10,8 | 1,7 | -13,7 | 29,9 |
| Impuesto s/ actos jurídicos document. | 40.945 | -10,2 | -0,9 | 20,9 | 1,1 | -24,6 | 14,3 |
| I. Especiales s/ det. medios transporte | 20.279 | 8,6 | 21,1 | 20,0 | 7,9 | -42,9 | 26,2 |
| I. Especiales fabricación | 1.521.390 | 2,3 | 2,5 | -0,7 | 12,6 | -17,1 | 14,6 |
| Impuesto sobre primas de seguros | 104.638 | 2,4 | 2,0 | 4,6 | -0,3 | 1,1 | 31,2 |
| Impuesto sobre actividades de juego | 6.591 | 20,6 | 20,5 | 11,0 | -5,9 | 10,0 | -3,8 |
| Impuesto s/ gases de efecto invernadero | 3.207 | -16,3 | 65,2 | -7,6 | -20,8 | -7,1 | 13,4 |
| Impuestos extinguidos | -77 | 15,0 | 20,6 | -23,5 | 70,2 | 96,3 | 25,9 |
| TOTAL IMPUESTOS INDIRECTOS | 8.136.336 | 1,9 | 16,4 | -2,3 | 5,0 | -14,8 | 20,1 |
| TOTAL TASAS Y OTROS INGRESOS | 91.533 | 4,7 | -11,5 | 11,0 | -7,5 | -30,3 | 19,7 |
| TOTAL TRIBUTOS CONCERTADOS | 15.963.209 | 2,7 | 11,8 | 3,5 | 3,3 | -9,8 | 14,4 |

Fuente: Diputaciones forales.

Por el contrario, el alza de los precios energéticos y la reactivación de la actividad económica, junto con la eliminación de las restricciones a la movilidad, impulsaron el crecimiento del principal componente de los impuestos especiales, el impuesto de hidrocarburos, que subió el 18,6%. Así, la recaudación conjunta de los impuestos especiales aumentó el 14,6%, aunque mostrando todavía un nivel de recaudación inferior al de 2019.

Recaudación de los principales tributos 2005-2021. % del PIB
Gráfico 37



Fuente: Elaboración de la Dirección de Economía y Planificación con datos del Eustat y las diputaciones forales.

Teniendo en cuenta que la recaudación tributaria creció considerablemente más que el PIB nominal, la presión fiscal se incrementó de forma notable, marcando su mayor registro de toda la serie histórica, al situarse en un 20,7% del PIB, un valor muy cercano al registrado en el año 2007 (20,6%). El incremento que presentaron en la imposición directa, tanto el IRPF como el impuesto sobre sociedades, no fue suficiente para que su peso sobre el PIB ascendiera, manteniéndose, al igual que el año anterior, en un 7,9% y en un 8,5% respectivamente. Por el contrario, el notable avance en la recaudación del IVA propició que su peso se situara en el 8,1% sobre el PIB, de modo que volvió a superar al IRPF, como venía sucediendo desde 2012 con la única excepción del año anterior.

Ingresos extraordinarios

En el ejercicio 2021, al margen de los tributos concertados y al igual que en el ejercicio precedente, se han recibido ingresos extraordinarios relacionados con la pandemia procedentes del Estado y de Europa (fondos del MRR).

Por un lado, con el objetivo de amortiguar los efectos de la crisis de la covid-19 en las finanzas regionales, el Estado, al igual que hiciera en 2020, distribuyó entre las comunidades y ciudades autónomas un fondo extraordinario por un importe 13.486 millones de euros, correspondiéndole a Euskadi 645 millones de euros. Asimismo, también a nivel estatal, entre las medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia financiera y viabilidad de las empresas, aprobadas en marzo de 2021, se estableció una línea de ayudas directas por un importe de 7.000 millones de euros, a gestionar por las comunidades autónomas, dirigida a las personas profesionales autónomas y a empresas de los sectores más afectados por la crisis, cuyos ingresos hubiesen caído más de un 30% con respecto a 2019. Aunque inicialmente a Euskadi le correspondieron 218 millones de euros, los requisitos exigidos para beneficiarse de las ayudas han provocado que el importe total concedido haya sido de 95 millones de euros.

Por otra parte, y al amparo del Programa Next Generation, en 2021 se empezaron a recibir los primeros importes procedentes del MRR. El dinero de este fondo europeo lo reparte el Estado con el objetivo de llevar a cabo el plan de recuperación, transformación y resiliencia (PRTR) aprobado por las instituciones europeas. El PRTR se proyecta en 30 componentes que articulan los proyectos coherentes en inversiones y reformas para modernizar el país.

De los 444 millones de euros que recibió el Gobierno Vasco en 2021, el mayor ingreso fue el asociado al componente plan de rehabilitación de vivienda y regeneración urbana del PRTR por 102 millones de euros, seguido por el plan de choque de movilidad sostenible, segura y conectada en entornos urbanos y metropolitanos que supone una financiación de 67 millones. Destacan también 47 millones del plan nacional de capacidades digitales, 43 millones a las nuevas políticas públicas para un mercado de trabajo dinámico, resiliente e inclusivo, y 33 millones al plan de choque para la economía de los cuidados y refuerzo de las políticas de inclusión. Hasta junio de 2022 se han recibido otros 83 millones de euros. En total 527 millones.

A estos recursos gestionados de manera directa por el Gobierno Vasco, hay que sumarle los fondos europeos que, por un lado, han percibido directamente del Estado las entidades locales, y, por otro, se han distribuido a través de convocatorias resueltas directamente por la Administración General del Estado.

Una de las principales figuras de la gestión estatal son los Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE). Se definen como proyectos de carácter estratégico con gran capacidad de arrastre para el crecimiento económico, el empleo y la competitividad de la economía estatal, con un alto componente de colaboración público-privada y

transversales a las diferentes administraciones. Aunque la mayoría de los once PERTE actualmente aprobados -desarrollo del vehículo eléctrico y conectado; salud de vanguardia; energías renovables, hidrógeno renovable y almacenamiento; agroalimentario; nueva economía de la lengua; economía circular; industria naval; aeroespacial; digitalización del ciclo del agua; microelectrónica y semiconductores; economía social y de los cuidados- se encuentran todavía en fase de resolución, es previsible que el grado de competitividad de la industria vasca en determinadas áreas, como en la del vehículo eléctrico y conectado, en salud de vanguardia o en energías renovables, por citar algunas, permita conseguir elevados recursos europeos por medio de este mecanismo.

Actualmente (a junio de 2022) los recursos del MRR asignados a Euskadi para el periodo 2021-2023 ascienden a 1.090 millones de euros, de los cuales 856 millones serán gestionados por el Gobierno Vasco, 143 millones desde el Estado y 90 millones por las entidades locales.

En cuanto a estos últimos, son 185 los ayuntamientos vascos que se han beneficiado de estos recursos. La mayor cuantía corresponde al programa de ayudas a municipios para la implantación de zonas de bajas emisiones y la transformación digital y sostenible del transporte urbano, convocado por el MITMA (Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana), por el que se han recibido 65 millones de euros.

Actividad económica del Gobierno Vasco y las diputaciones forales

Los presupuestos del Gobierno Vasco se plantearon como un tránsito a la normalidad, buscando estimular la economía vasca para su recuperación. Para ello se contaba con dos instrumentos. Por una parte, los ingresos que llegarían del MRR del Fondo Next Generation EU 2021-2026 y por otro con un esfuerzo económico endógeno muy importante, sobre todo en materia de deuda pública para cubrir el déficit presupuestario.

El acuerdo en la Comisión Mixta del Concierto Económico en septiembre de 2020 estableció una tasa de referencia para el déficit del 2,2% y la deuda pública no habría de ser superior a la tasa de referencia del 16,9% sobre el PIB en 2021. El escenario incluido en los presupuestos fue de 1.784 millones de euros de endeudamiento neto, y unas amortizaciones de 767,8 millones de euros, por lo que el endeudamiento bruto se planteaba en 2.552 millones de euros.

La recaudación de los tributos concertados fue un 12% mayor (1.713 millones de euros) a lo previsto cuando se elaboraron los presupuestos de 2021, que traducido a las aportaciones supuso 1.210,6 millones de euros más que los inicialmente previstos. Las aportaciones junto a los ingresos extraordinarios recibidos del Estado elevaron los ingresos corrientes del Gobierno Vasco al 15,8% del PIB, una cifra histórica, casi dos puntos más que en 2020.

La persistencia de la crisis sanitaria se tradujo en el mantenimiento del impulso fiscal en 2021, facilitado por la prórroga de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Pero en ese año el apoyo a las rentas y a la posición financiera de los agentes más afectados por la pandemia se hizo de un modo más selectivo, ya que las medidas de contención de la crisis sanitaria se hicieron cada vez más focalizadas y tendieron, por tanto, a afectar a un conjunto cada vez más reducido de agentes.

Este mantenimiento se tradujo en la renovación de muchas de las medidas de gasto e ingreso adoptadas en 2020. El presupuesto del Gobierno Vasco de 2021 estaba marcado por la pandemia desde el inicio, por lo que se volvieron a incluir medidas contra la covid, a las que finalmente se destinaron 740 millones de euros, 75 millones más que en 2020, un montante que representa un incremento del 11%.

Gasto del Gobierno Vasco para responder a la covid-19
Tabla 30

| | Miles de euros | | |
|--|----------------|----------------|------------------|
| | 2020 | 2021 | Total |
| Refuerzo del Sistema Sanitario | 432.001 | 361.349 | 793.350 |
| Medidas dirigidas a las empresas y autónomos | 111.885 | 219.023 | 330.908 |
| Medidas de apoyo a la liquidez | 22.172 | 17.939 | 40.111 |
| Medidas de apoyo a la solvencia (línea covid de ayudas directas) | 0 | 95.231 | 95.231 |
| Medidas de apoyo a sectores específicos | 89.713 | 105.852 | 195.565 |
| Medidas de protección del empleo y ayuda a personas desempleadas | 18.148 | 245 | 18.393 |
| Medidas de apoyo a personas y hogares | 34.963 | 31.133 | 66.097 |
| Medidas de apoyo al sector de la Educación | 67.011 | 127.784 | 194.795 |
| TOTAL | 664.007 | 739.534 | 1.403.542 |

Fuente: Elaboración propia con datos de la OCE (Oficina de Control Económico). Gobierno Vasco.

La mejora de la situación sanitaria permitió disminuir los recursos de las medidas covid destinados a los suministros de material sanitario, el coste de las estancias hospitalarias, así como las inversiones sanitarias, pero aumentaron las necesidades de personal tanto en el ámbito sanitario como educativo. También se destinaron más recursos a las medidas de apoyo a la solvencia de las empresas (línea covid, ayudas directas a autónomos y empresas), así como las destinadas a determinados sectores económicos especialmente castigados por la pandemia (sector primario, sector comercial, turístico y hostelería, transporte y sector cultural), mientras que descendieron significativamente las destinadas a la industria y servicios conexos.

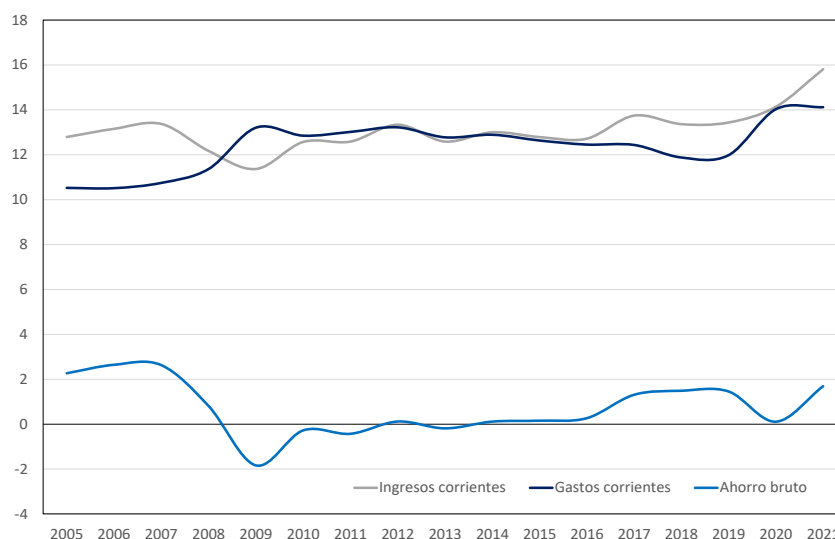
A pesar del importante aumento de los gastos corrientes (8,8%), en términos relativos el esfuerzo del Gobierno Vasco se mantuvo, por lo que, al compararlo con los ingresos corrientes, el ahorro bruto se elevó a los niveles previos a la pandemia (1,7% del PIB).

A lo largo del ejercicio 2021, viendo cómo iba evolucionando la ejecución presupuestaria tanto de ingresos como de gastos, y favorecidos por la incorporación de remanentes de tesorería, se aprobaron nuevas dotaciones presupuestarias adicionales a las de los Presupuestos Generales. El objetivo era, aprovechando la suspensión de las reglas fiscales, potenciar la inversión pública, que había sido la variable de ajuste de la consolidación fiscal llevada a cabo tras la Gran Recesión y que se encontraba en niveles mínimos.

Así, en mayo de 2021 el Consejo de Gobierno aprobó una dotación presupuestaria de 180 millones de euros (62 millones en 2021 y el resto en 2022 y 2023) para dinamizar una serie de proyectos tractores en comarcas desfavorecidas o zonas de actuación preferente (ZAP) (Ezkerraldea-Meatzaldea, Enkarterri, Oarsoaldea y Aiaraldea), las más castigadas por las últimas reconversiones industriales y las que han sufrido más intensamente el impacto económico derivado de la pandemia. Esta actuación de reequilibrio territorial se puso en marcha en el ejercicio 2021 y se ejecutará en colaboración con las diputaciones forales, los ayuntamientos y agentes comarcales entre 2021 y 2023. Los proyectos tractores de las ZAP inciden en diferentes áreas de gestión (industria, agricultura, cultura, empleo, formación profesional, salud, vivienda, infraestructuras ferroviarias, etc.).

Posteriormente, esta actuación inversora se complementó con otra de alcance más general, el Plan Extraordinario de Inversiones 2021, con un importe de 250 millones de euros, 170 millones en 2021, a ejecutar en el periodo 2021-2024. Su finalidad es impulsar las transformaciones en curso para fortalecer, entre otras, las estructuras tecnológicas del sistema vasco de ciencia, tecnología e innovación, así como las infraestructuras educativas, sanitarias, judiciales o de vivienda.

Evolución de las operaciones corrientes del Gobierno Vasco 2005-2021. % del PIB
Gráfico 38

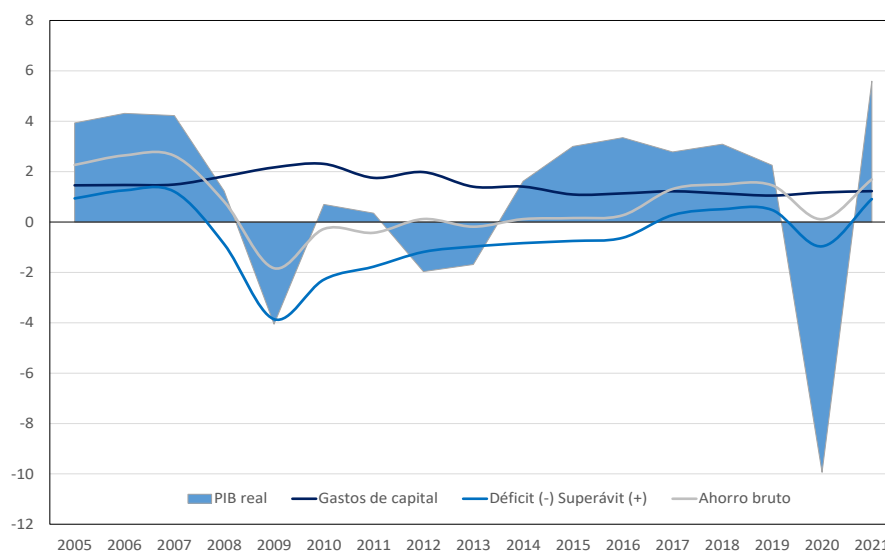


Fuente: Eustat. Estadísticas presupuestarias del sector público.

Si bien estos planes se han ejecutado en una alta proporción, no ha ocurrido lo mismo con los proyectos asociados a los fondos MRR, cuya gobernanza no está siendo fácil de gestionar. Demorándose la llegada de los fondos al tejido social y productivo de Euskadi. El análisis pormenorizado de los proyectos de inversión evidencia el problema de ejecución que han presentado los proyectos asociados al MRR, con una ejecución global del 30%, que en el caso de las partidas de inversión se reduce al 11%.

El escaso grado de ejecución de estos proyectos ha influido en la ejecución global de los gastos de capital, que no ha alcanzado el 70%. Esto ha imposibilitado dar un salto cualitativo en el nivel general de inversión ejecutada, acumulando un déficit de más de 400 millones de euros entre inversión presupuestada e inversión finalmente liquidada. Así, aunque en 2021 los gastos de capital asociados a la inversión han aumentado el 13%, el esfuerzo inversor en relación al PIB se ha mantenido en el mismo nivel que en los últimos ejercicios, 1,2% del PIB, y no ha conseguido recuperar los niveles previos a la Gran Recesión.

Ahorro, gasto de capital y déficit del Gobierno Vasco 2005-2021. % del PIB
Gráfico 39



Fuente: Eustat. Estadísticas presupuestarias del sector público.

El juego del ahorro bruto con las operaciones de capital del Gobierno Vasco condujo en 2021 a una capacidad de financiación del 0,9% del PIB. Así, la necesidad de financiación prevista en los presupuestos se transformó en capacidad debido principalmente al aumento de los ingresos corrientes sobre lo inicialmente presupuestado.

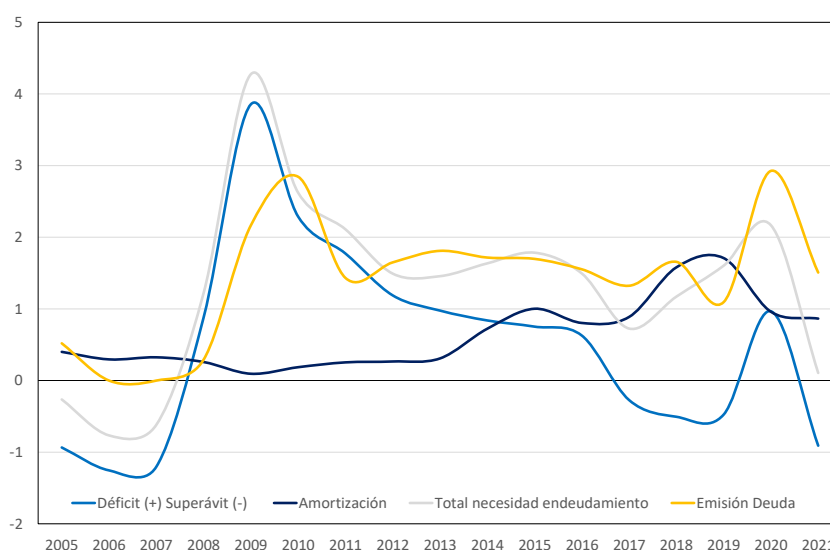
Aunque en principio el impacto de los fondos asociados a proyectos MRR en el presupuesto es nulo dado que el gasto realizado se corresponde con la transferencia recibida, la inejecución de parte del gasto, como ha ocurrido en este ejercicio 2021, tiene un papel importante en el saldo presupuestario del ejercicio correspondiente. Teniendo en cuenta que las transferencias realizadas por el Estado han sido ingresadas en la tesorería del Gobierno Vasco, la parte no ejecutada (70% de los ingresos) ha supuesto un incremento del superávit presupuestario en torno a 0,3 puntos del PIB. Este incremento es una cuestión de periodificación, porque los fondos del MRR no ejecutados en un ejercicio, a diferencia de otros fondos procedentes de la Unión Europea, no se pierden, sino que se incorporan en el presupuesto del próximo año. Por ello, este hecho matiza el volumen de superávit presupuestario del año 2021.

Con una amortización de deuda de 668 millones (0,9% del PIB) y una variación de activos financieros de 0,1%, la emisión de deuda del ejercicio 2021 superó las necesidades de endeudamiento en más de 1.000 millones de euros, el 1,4% del PIB, un nivel sin precedentes, ya que nunca se había superado el nivel máximo de 1% del PIB alcanzado en 1988. Así, la mayor parte de la emisión de deuda en 2021 hizo aumentar la tesorería del Gobierno Vasco.

Este es un comportamiento que el Gobierno Vasco ya ha tenido en distintos momentos de su historia, como el año pasado (0,8%) o en los años previos a la Gran Recesión, pero nunca en un porcentaje tan elevado. Durante la Gran Recesión ocurrió justamente lo contrario: debido a las reservas acumuladas con el saneamiento en la década anterior, la emisión de deuda de 2009 no supuso más que la mitad de la necesidad de endeudamiento, que alcanzó el 4,3% del PIB.

La capacidad de financiación del Gobierno Vasco siempre ha estado apoyada en la financiación a corto, con cantidades importantes que, en algunos ejercicios, han superado ampliamente el 1% del PIB y que en el periodo 2011-2014, como consecuencia de la crisis, se ajustó a unos valores alrededor del 0,2%. A partir de 2015 vuelve a aumentar su importancia y en 2021 se sitúa en el 0,8% del PIB.

Análisis de la necesidad de endeudamiento del Gobierno Vasco 2005-2021. % del PIB
Gráfico 40



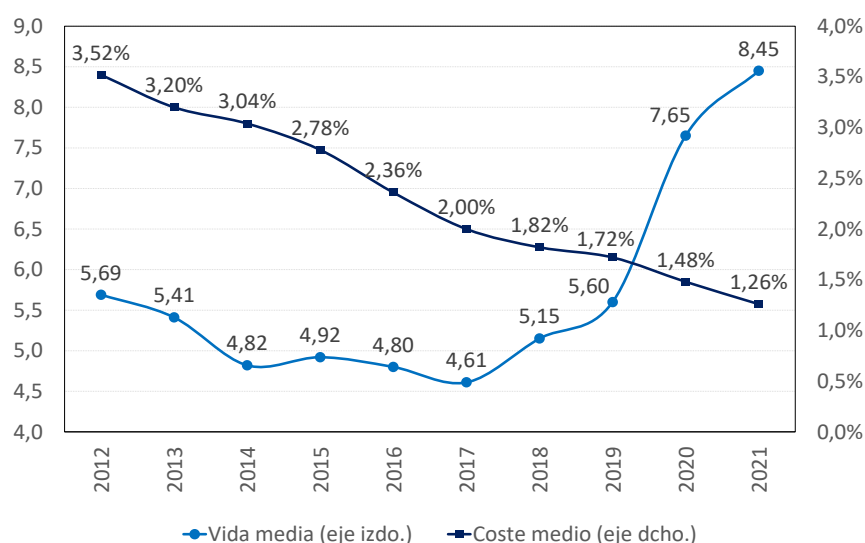
Fuente: Eustat. Estadísticas presupuestarias del sector público.

Según el protocolo de déficit excesivo, el saldo vivo de deuda del Gobierno Vasco alcanzó los 11.172 millones de euros, pero dado el fuerte crecimiento del PIB nominal, en términos relativos descendió hasta el 15,6% PIB, seis décimas menos que en 2020, cuando se alcanzó el nivel más alto de la historia, dada la importante emisión de deuda que se hizo, así como el fuerte descenso de la actividad económica. Además, este nivel de deuda en 2021 se sitúa por debajo del objetivo del 16,9% del PIB establecido en la Comisión Mixta del Concierto Económico. Euskadi se sitúa así entre las comunidades autónomas con menor nivel de endeudamiento, solo superada por Madrid, Navarra y Canarias.

La práctica totalidad de la emisión de deuda del año 2021 correspondió a la quinta emisión de bonos sostenibles realizada en abril, por un importe de 1.000 millones de euros, a un plazo de 11 años, una demanda tres veces superior a la oferta y con un cupón fijo del 0,45%. De este modo, se afianzaba la apuesta del Gobierno Vasco por este tipo de emisiones, que se caracterizan por estar vinculadas a proyectos medioambientales y sociales, de manera que promueven una financiación responsable y eficiente y permiten abordar los desafíos medioambientales, económicos y sociales de Euskadi. A finales del año, las emisiones en vigor de bonos sostenibles ascendían a 3.200 millones de euros y suponían el 48% de los títulos de deuda pública del Gobierno Vasco en circulación (un 30% de su endeudamiento).

Coste y vida de la deuda

Gráfico 41



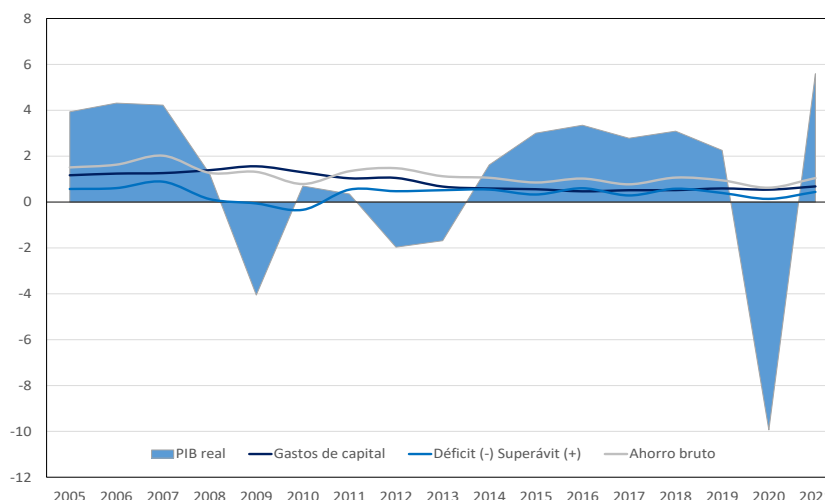
Fuente: Departamento de Economía y Hacienda.

En 2021 el coste medio de la deuda, al igual que en toda la década, ha seguido reduciéndose y ha alcanzado el 1,26%, que se ha complementado con un aumento de la duración de la misma hasta los 8,45 años. A este abaratamiento, además de la política monetaria expansiva aplicada por el BCE, ha contribuido también la confianza de los inversores en Euskadi, ratificada por la calificación crediticia de las agencias especializadas.

En cuanto al incremento de la duración, hay que destacar la emisión en el año 2020 de un bono a 50 años de 510 millones con plazo de vencimiento en 2070. También hay que señalar que el 78% de la deuda está referenciada a tipo fijo y el 22% a tipo variable, y que del montante total de la deuda el 62% lo componen bonos y el 38% préstamos.

En el caso de las diputaciones forales, en 2020, y a pesar de la situación ocasionada por la pandemia, presentaron un pequeño superávit presupuestario, que en el ejercicio 2021 se ha visto incrementado hasta el 0,4% del PIB, una cifra que se sitúa en el nivel medio de los últimos años. Como ya se ha señalado, el aumento de la recaudación fue importante, lo que elevó los ingresos corrientes hasta alcanzar el 21,7% del PIB y la inversión también aumentó hasta 0,7 puntos del PIB, en torno a la media de los últimos años, sin alcanzar el nivel previo a la Gran Recesión donde se superaba el 1% del PIB.

Ahorro, gastos de capital y déficit de las diputaciones forales 2005-2021. % del PIB
Gráfico 42



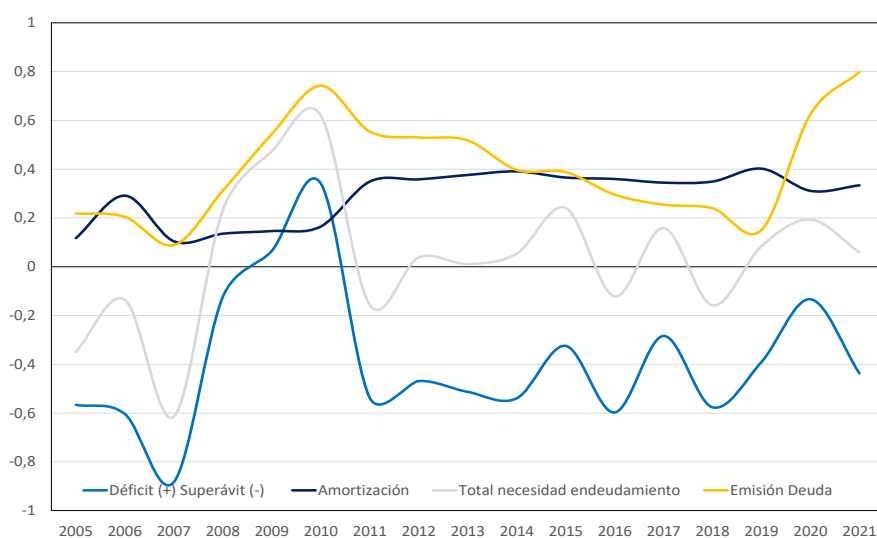
Fuente: Eustat. Estadísticas presupuestarias del sector público.

En los últimos 30 años, el conjunto de las diputaciones forales solo ha presentado necesidades de financiación en contadas ocasiones: en concreto, en el año 2002 y durante la Gran Recesión. En estos años de pandemia han seguido presentando capacidad de financiación, a pesar de que el acuerdo con el Estado les permitía, al igual que en el año 2020, presentar sus cuentas con un déficit presupuestario (0,9% y 0,8% del PIB en 2020 y 2021, respectivamente). La posibilidad de incurrir en déficit por parte de las diputaciones forales se arbitró al no considerarse entes locales a los efectos de la posibilidad de incurrir en déficit y deuda. Dada la amplia potestad tributaria de los territorios históricos, la caída de los ingresos debida a una crisis económica no puede compensarse mediante transferencias ordinarias de otras administraciones y, por tanto, pueden necesitar acudir al endeudamiento.

A pesar de esa capacidad de financiación, las diputaciones forales también han emitido deuda, más de 600 millones de euros, el 0,8% del PIB, que teniendo en cuenta el juego de activos y pasivos financieros, suponen un exceso de endeudamiento del 0,7% del PIB, aumentando así las tesorerías forales. Con todo, la deuda de las diputaciones forales al finalizar el año 2021, según el protocolo de déficit excesivo, se elevaba a 3.365 millones de euros, el 4,7% del PIB, con un ligero incremento respecto al nivel del ejercicio anterior. Aun así, es medio punto inferior al máximo que alcanzaron el conjunto de las diputaciones forales en 2013, el 5,3% del PIB.

Análisis de la necesidad de endeudamiento de las diputaciones forales 2005-2021. % del PIB

Gráfico 43

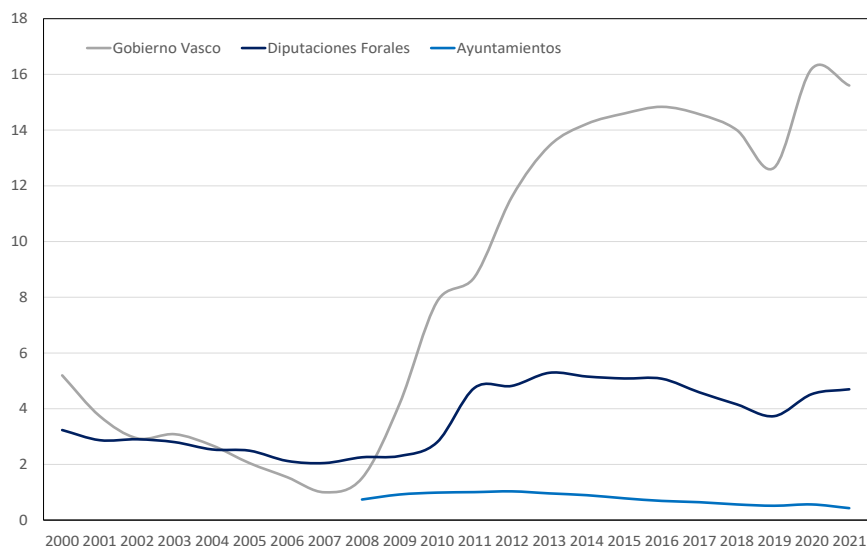


Fuente: Eustat. Estadísticas presupuestarias del sector público.

La deuda de los ayuntamientos, por su parte, tras el incremento del año anterior, vuelve a la senda descendente iniciada en 2012 y se sitúa en el 0,4% del PIB. En total, el conjunto de la deuda de la administración autónoma alcanza el 20,7% del PIB.

El nuevo espacio fiscal para las administraciones públicas vascas, facilitado por la suspensión de las reglas fiscales que contiene el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, unido a la mejora de las cuentas públicas que se acaba de analizar, han permitido a las instituciones vascas aprobar en marzo de 2022 el Plan de Inversiones Estratégicas de Euskadi 2022-2024. Este programa de inversiones plurianual pretende dar un impulso a la inversión pública para aumentar el potencial de crecimiento a largo plazo y movilizar y orientar la inversión privada hacia ámbitos estratégicos. El plan supone activar recursos propios del Gobierno Vasco y las diputaciones forales por cerca de 530 millones de euros para la puesta en marcha de parte de los proyectos transformadores recogidos en el programa Euskadi Next, sin esperar a la llegada de los fondos europeos provenientes del MRR.

Evolución de la deuda pública de la Administración Autónoma (según el Protocolo de Déficit Excesivo). % del PIB
Gráfico 44



Fuente: Banco de España, Ministerio de Hacienda e INE (contabilidad regional).

Análisis funcional del gasto ejecutado por el Gobierno Vasco

En la última década, la estabilización del techo de gasto lograda en los años posteriores a la Gran Recesión en porcentajes cercanos al 15% del PIB quedó trastocada con la llegada de la pandemia y la consecuente necesidad de respuesta pública. En 2021 se siguió dando respuesta a la crisis económica y sanitaria con el objetivo de estimular y recuperar la economía vasca. Así, en 2021, al igual que en 2020, el gasto del Gobierno Vasco superó el 16 % del PIB.

En cuanto al análisis funcional, los gastos siguen la característica estructura del presupuesto del Gobierno Vasco desde sus orígenes, con los correspondientes cambios que se han ido produciendo en los pesos de cada aspecto en función de nuevas competencias transferidas, impactos presupuestarios por crisis periódicas y decisiones de políticas públicas de mayor o menor incidencia en cada legislatura.

En 2021 las políticas de sanidad y educación se siguen manteniendo como las dos áreas principales de gasto del Gobierno, con un porcentaje conjunto que oscila en una horquilla entre el 56% y el 58% del presupuesto total. Respecto al año previo a la pandemia, su peso relativo en términos de PIB ha aumentado: en sanidad alcanza el 5,40% (se incrementa en 0,35 puntos) y en educación el 3,94% (0,3 puntos).

Asimismo, hay que destacar la contención del importe de la partida de deuda pública, que ya comenzó en 2020 y que supuso el 6,4% del presupuesto, frente al 12% de los años 2018 y 2019, como consecuencia de la menor amortización de deuda y del mantenimiento del coste de los intereses. A este respecto, el 18% del servicio de la deuda corresponde a los gastos financieros, muy lejos del 53% que llegó a representar en los años 2012 y 2013, fruto de las políticas de austeridad implantadas en Europa tras la crisis financiera.

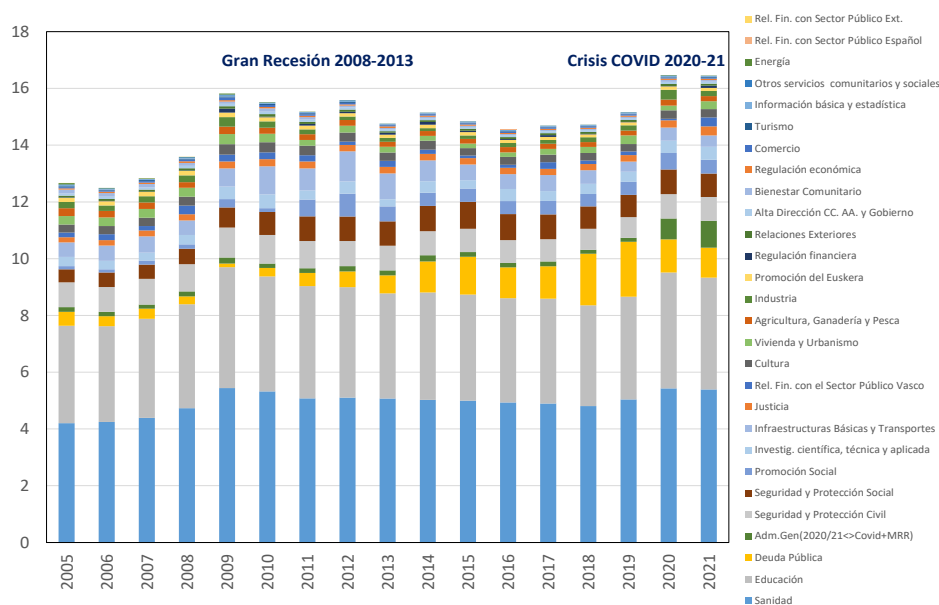
Por otro lado, cabe resaltar el aumento de la partida asociada a los gastos de la administración general, tanto en el año 2020 como en 2021, que han quintuplicado el papel de esta política pública con respecto a años anteriores, siendo ya el cuarto de más importancia tras sanidad, educación y deuda pública. Su incremento se debe a la inclusión, por un lado, del programa extraordinario “Medidas contra la crisis provocada por la covid-19”, que suponen el 3,5% y el 4,0% de los gastos de los años 2020 y 2021. Por otro, al nuevo programa creado en 2021, por el que se canalizan parte de los fondos europeos recibidos del Estado a través del MRR.

Dentro del gasto en justicia, hay que señalar cualitativamente la nueva competencia transferida en materia de política penitenciaria en 2021, con un importe de 8,2 millones de euros y cuantitativamente la compra por 41 millones de euros del futuro Palacio de Justicia en Bilbao (actual Edificio Mapfre) para reordenar las dependencias judiciales disponibles. Por otro lado, cabe resaltar la vuelta, tras la caída en 2020, a cifras de antes de la pandemia de las políticas de vivienda (200 millones) y turismo (21 millones). En sentido contrario, la política de industria, tras el impulso realizado en 2020 (248,6 millones), ha reducido y moderado su gasto alcanzando un importe de 140,7 millones, volviendo a cifras similares a las del 2019.

Los gastos asociados a la función de inclusión social, correspondientes a la política de garantía de ingresos, se mantienen en torno al 0,57% del PIB, mientras que las políticas de empleo suponen el 0,33%. Otras partidas importantes que en ejercicios anteriores destacaban, como los créditos de gestión derivados de la Y vasca, se han reducido ostensiblemente y apenas suponen 34 millones de euros.

Evolución del gasto ejecutado por el Gobierno Vasco (2005-2021). % del PIB

Gráfico 45



Fuente: Eustat y Gobierno Vasco; Dirección de Economía y Planificación.

En la regulación económica de carácter general, destaca la dotación de 50 millones de euros, con cargo a remanentes de tesorería, al fondo Finkatuz, gestionado por el Instituto Vasco de Finanzas. De esta manera, la citada herramienta financiera contaba en 2021 con 210 millones, con la previsión de ir aumentando su capital a lo largo de la legislatura hasta alcanzar los 300 millones. El objetivo era reforzar el margen de maniobra del Instituto Vasco de Finanzas, agente encargado de articular la política financiera vasca, y poder activar las políticas de promoción y desarrollo económico, que son las que marcan la senda de transformación del País Vasco.

Sostenibilidad de las finanzas públicas del futuro

Hay dos elementos que se vislumbran claves en la capacidad de actuación de las administraciones públicas y en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por un lado, la desactivación de la cláusula de salvaguarda del PEC, que, dada la incertidumbre generada por la guerra de Ucrania y los riesgos que implica para la recuperación económica, probablemente se retrase hasta el año 2024. Ello permite disponer de un cierto margen para poder gestionar proactivamente las inversiones públicas eficaz y eficientemente.

En el ámbito europeo, existe un consenso en la necesidad de revisar el marco de las reglas fiscales, dadas las importantes deficiencias en este marco de las últimas décadas. La Comisión Europea comenzó a revisarlo en octubre de 2021 y entre sus objetivos destacan: reducir su complejidad, mejorar su cumplimiento, promover un comportamiento más contracíclico de la política fiscal y acomodar las nuevas necesidades de inversión vinculadas a las transiciones digital y verde.

Una de las opciones que se va abriendo camino es organizar el Marco en torno a un único objetivo de medio plazo de nivel de deuda pública –que podría ser distinto para cada país– y establecer como instrumento fiscal la fijación del gasto público con una perspectiva a medio plazo, vinculando el crecimiento del gasto público al aumento potencial de la actividad económica. Lo que es evidente es que en los próximos años se exigirá la implantación de políticas presupuestarias acordes con una senda de consolidación fiscal. Por otro lado, a la esperada vuelta de las reglas fiscales, se le ha sumado el aumento de la inflación y su persistencia en el tiempo. La respuesta de las autoridades monetarias para su contención mediante el incremento de los tipos de interés supondrá un endurecimiento de las condiciones financieras, con el consiguiente aumento de los costes de financiación del sector público. A este respecto, la extensión de la duración media de la deuda del

Gobierno Vasco y el mayor peso de la financiación a tipo de interés fijo hará que su efecto en el coste sea gradual.

El resultado de las políticas del Banco Central Europeo en su complicado objetivo de luchar contra la inflación y, al mismo tiempo, evitar la fragmentación financiera en la zona euro y una nueva crisis de deuda, determinarán las condiciones y posibilidades de financiación de las administraciones públicas. Ante este escenario, el rigor, la estabilidad presupuestaria, la sostenibilidad financiera y, en definitiva, la calidad de las finanzas públicas son valores que las administraciones vascas deben preservar, con una gestión responsable del presupuesto público que obliga a unir los incrementos de gasto público corriente a la senda de crecimiento potencial de la economía o al crecimiento estructural de los ingresos públicos o a ambos.