

# #64

# Observatorio de Divulgación Financiera



Febrero 2025

Depósito legal: B 21662-2012

NOTA TÉCNICA

## Los informes Letta y Draghi: Mismas recetas...¿distintos resultados? Una mirada crítica

Pablo Agnese

# Resumen

Se presenta un análisis crítico de los informes Letta (2024) y Draghi (2024), en donde se discuten los principales objetivos europeos identificados por ambos informes, junto con las múltiples estrategias para los próximos años. Nuestra premisa de partida es que ambos informes son consistentes con el statu quo institucional y, por tanto, poco flexibles para resolver los problemas más acuciantes a que se enfrenta la Unión Europea; lo cual se resume en un estado de estancamiento económico en un contexto de incertidumbre mundial. Nuestro análisis alerta sobre el peligro de ignorar ciertos trade-offs y anima a repensar Europa como un acuerdo de mínimos bajo un paraguas cultural común.

*"Lo que la experiencia y la historia enseñan es esto: que las personas y los gobiernos nunca han aprendido nada de la historia, ni han actuado según los principios deducidos de ella." G. Hegel en: Lecciones sobre la filosofía de la historia universal (1830).*

*"Tenemos que aprender a pensar de una nueva manera." Russell-Einstein Manifiesto (1955).*

# 1. Contextualización

Resumir las sugerencias de política económica y los aportes intelectuales de ambos informes, Letta y Draghi, parece, *a priori*, una tarea excesiva para unas pocas páginas. El primero de ellos tiene una extensión de 147 páginas, mientras que el segundo se extiende a unas 397, divididas en dos entregas<sup>1</sup>. Este más de medio millar de páginas contiene, sin embargo, muchos puntos comunes que buscan definir una estrategia para Europa, poniendo énfasis en un consenso político, basado sobre todo en la sostenibilidad y la transición ecológica (Letta), y en el desarrollo económico dirigido (Draghi). Hechas las presentaciones, estimado lector, cabe ahora preguntarnos *qué* se proponen ambos informes, y *cómo* lo conseguirán.

El presente artículo parte de la premisa de que ambos informes NO proponen nada nuevo, sino más bien, una profundización del paradigma actual y su modelo productivo para Europa, y que los resultados que se obtengan no serán por tanto muy diferentes de los producidos hasta la fecha: poco crecimiento, baja productividad, poca innovación, altas cargas impositivas, contexto de endeudamiento e inflación, poco atractivo para invertir, y tensión social. En definitiva, a mismas recetas los mismos resultados. Las siguientes secciones intentan arrojar un poco de luz sobre ambos informes en torno a esta premisa. Pero antes, y a modo de contextualización, detengámonos un momento en las principales variables macroeconómicas del entorno europeo, y en cómo se comparan con los principales competidores a nivel mundial.

Tanto la Comisión Europea (Eurostat) como el FMI proyectan un magro crecimiento de entre el 0.8% y 1% para 2024, debido en parte al poco crecimiento de la productividad total de los factores, que se ubicará cercana

al 1%. Estos números distan mucho de las proyecciones mundiales de crecimiento promedio del casi 3%, con economías emergentes como la India superando el 6%, y con Estados Unidos cercano al 2%. Esto tiene que ser motivo de una gran preocupación porque con estas tasas Europa quedará relegada del tablero internacional en unos pocos lustros.

Por otro lado, si bien la Unión Europea (UE) está bien posicionada en el sector de las energías renovables y la biotecnología, el nivel de adopción en inteligencia artificial (IA) y digitalización es más lento que en Estados Unidos y Asia, según datos del European Innovation Scoreboard (2023) y los Competitiveness Reports del Banco Mundial. La carga fiscal, además, en la franja del 35% al 50%, pone a Europa en una gran desventaja comparativa respecto de Estados Unidos (27%) y el sudeste asiático, con tasas significativamente menores (alrededor del 16% según la OECD).

Por último, el crecimiento de la deuda y la inflación acumulada, especialmente en tiempos post covid de esta “nueva normalidad”, resultan un problema cada vez más acuciante, recurrente, y transversal. Europa no es muy distinta al resto de países en este apartado, pero en vistas de sus pobres proyecciones de crecimiento económico, esta gran “losa” que conforman el binomio deuda e inflación se presenta como una carga inasumible.

<sup>1</sup> Nuestro análisis se centrará en la “parte A” por razones de tiempo y espacio, ya que la “parte B” provee detalles adicionales y evidencia empírica que requerirían de un comentario más exhaustivo.

## 2. El qué

Ahondemos ahora en lo que ambos informes pretenden conseguir. Por su parte, el informe Letta, luego de introducir los beneficios del mercado único europeo (p.3-5), como el “libre cambio” (aunque sólo entre los estados miembros) y la “apertura” (sesgada hacia los estados miembros), pasa a enumerar una serie de objetivos generales que, a simple vista, parecen un tanto abstractos (p.6).

Lo primero que llama la atención es el contraste entre la ambición e incluso la abstracción de tales objetivos y la anécdota que el protagonista del informe relata a modo de introducción: “Durante este viaje experimenté en primera persona la paradoja más flagrante de las infraestructuras de la UE: la imposibilidad de viajar en tren de alta velocidad entre las capitales europeas.” Lo cual describe un problema clave, sobre el cual se podrían pensar soluciones creativas y accionables. Sin embargo, acto seguido, nuestro viajante comparte su gran plan, producto de “las inspiraciones de mi viaje por Europa”. Sostiene que “Se trata de la cuestión de apoyar y financiar los objetivos que *todos juntos* hemos identificado como centrales para los próximos años y que la UE parece haber adoptado ahora de manera irreversible.” El autor previene también que estos objetivos nos acompañarán por al menos una década y conllevarán costes significativos. Veamos los detalles.

El primer objetivo según el informe Letta tiene que ver con un compromiso con la **transición verde y digital justa**. Sostiene el autor “Esta elección refleja un compromiso a largo plazo para transformar la sociedad y la economía europeas de manera sostenible y equitativa.” La mínima dosis de escepticismo en este punto nos hace pensar en esta declaración como en un slogan poco original, no falto de contradicciones. ¿Elegido por quiénes? ¿Cuán largo (¿eran diez años?)? ¿Sostenible y equitativo en qué sentido?

El segundo objetivo se presenta, a priori, como más realista, ya que tiene que ver con la decisión de **integrar nuevos países miembros**. Digo “a priori” porque, como se verá, puede entrar en conflicto con el tercer objetivo. El

autor considera que “El enfoque aquí no se centra únicamente en el objetivo en sí, sino en la cuidadosa ejecución de su implementación” (p.6). La impresión, a día de hoy, es que antagonistas como Putin están poco interesados en estas “cuidadas ejecuciones”. Además, cabe preguntarse aquí *qué* entendemos por Europa, aunque la premisa o pregunta implícita de este objetivo parece ser “qué *queremos* que sea Europa”.

Por último, el informe resalta la necesidad de **mejorar la seguridad** de la UE. Más allá de lo comentado en el punto anterior, el autor sugiere que “Esto implicará posiciones y decisiones más exigentes en el ámbito de la defensa”. Cabe preguntarse aquí, qué clase de liderazgo tiene en mente el autor, o incluso si no habrá que buscarlo fuera de Europa. No sólo esto, sino que, en general, una mejor defensa implica además de un liderazgo firme un mayor presupuesto (algo en lo que se explaya el informe Draghi).

El informe Draghi, por su parte, de una forma más pragmática y enfocada, y luego de un corto y claro preámbulo donde se identifica la falta de crecimiento como primera preocupación, ofrece tres áreas de acción (parte A, p.2, y más gráfico en p.10-11). Si bien similares a los del informe Letta, se nota ahora el sesgo económico y el rigor académico. Sin embargo, cae, a nuestro entender, en los mismos problemas de fondo que el anterior. Veamos.

El primer gran problema que se identifica es la **brecha tecnológica** con Estados Unidos y China. Muy ilustrativos resultan los números que se ofrecen aquí como referencia. Por ejemplo, ninguna empresa europea de más de cien mil millones de EUR en capitalización ha sido creada desde cero en los últimos 50 años; en tanto que en Estados Unidos se crearon seis de más de un billón de euros en el mismo período. Por otro lado, las empresas europeas han invertido 270 mil millones de EUR menos en I+D en el año 2021 que sus pares americanas, lo cual las coloca en clara desventaja. Cabe destacar que el I+D está dominado en Europa por las compañías de automóviles, mientras que en Estados Unidos se ha hecho la transición desde el sector de automóviles y “big pharma” (e.g. medicamentos) hacia tecnología en los primeros años de los 2000s, es

decir, hace más de 20 años. Parece, a simple vista, una preocupación razonable.

El autor da a entender que la principal razón de la brecha tecnológica reside en que las empresas tecnológicas europeas se ven obstaculizadas en cada una de sus etapas de crecimiento por regulaciones inconsistentes y restrictivas. El diagnóstico parece más que sensato, aunque podría resultar inconsistente con lo que se argumenta en el siguiente punto, compartido por el informe Letta en una especie de mágico consenso tecnocrático.

El segundo problema es (*spoiler alert!*) el de “elaborar un plan conjunto de **descarbonización y competitividad**”. Draghi, a diferencia de Letta (que no es economista) tiene la prudencia de plantear la existencia de un “trade-off”, esto es, de efectos compensatorios; o en palabras más simples: la descarbonización no debe obstaculizar el crecimiento económico. Esto es más fácil decirlo que hacerlo, por supuesto. Además, cabe sincerarse aquí: ¿Tiene la UE un problema importante de contaminación? Y valga la paradoja ¿es la regulación en cuanto a los objetivos de desarrollo sostenible (ODS) más burocrática en Europa que en el resto de los países? Las respuestas son, respectivamente, NO y SI. En términos relativos, al menos, la “huella de carbono” fue de aproximadamente el 7% sobre el total para toda la UE según datos de la International Energy Agency (IEA) para 2022, mientras que para Estados Unidos la cifra fue de un poco más del 13%, y, sólo para China, de poco más del 31%, con India igualando el 7% de Europa (ver tabla 1)<sup>2</sup>.

Es decir, que si hay un debate ecológico debería de darse en Asia y países emergentes. Como si esto fuera poco, las regulaciones referentes a los ODS son ya más restrictivas en Europa, especialmente para las grandes empresas, mientras que son en general de naturaleza voluntaria en Estados Unidos y de alcance muy limitado o focalizado en Asia, según se desprende de los análisis del Thomson Reuters Institute (2024) o la Brookings Institution (2022), por ejemplo. En definitiva, que en términos relativos al menos, Europa no tiene un problema medioambiental, y la legislación que se está adoptando supone una clara desventaja comparativa respecto de los principales

bloques económicos que compiten con las empresas europeas por el mercado internacional.

El tercer problema, en línea con el informe Letta, resalta la necesidad para Europa de **incrementar su seguridad y estabilidad geopolítica**, al tiempo que se disminuyen las dependencias económicas, sobre todo en áreas como la energía y la tecnología. Difícil calibración, por cierto, la que se deberá ejercitar, dada la heterogeneidad de países que conforman la UE. Posiblemente se debería trabajar para alcanzar un acuerdo de mínimos, bajo un paraguas cultural común, para evitar así las frustraciones propias de aspirar a un estado supranacional de máximos, que resulta insostenible.

**Tabla 1. Huella de carbono ('carbon footprint') - 2022**

	País	Mill. Ton CO2	% del total
1	China	10613.2	31.11
2	US	4607.6	13.51
3	India	2516.9	7.38
4	Rusia	1623.2	4.76
5	Japón	973.7	2.85
6	Irán	696.4	2.04
7	Indonesia	651.7	1.91
8	<i>Alemania</i>	612.0	1.79
9	Corea del Sur	549.3	1.61
10	Arabia Saudí	532.9	1.56
11	Canadá	523.3	1.53
12	Brasil	413.9	1.21
13	Sudáfrica	394.1	1.16
14	Turquía	389.9	1.14
15	México	379.7	1.11
16	Australia	354.8	1.04
17	<i>Italia</i>	310.3	0.91
18	UK	309.4	0.91
19	Vietnam	286.6	0.84
20	<i>Polonia</i>	284.9	0.84

Fuente: Greenhouse Gas Emissions from Energy database (IEA, 2022), citado en Agnese y Ríos (2024).

En resumen, se podría decir que ambos informes están alineados con el statu quo institucional europeo, que tiene por premisa la existencia de un consenso en diversas materias, y a partir del cual se elaboran unas proyecciones de largo alcance. Desde nuestro punto de vista la premisa resulta falsa, y las proyecciones, por tanto, erradas y con poco asidero con la realidad. Pero pasemos a indagar ahora los medios y estrategias que se tendrán en cuenta para formar la Europa imaginada por ambos informes.

<sup>2</sup> Sólo un país de Europa, Alemania, aparece en el top10, y otros tres en el top20 (en *italica*).

## 3. El cómo

Uno de los principales catalizadores de cara a afrontar los objetivos planteados por el informe Letta reside en el impulso de la “investigación, la innovación, y la educación en el mercado único” (p.7). Se habla aquí de una “quinta libertad”, que unida a las otras cuatro, ya promovidas por el marco del mercado único (libre movilidad de personas, bienes, servicios, y capital), actualizarían y completarían dicho marco en un mundo cada vez más complejo.

Los factores que articularían esta “quinta libertad” estarían representados (p.19-24), primero, por una promoción agresiva de la innovación, a través de la inversión en infraestructura tecnológica a escala europea. Una variable central de esta iniciativa es la creación de la European Knowledge Commons, una plataforma digital centralizada que provea acceso a múltiples recursos educativos y de investigación. Tan importante como esta plataforma es la promoción de sinergias público-privadas en áreas estratégicas con alto intercambio de conocimientos e innovación; incentivando así los proyectos y la investigación de acceso libre para incrementar aún más la velocidad de adopción, y teniendo presente las dimensiones éticas de tal proceso, sobre todo en el contexto de la IA.

El informe resalta también la importancia del sector de la sanidad como potencial motor innovador, si se implementara con decisión la idea de esta “quinta libertad”. Resulta aquí curioso ver cómo se discute la necesidad de revitalizar dicho sector, especialmente luego de la covid, cuando estas libertades fueron completamente cercenadas durante los confinamientos, y declaradas ilegales e inconstitucionales a posteriori en varios países del entorno europeo. Cabe preguntarse por tanto sobre la naturaleza efímera o arbitraria de estas libertades, y cuál fue el papel de la UE cuando fuimos privados de ellas; tal inestabilidad tendería a privar al contexto europeo de una certidumbre legal, pilar fundamental para la inversión y el crecimiento económico.

El informe también destaca la necesidad de fortalecer la idea de mercado único (“single market”), bien para consensuar estándares sobre las finanzas, la energía, y

las comunicaciones (p.9), como también para reducir la burocracia imperante a lo largo y ancho de la UE. Tal burocracia representa un gran coste de oportunidad en cuanto al potencial sin realizar en la forma de nuevas empresas y puestos de trabajo. No podríamos estar más de acuerdo con este diagnóstico, aunque nos asaltan las dudas cuando analizamos el tratamiento recomendado.

Por un lado, y como se ha comentado más arriba, los ODS representan una carga burocrática que golpea asimétricamente a Europa; primero porque adhiere a estos principios de manera más estricta que otras regiones, y segundo por la falta de coordinación dentro de la misma Europa. ¿Es la solución homogenizar criterios para asumir los ODS y así conseguir que Europa sea más competitiva? La evidencia sugiere que el capital busca la rentabilidad, así como la laxitud fiscal y reguladora, mientras que los ODS se colocan en la vereda opuesta. Es muy difícil pensar que Europa será capaz de “movilizar capital privado” (p.11), tanto de adentro como de afuera, si las condiciones no resultan seguras, ciertas, y rentables. Es aún más difícil de creer que, complementando lo anterior, se buscará una “aplicación más estricta de la ayuda estatal a nivel nacional, con una expansión del financiamiento a nivel de la UE”, y todo ello sin efectos sobre la deuda y la inflación. No es más que la vieja, pero efectiva fórmula política, de dilapidar recursos presentes para pagar la fiesta en el futuro.

La estrategia delineada por el autor apunta a una cantidad ingente de ahorros privados “ociosos”, disponibles en el ámbito europeo (estimados en 33 billones de EUR, un poco más del PIB americano, que se sitúa en los 26 billones), y como, para indignación del autor, están siendo desviados hacia la bolsa americana y no puestos al servicio de la agenda europea de “transición verde” (p.28). Basta conocer los principios básicos de economía para saber que el capital y los ahorros van detrás de la rentabilidad y la seguridad jurídica, y que si Europa no consigue atraer dichos recursos es porque su agenda no resulta atractiva o rentable. El informe discute múltiples medidas, desde crear una bolsa en valores tecnológicos (p.32-33) parecido al Nasdaq americano, a introducir el

euro digital<sup>3</sup> (p.36), con la visión de acercar los ahorros europeos a los intereses europeos, que deben entenderse más bien como los intereses de la Comisión Europea, con la “transición verde” (p.28-32) y la “sostenibilidad” (p.39-48, y p.90-118) como objetivos prioritarios.

Por su parte, el informe Draghi, con un sesgo más cuantitativo y económico, acomete los objetivos delineados más arriba (brecha tecnológica, descarbonización, y dependencia) con una visión más pragmática si se quiere, aunque, entendemos, bajo las mismas premisas equivocadas. Se plantea una “nueva” estrategia industrial para Europa a través de la implementación de una serie de ‘building blocks’ (parte A p.13-14), esto es, una secuencia de políticas relacionadas (y dirigidas) que buscan potenciar las ventajas comparativas europeas, a saber: apuntalar el mercado único; diseñar políticas comerciales, industriales, y de competitividad, bajo una estrategia global; financiar las principales áreas de acción (digitalizar, descarbonizar, y defensa); e incrementar el grado de coordinación entre países miembro al tiempo que se reduce significativamente la carga regulatoria.

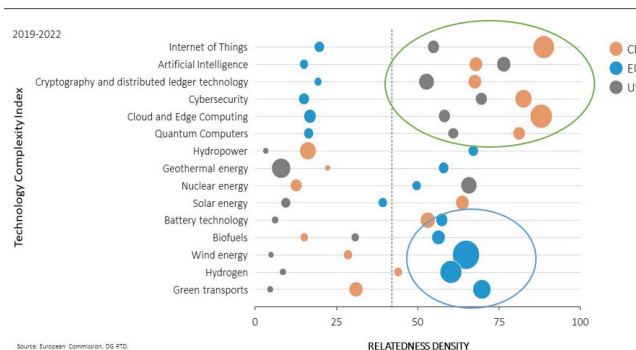
El informe sugiere que las razones detrás del rezago productivo en Europa se deben, principalmente, al estancamiento demográfico y al atraso tecnológico desde los 1990s con la llegada de Internet. Sin embargo, prosigue el informe, Europa no debe darse por vencida ya que, “si bien algunos sectores digitales están probablemente condenados, existe la oportunidad de capitalizar de cara a futuras revoluciones digitales” (parte A, p.20). En particular, la seguridad y la encriptación de datos, y sobre todo la IA generativa, se perfilan como aquellas áreas en donde será necesario mantener una presencia relevante (parte A, p.19-23).

A efectos de cerrar la brecha tecnológica se proponen medidas relacionadas con una mejor coordinación de la I+D a nivel de la UE. Entre ellas se destacan una consolidación de las instituciones académicas como motor de la innovación, una mejora en la financiación de los proyectos enfocados en la innovación disruptiva, y un incremento en la capacidad computacional que resulte en

menores costes de implantación de la IA, entre otras (parte A, p.24-33).

El informe es taxativo respecto al impedimento que suponen los crecientes costes energéticos en el crecimiento de la región. También es sincero en cuanto a la ambición de los objetivos de descarbonización en Europa respecto de sus competidores, y como ello ciertamente acarrea costes adicionales en el corto plazo. Es interesante aquí una mirada al “índice de complejidad tecnológica” de la figura 2 del informe, en su p.36 (parte A), para ver la asimetría energética (“verde” y digital) entre la UE, por un lado, y Estados Unidos y China por el otro (ver nuestra Figura 1). Da la clara impresión que estos últimos (burbuja superior) tienen una idea muy distinta a la de la UE (burbuja inferior) en cuanto a política energética se refiere.

**Figura 1. La posición de la UE en tecnologías complejas (digital y “verde”)**



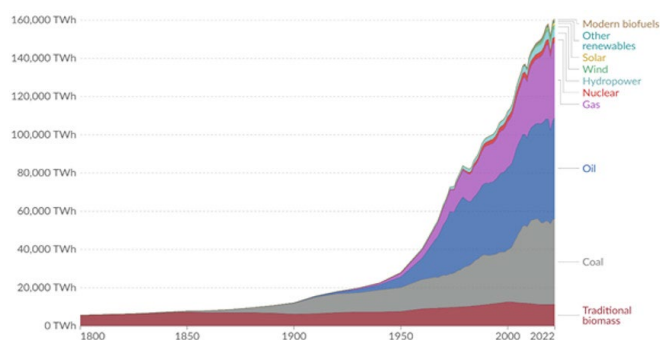
Sin embargo, y aquí el “salto de fe”, se argumenta que la descarbonización ofrece una gran oportunidad para bajar los precios de la energía y liderar así la innovación en tecnologías limpias y seguras. Lamentablemente, y más allá de promover la “independencia energética”, no se ofrecen ideas claras (parte A, p.35-48, o parte B, p.116-138) de cómo se pretenden bajar los precios de las energías mediante un impulso agresivo en las renovables, idea que se destila repetidamente de la lectura de ambos informes.

de dinero. La única forma en que las CBDCs acaben imponiéndose es a través de la coerción de los estados—en un mercado libre de activos o divisas, es decir, sujetas a la competencia, no tienen razón de ser.

<sup>3</sup> Esto merece un artículo aparte. El euro digital, como toda CBDC (central bank digital currency), es una reacción al poder disruptivo y descentralizador de las criptos, que buscan la independencia financiera y el debilitamiento de la autoridad central, esto es, la banca central y su monopolio legal de la impresión

El contexto actual, sin embargo, parece indicar lo contrario, tal como se aprecia en nuestra Figura 2, en donde más del 80% de la energía mundial proviene aún de fuentes tradicionales (gas, petróleo, y carbón). Cualquier tipo de “agenda” abocada a una transición organizada y centralizada con un horizonte temporal definido, chocará indefectiblemente con los mezuquinos trade-off económicos, en donde habrá que sacrificar crecimiento y bienestar para reducir el ya pequeño peso relativo de Europa en el pastel total de la ‘carbon footprint’ (tabla 1 arriba). Un coste de oportunidad que, creemos, Europa no se puede permitir, sobre todo cuando Estados Unidos y Asia, con China a la cabeza, se mueven claramente en otra dirección.

**Figura 2. Consumo de energía mundial según fuente**



Fuente: Our World in Data (2022), citado en Agnese y Ríos (2024).

El siguiente punto discutido por el informe Draghi resalta la importancia de incrementar la seguridad del entorno europeo, así como lo imperativo de reducir las dependencias externas, sobre todo en materias primas, energía, y tecnología (parte A, p.50-57). Probablemente sea el apartado de mayor importancia tratado por ambos informes, no solo por lo realista sino también por las aristas que abre. Se destaca aquí lo poco que están invirtiendo los estados miembros en materia de defensa, en un contexto que no es precisamente el de paz y armonía entre los pueblos, y ante la perspectiva de una menor participación

<sup>4</sup> Del otro lado del Atlántico la administración Trump, de manera más firme y explícita, prepara la creación de un fondo de reserva estratégico btc, por el cual se estima llevar a cabo la compra de unas 200,000 btc al año durante los próximos 5 años, hasta alcanzar un 5% de la oferta disponible (esto es, un

de Estados Unidos en su rol de “policía del mundo” en la próxima administración Trump. La cooperación y la coordinación son claves en este punto, a efectos de mitigar los efectos asociados a la menor dependencia externa y los costes adicionales en defensa.

Se discute a continuación la escasa financiación de inversiones con especial foco en la innovación (parte A, p.59-62). Según el informe, la principal causa de la pobre financiación reside en la fragmentación de los mercados de capitales, lo que impide el flujo de ahorros hacia dichos mercados. Además, prosigue el informe, la UE se apoya considerablemente en la banca tradicional, la cual no es la mejor opción para financiar proyectos de innovación; al tiempo que la actitud de la UE, tal y como está reflejada en sus presupuestos, resulta demasiado “conservadora” para el riesgo que representa este tipo de inversiones. Se propone aquí la emisión de un “common safe asset” (activo común y seguro), que sirva como unidad de cuenta para el mercado de bonos y derivados, que sirva también como colateral, y que provea de liquidez tanto a los inversores como a las familias en el entorno de incertidumbre actual.

Debemos llamar la atención aquí sobre varios puntos: primero, no se desvela en ningún momento (tanto en la parte A como B del informe) qué activo se tiene en mente, ni siquiera su naturaleza (¿física? ¿virtual?); segundo, no se comenta sobre el auge de las “cripto” como herramienta financiera y el rol dominante de la bitcoin (btc) en particular<sup>4</sup>; y tercero, no se hace referencia a la disrupción generada por el sector de-fi como potencial fuente de financiamiento, esto es, de las finanzas descentralizadas, con la blockchain como catalizador de un cambio de paradigma financiero. No resultan sorprendidas estas omisiones, ya que son soluciones de naturaleza descentralizada, y contrarias por tanto al paradigma europeo de centralización y planificación o dirección económica.

Por último, el informe cierra con una discusión sobre aspectos relacionados con la gobernanza actual de la UE (parte A, p.63-65) y la necesidad de fortalecer y actualizar su configuración institucional. Se propone aquí la creación de un marco de coordinación de competitividad a efectos

millón sobre el total de 20 millones “minados”, aproximadamente a la fecha). A diferencia de las CBDCs, esta posición resulta más consistente con un posible cambio de paradigma monetario.

de potenciar la coordinación en áreas prioritarias, lo cual tendrá que venir de la mano de una consolidación de sus recursos presupuestarios. Si bien se tiene la impresión de que esto acarreará un mayor gasto burocrático, el autor no se olvida de destacar la necesidad de un mayor “autocontrol” y de un mayor rigor a la hora aplicar el

principio de subsidiaridad europeo. Como corolario, se hace un llamado a la reducción de la burocracia para evitar una pérdida de competitividad aún mayor de las empresas europeas, sobre todo de aquellas que se ven más afectadas, esto es, las medianas y pequeñas.

## 4. Algunas observaciones finales (...y críticas)

Hemos aceptado el reto de ofrecer una mirada crítica de estos informes asumiendo, claro está, un poco de saludable escepticismo y, por qué no, una pequeña dosis de ironía. La primera observación que se desprende es que estos informes prueban, una vez más, el abismo que separa a los burócratas y tecnócratas (bien intencionados, sin dudas) de los europeos de a pie.

Un estudio de 2023 publicado por la Comisión Europea (European Commission, Standard Eurobarometer 98), que recoge la opinión de 27,000 ciudadanos europeos sobre los dos problemas más importantes a que se enfrenta la UE, resulta consistente con nuestra observación anterior. Las tres respuestas con mayor peso fueron: 1) la inflación y el coste de vida (32%); 2) la situación internacional (28%); y 3) la oferta energética (26%); que si bien ocupan su espacio en ambos informes, no se encuentran entre sus prioridades principales. Le siguen luego: 4) el cambio climático (20%); 5) la situación económica (18%); 6) la inmigración (17%); y 7) las finanzas públicas de los estados miembros (14%); entre las respuestas más destacadas (sobre un total de 14 posibles). El “cambio climático” parece ser un tema de segundo orden entre la población (a pesar de su publicidad omnipresente y nada subliminal, articulados de manera colorida en los ODS), que casi comparte estatus con la inmigración; esta última, sin embargo, es virtualmente omitida de ambos informes, junto con la amenaza terrorista, un tema altamente correlacionado con el anterior.

La tabla 2 muestra una selección de palabras clave y el número de menciones en ambos informes. La selección, si bien arbitraria, intenta ser consistente con las respuestas mencionadas en el estudio discutido en el párrafo anterior. La tabla evidencia un gran sesgo hacia temas relacionados con la sostenibilidad, la transición, y la descarbonización, mientras que otros temas de mayor o igual calado aparecen, bien de una manera marginal o bien se omiten por completo; ejemplos de ello son la inflación, la deuda, la oferta energética, o la inmigración. Además, cabe destacar que, si bien el rol de China como

protagonista en el escenario mundial es innegable, resultan un tanto discordantes las escasas menciones a los Estados Unidos, su competidor inmediato y aliado natural de Europa en occidente.

**Tabla 2. Menciones a palabras clave en ambos informes (selección)**

Palabra clave	Informe:		Total
	Letta (147 pp.)	Draghi (A, 69 pp.)	
Sostenible/-bilidad	218	24	242
“Limpia”	43	60	103
“Verde”	81	7	88
Transición	65	14	79
Descarbonización	9	67	76
Clima	30	13	43
Renovable/-s	19	16	35
Emisión/-es	9	18	27
Cambio climático	13	1	14
China	12	54	66
Rusia-(Ucrania)	4 (20)	10 (7)	14 (27)
Estados Unidos	4	2	6
Digitalización	12	13	25
Demografía	10	3	13
Deuda	4	8	12
Inflación/-ario	6	3	9
Desempleo	3	1	4
Oferta energética	2	0	2
Finanzas públicas	0	2	2
Inmigración-(migración)	0 (7)	0 (3)	0 (10)
Cripto/bitcoin/blockchain	0	0	0
Terrorismo	0	0	0

Fuente: Elaboración propia basada en los informes Letta (2024) y Draghi (parte A, 2024).

No podemos dejar de pensar, por tanto, y a modo de segunda observación, que tal sesgo se debe a un sesgo ideológico por parte de los autores, que por supuesto todos tenemos, pero que deberían dejarse de lado al delinear una base común donde todos los europeos puedan sentirse identificados. Baste recordar que ambos

autores se identifican claramente con la izquierda europea, uno (Letta), candidato del partido principal de izquierdas y perdedor de las últimas elecciones en Italia, y el otro (Draghi), tecnócrata institucional de prestigio pero que sólo ha sido elegido por sus pares inmediatos. Pensar que estos informes representan un claro consenso europeo, en vistas de un cambio de paradigma político internacional, es quizá estirar mucho nuestra capacidad imaginativa.<sup>5</sup>

¿Pero qué decir de las fortalezas europeas que este endeble consenso institucional viene sugiriendo desde hace tiempo, que podrían resumirse en la idea de un mercado único, tanto de bienes como de capitales? Es cierto que la idea es, en principio, atractiva y aparentemente impermeable a toda crítica, ya que supone remover obstáculos y fronteras en pos de la eficiencia económica. Sin embargo, y como en todo lo relacionado con temas de política económica, resulta necesario preguntarse sobre los posibles trade-offs. Si bien es cierto que la evidencia empírica es robusta en cuanto a los beneficios de estos acuerdos, y en particular esto es así para Europa—en la forma de mayor comercio interno, beneficios para los consumidores, y mayor crecimiento económico—también es cierto que los costes, si bien menores, no resultan triviales en el contexto actual.

Entre los efectos negativos podríamos destacar, un menor comercio externo ('trade diversion'), donde las importaciones baratas son sustituidas por bienes locales más caros como consecuencia de aranceles a la importación; un mayor flujo migratorio (legal e ilegal) de países de bajos ingresos cuyo comercio se viera bloqueado por estos aranceles europeos; un deterioro en las relaciones comerciales con estados no miembros, dando lugar a políticas arancelarias de similar naturaleza en aquellos países; un gran problema de armonización legal, impositiva, y de regulación financiera (especialmente importante para la integración del mercado de capitales); y un impacto desigual entre los países miembros, en donde las economías más grandes y competitivas tienden a ganar de manera desproporcionada (e.g. Alemania frente a economías del sur y el este de Europa).

<sup>5</sup> No resultan por tanto curiosas las palabras conmemorativas y dedicatoria por parte de Letta a otro socialista, y figura central en la configuración de la UE en sus primeros años de existencia, Jacques Delors.

La pregunta, por tanto, que las autoridades europeas deberían de plantearse es: ¿cómo calibrar las políticas comunes maximizando los beneficios **comunes**, o bien minimizando sus costes? Pero ¿hasta qué punto es esto posible dada la heterogeneidad europea? ¿Cuáles deberían de ser las prioridades? Resulta muy fácil elevar una crítica, pero no tanto proponer medidas que se ajusten a toda Europa. Siendo consistentes con lo trazado hasta aquí, y a rasgos generales<sup>6</sup>, es la opinión del autor que Europa ganaría mucho si empezara por reducir el tamaño de los estados miembros, incluso en el ámbito institucional europeo. Esto es, una reducción drástica del gasto público, de los impuestos, de los subsidios, y de los aranceles a las importaciones, lo cual redundaría en una menor presión inflacionaria, una reducción de la burocracia, una menor interferencia con los mecanismos de mercado, una asignación más eficiente de recursos, una mayor atracción de capital extranjero, y un desincentivo a la inmigración irregular. Este podría ser un buen punto de partida, dado el aparente cambio de paradigma signado por las recientes elecciones americanas y el fenómeno Milei en Argentina.

Paradójicamente, esta simplificación en las reglas del juego podría dar lugar a una simplificación en los esfuerzos de integración en el mercado de capitales; la cual se vería reforzada por una mayor confianza de los principales actores económicos, una vez se comience a percibir una voluntad política consistente con este cambio. Además, sería preferible mantener una política monetaria basada en reglas claras (y no discrecionales), al tiempo que se abre el debate en torno al mundo cripto y de las finanzas descentralizadas (de-fi), lo cual enviaría un mensaje inequívoco a los mercados sobre la voluntad de Europa de ser un actor activo (o proactivo) y flexible. Ciertamente, otra señal que debería de transmitir Europa con mayor énfasis es la de su compromiso con los valores de occidente, lo cual debería de ser refrendado por un acercamiento a aliados estratégicos, como los Estados Unidos, que comparten dichos valores.

Como última observación cabría preguntarse si creemos aún en la soberanía de los países, ya que, si esto es así, pues tendrán diferentes cosas que ofrecer al mercado, y por tanto tendrán que competir haciendo gala de sus

<sup>6</sup> El presente artículo no se ofrece como una propuesta detallada para Europa, sino más bien como un intento de disipar la idea de un consenso europeo sin fisuras ni necesidad de autocritica.

ventajas comparativas; incluso aquellas vinculadas con sus atractivas condiciones fiscales, llegado el caso. El mercado único, con su armonización de criterios, no debería de representar por tanto un obstáculo a la hora de competir con “los de afuera”, ni tampoco debería de ser un corsé institucional que socave las soberanías de los países miembros. Por otro lado, creemos que las energías tradicionales (petróleo, gas, carbón), las renovables, y las nuevas tecnologías pueden y deben coexistir<sup>7</sup>, dado el contexto de incertidumbre y de cambios vertiginosos que condicionan año a año la oferta energética y, por tanto, la realidad económica de los países.

Imponer de manera centralizada ciertas políticas, como sugieren ambos informes, sobre todo cuando no se tienen en cuenta (o bien se minimizan) los potenciales trade-offs, sería equivalente a cerrar los ojos a la realidad que nos rodea, y acabar pagando un gran coste real y de oportunidad que, en el estado de rezago actual, podría suponer el último clavo en el cajón europeo. Es decir, el “mercado único” debería de ser un acuerdo de mínimos bajo un paraguas cultural común, con cierto espacio para la coordinación en temas como la defensa y la inmigración.

<sup>7</sup> De hecho, el crecimiento esperado de la demanda de energía en el futuro próximo, cuando países emergentes de Asia y África acaben por despertar, nos hace suponer que *todas* las energías serán necesarias para facilitar el

efecto ‘catch up’ de estos países respecto de los de mayores ingresos. Ver las numerosas referencias científicas en Agnese y Ríos (2024).

## 5. Bibliografía

- Agnese, P., & Ríos, F. Spillover effects of energy transition metals in Chile, Energy Economics 134, June 2024, 107589.
- Brookings Institution, 2022: <https://www.brookings.edu/articles/the-coming-of-age-of-sustainability-disclosure-how-do-rules-differ-between-the-us-and-the-eu/>
- Draghi, M. The future of European competitiveness, part A: A competitiveness strategy for Europe, & B: In-depth analysis and recommendations. European Commission, September 2024.
- European Commission, Standard Eurobarometer 98, - Winter 2022-2023: <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2872>  
<https://www.statista.com/statistics/1220875/public-opinion-of-important-issues-facing-europeans/>
- European Innovation Scoreboard 2023: [https://research-and-innovation.ec.europa.eu/knowledge-publications-tools-and-data/publications/all-publications/european-innovation-scoreboard-2023\\_en](https://research-and-innovation.ec.europa.eu/knowledge-publications-tools-and-data/publications/all-publications/european-innovation-scoreboard-2023_en)
- Eurostat GDP Data: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq\\_10\\_gdp/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq_10_gdp/default/table?lang=en)
- IMF World Economic Outlook, 2024: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2024/10/22/world-economic-outlook-october-2024>
- Letta, E. Much more than a market - Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens. EU Council and Commission, April 2024.
- OECD Tax Revenue Database: <https://data-explorer.oecd.org>
- Thomson Reuters ESG Regulatory Analysis, 2024 State of Corporate ESG report. <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/esg/corporate-esg-report-2024/>
- World Bank Competitiveness Reports: <https://www.worldbank.org/en/topic/competitiveness/overview>

## 6. Sobre el autor<sup>8</sup>

Pablo Agnese (PhD) es profesor de economía en UIC Barcelona (España) desde 2015 y Research Fellow en el IZA Bonn (Alemania) desde 2014. Previo a ello se desempeñó como profesor visitante en la FH Düsseldorf (Alemania), como profesor adjunto en la Universitat Pompeu Fabra (España), y como asistente de investigación en el IESE Business School (España). También ha impartido clases en ESADE (España) y la UADE (Argentina). Actualmente presenta el podcast Be Finance de la Barcelona Finance School, sobre nuevas tendencias financieras.

<sup>8</sup> Las opiniones volcadas en el presente artículo son responsabilidad exclusiva del autor, quien además agradece las observaciones del Comité

Editorial del ODF y, especialmente, los comentarios constructivos de un referee anónimo.

## Otras publicaciones ODF

Ene	2025	DT	How similar is the Chinese economy to that of Japan after the bubble burst?	Alicia García Herrero
Nov	2024	DT	Resolving sovereign in the era of geopolitical tensions	Sergi Lanau
Oct	2024	DT	Shadow Banking: current Headaches, Old Problems?	David Ramos Muñoz
Set	2024	DT	Situación actual de los NFTs y del Metaverso	Joaquim Matinero Tor
Set	2024	NT	La macroeconomía argentina y los primeros días del experimento anarcocapitalista del presidente Milei	Alejandro D. Jacobo
Jul	2024	DT	Principales instrumentos públicos para financiar la innovación de las empresas	Víctor Cruz Salgado y Miguel Carretero Rodríguez
May	2024	DT	El negocio de adquisición de pagos: evolución reciente y desarrollos de futuro	Víctor Cruz Salgado y Miguel Carretero Rodríguez
Abril	2024	NT	<i>Spin-offs</i> , características y el impacto de la deuda en este tipo de oportunidades	Joan Anglada Salarich
Mar	2024	NT	Situación de la regulación de la prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo en el marco de los criptoactivos	Macarena López Martínez
Feb	2024	DT	Riesgo climático. De los conceptos básicos al uso de escenarios NGFS	Vicente Bouza Álvarez
Dic	2023	DT	Making Biodiversity Material in Financial Decision-Making	Mark Halle
Nov	2023	NT	El mercado de la vivienda mundial: ¿Una nueva burbuja inmobiliaria?	José María Raya
May	2023	DT	El <i>direct lending</i> : Una alternativa creciente en la financiación a empresas	Albert Gumà, Ramiro Lama y Eloi Noya
Abr	2023	DT	Los mercados energéticos en España y Europa	Roger Medina Juidías
Mar	2023	DT	La tecnología cuantitativa de los roboadvisors	Gerard Albà Soler y Arnau Via Martínez-Seara
Ene	2023	DT	Business Angels: Creadores de Valor de impacto en el ecosistema emprendedor	Juan Álvarez de Lara
Dic	2022	NT	El papel del Sistema de Derechos de Emisión en la transición a la Neutralidad climática	Luis Antonio Galiano Bastarrica
Dic	2022	DT	Las divisas digitales de los Bancos Centrales: En los albores de un sistema financiero digital	Fernando Rojas Traverso y Francisco del Olmo García
Nov	2022	NT	Efectos de la tokenización de activos para los mercados financieros	Carlos de Fuenmayor
Oct	2022	NT	Comptabilitat per la sostenibilitat: Aplicació pràctica d'un ràting ESG	Josep Maria Caselles, Jaume Gené y Jordi Martí
Jul	2022	DT	Instrumentos financieros vinculados a la inflación y su uso para la cobertura de riesgos	Francisco José Alcalá Vicente
Jun	2022	DT	La descarbonización del sistema energético global. Enseñanzas de los escenarios del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático	José M <sup>o</sup> Martín-Moreno y Jorge Blázquez
Mar	2022	DT	Crisis económica COVID'19: Elementos diferenciales. Una especial consideración a la política monetaria y su impacto en los mercados financieros	David Cano Martínez
Mar	2022	DT	Retos y oportunidades del estrés climático de la banca europea	Francisco del Olmo García y Fernando Rojas Traverso
Feb	2022	NT	Criptoactivos: un nuevo activo de inversión	Carlos de Fuenmayor
Dic	2021	DT	Bonos contingentes convertibles (Coco): de Basilea III a la transición sostenible	Arturo Zamarriego Muñoz
Nov	2021	NT	Special Purpose Acquisition Company (SPAC)	Carlos de Fuenmayor

Oct	2021	DT	Sostenibilidad de la deuda: geometría y límites difusos	Daniel Suárez Montes
Set	2021	NT	Bonos Sociales: Financiando la equidad	Julián Romero Zarco
Set	2021	DT	El imprescindible papel de las agencias de <i>Rating</i> en el viraje hacia la sostenibilidad	Antonio Madera del Pozo
Jul	2021	NT	Measuring and targeting systemic cyclical risks – the Countercyclical Capital Buffer	Sofía Velasco
Jun	2021	NT	El Sandbox regulatori: ¿Es una oportunitat d'apropar el sector al regulador mitjançant la digitalització?	Pablo Domenech
May	2021	DT	Comportament diferencial en mercats de capital d'empreses sostenibles. Una mirada a les empreses emisoras de bons verds	Jorge Sanz González
Abr	2021	NT	Carteres òptimes alternatives a la de mínima volatilitat de Markowitz	Laura Valls Sanchis
Feb	2021	DT	Megatendències i temàtiques en carteres de renda variable	David Cano y Francisco Lomba
Feb	2021	DT	Riscos relacionats amb el clima i mediambientals: una introducció a les expectatives supervisors i al risc	Arturo Fraile Izquierdo
Nov	2020	NT	Nuevos indicadores económicos para una nueva era	Diego Isabel La Moneda
Oct	2020	NT	Aspectos legales de las ISR a las entidades de capital de riesgo	Alex Plana Paluzie
Jul	2020	NT	Dark Pools and High Frequency Trading: A Brief Note	Anna Bayona
Jun	2020	DT	Los emisores soberanos ante la revolución sostenible	Andrés Alonso
Jun	2020	NT	El impuesto español sobre transacciones financieras, una medida alejada de la Tasa Tobin	Jordi Pey Nadal
May	2020	DT	¿Cómo valorar una <i>start-up</i> y qué métodos de valoración son más adecuados?	Roger Martí Bosch
Mar	2020	NT	Libra: ¿La moneda que puede cambiar el futuro del dinero?	Miguel otero Iglesias
Dic	2019	NT	¿Cómo puede un inversor particular implementar una estrategia sencilla y barata en factores? ¿Qué puede esperar de ella?	Ferran Capella Martínez
Dic	2019	DT	Una nota sobre la valoración de <i>cross currency swaps</i>	Lluís Navarro i Girbés
Nov	2019	DT	Criptoactivos: naturaleza, regulación y perspectivas	Víctor Rodríguez Quejido
Oct	2019	NT	¿Qué valor aportan al asesoramiento financiero los principales <i>insights</i> puestos de manifiesto por la <i>behavioral economics</i> ?	Óscar de la Mata Guerrero
Jul	2019	NT	El MARF y su positivo impacto en el mercado financiero actual	Aitor Sanjuan Sanz
Jun	2019	NT	Las STO: ¿puede una empresa financiarse emitiendo tokens de forma regulada?	Xavier Foz Giralt
Abr	2019	NT	Criterios de selección para formar una cartera de inversión basada en empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	Joan Anglada Salarich
Mar	2019	DT	Limitaciones del <i>blockchain</i> en contratación y propiedad	Benito Arruñada
Feb	2019	NT	MREL y las nuevas reglas de juego para la resolución de entidades bancarias	Francisco de Borja Lamas Peña
Dic	2018	DT	Principios éticos en el mundo financiero	Antonio Argandoña y Luis Torras
Nov	2018	NT	Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los <<robo advisors>>	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	La Crisis Financiera 2007-2017	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017	Marc Montemar Parejo y Helena Benito Mundet

Jul	2018	NT	Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las las empresas españolas	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	Las SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	La Segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	"Factor investing", el nuevo paradigma de la inversión	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión	Eloi Noya
Oct	2017	NT	Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales	Alex Bardají
Set	2017	NT	El proceso de fundrasing: Como atraer inversores para tu Startup	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez	Josep Bayarri Pitchot
May	2017	NT	Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entono económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M <sup>o</sup> Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruca y Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación es España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
Oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés

Sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
Mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
Dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
Nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
Sep	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
May	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
Abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
Abr	2013	NT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
Feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
Nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M.Domènech
Oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
Sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
Jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
Abr	2012	NT	Los entesijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
Mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon y Lina Salou
Dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	Mª Ángeles Fernández Izquierdo
Dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrin y Olga del Orden
Oct	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
May	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
Dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿Cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas y Marcelo Leporati
Nov	2010	NT	Cuando las ventajas de TIPS son superada por las desventajas: el caso argentino	M. Belén Guercio
Oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
Jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
Mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
Feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M. Elisa Escolà y Juan Carlos Giménez
Feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
Ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
Ene	2010	DT	La morosidad de banco y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent

---

Nov	2009	DT	Análisis del TED spread la trascendencia del riesgo de liquidez	Raúl Martínez Buixeda
-----	------	----	---	-----------------------

---