

Reabsorción de desequilibrios financieros y resiliencia de la economía española 2008-2024: una visión a largo plazo

Josep Oliver, européG

Policy Brief núm. 20

Septiembre, 2024

ISSN 2014-7457

En 2023, la Comisión Europea continuaba situando a España entre los países de la Unión con desequilibrios macroeconómicos excesivos, aunque el énfasis sobre su gravedad se ha ido reduciendo. En lo tocante a los aspectos críticos del saldo por cuenta corriente o el endeudamiento neto exterior, por ejemplo, en 2023 la Comisión centraba su análisis en los problemas de países con PII excesivamente negativas (Grecia, Chipre, Portugal, Hungría, Letonia, Lituania y Eslovaquia) sin referirse ya a España (EC, 2023h). Una ausencia que refleja cómo, a partir de 2021, han continuado manteniendo los superávits exteriores y las tendencias de desapalancamiento iniciadas hace ya más de una década. En suma, en mayo de 2024 se ha consolidado una cierta normalidad en lo tocante a los excesos de deuda interna y exterior que ayuda a comprender la resistencia de la economía a los choques experimentados desde 2020. No obstante, esta mejora es, parcialmente, asimétrica porque frente a la reducción de la deuda privada ha emergido un elevado endeudamiento público, al tiempo que tanto el endeudamiento interior como el exterior tienen todavía que reducirse.

Tras la pandemia, los efectos de la inflación y la respuesta del BCE, ¿dónde se sitúan hoy los desequilibrios de deuda? Y, lo que es más importante, ¿pueden considerarse superados? Este *Policy Brief* intenta responder estas preguntas, y continúa otros anteriores en los que se habían analizado las razones del aumento de las ratios de deuda de los distintos sectores del país hasta 2010 y su lenta disminución desde entonces (EuropeG, 2012; 2014 y 2016; Oliver, 2022).

El texto se estructura como sigue. El primer apartado ubica el período pos-COVID en el contexto del apoyo prestado por la Comisión Europea y, en particular, por el BCE (1. Resiliencia macroeconómica a los choques 2020-2023: el soporte del BCE y de las ayudas europeas).

Además, dado el papel cardinal del sistema financiero en la generación y superación de la crisis de deuda 2008-2012, ha parecido oportuno efectuar un análisis específico de algunos aspectos de su dinámica y, en particular, la notable contracción de su tamaño, la reducción del endeudamiento exterior y la mejora en la calidad de sus activos, aspectos que son objeto del segundo punto (2. Cambios en el balance del sector financiero la última década). A continuación, se revisan las modificaciones en el comportamiento de hogares y SNF y su traducción en una insólita, por elevada, capacidad de financiación del sector privado no financiero, a la que hay que sumar la de las instituciones financieras; conjuntamente, han permitido más que compensar los elevados déficits públicos, e incluso transferir excedentes al resto del mundo (3. Flujos financieros internos y saldo exterior 2014-2023). Los dos apartados siguientes traducen el impacto de los flujos financieros de los distintos agentes en su endeudamiento (4. ¿Retorno del sector privado a ratios de deuda previos al euro?) y, en particular, en el cambio en la posición deudora de España con el resto del mundo (5. Avances notables pero insuficientes en la reducción del endeudamiento neto exterior), mientras el sexto (6. Aumento de la deuda pública y perspectivas a medio plazo) efectúa unas breves consideraciones sobre la situación actual y el posible futuro del endeudamiento público. Unas conclusiones finales cierran el trabajo.

Dadas las relaciones entre endeudamiento y relevantes aspectos macroeconómicos, hay que indicar que muchos de los más significativos no se tratan aquí, aunque parcialmente se haga referencia a ellos. Entre los más substantivos cabe citar las modificaciones en la estructura de la oferta, los cambios en la función de consumo e inversión de los hogares, los que explican la menor inversión de las SNF y el auge de su ahorro, el papel del mercado inmobiliario y su financiación, la

dinámica del empleo, productividad y costes laborales unitarios, la transformación en las funciones de exportación e importación o el impacto de la inmigración en el crecimiento del país. Salvo indicación en contrario, hay que advertir que los stocks de activos o pasivos de un ejercicio se refieren siempre a su cuarto trimestre.

1. Resiliencia macroeconómica a los choques 2020-2023: el soporte del BCE y de las ayudas europeas

La dinámica de la economía española tras los choques de la pandemia, los efectos inflacionarios y recesivos de la guerra de Ucrania, y el endurecimiento de la política monetaria (2022-2023) no puede comprenderse sin la extraordinaria intervención del BCE a partir de 2014-2015 y las ayudas, directas e indirectas, de la Comisión (2020-2023). Por ello, a continuación se sintetizan los principales rasgos de la actuación del BCE en aquellos ejercicios y, en particular para España, sus efectos sobre financiación de las AA. PP., liquidez de la banca y disponibilidad de crédito privado para, a continuación, ofrecer algunas reflexiones sobre las ayudas europeas.

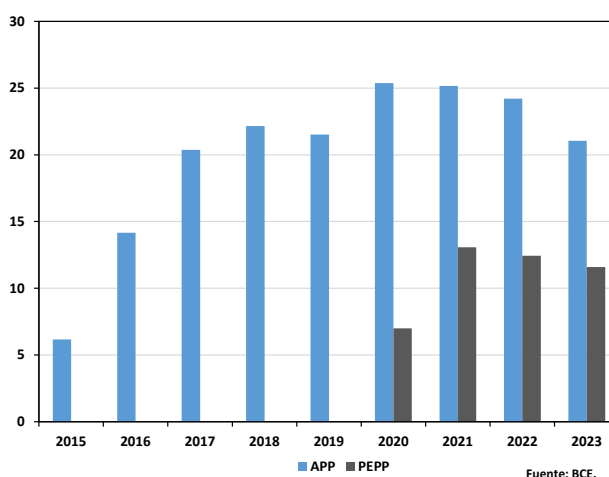
1.1. El BCE 2014-2024: de la laxitud monetaria a su parcial endurecimiento

La política monetaria instrumentada desde mediados de la pasada década se articuló, en lo fundamental y junto a la *forward guidance*, en tres grandes ámbitos: tipos de interés reales, e incluso nominales, negativos; abundante, y particularmente barata, liquidez a largo plazo a la banca; y muy importantes compras de deuda, básicamente pública (*quantitative easing*). Con respecto a los tipos de interés, el rasgo que los definió la pasada década fue su sustancial reducción y su mantenimiento en valores nulos, o negativos, un largo período (hasta julio de 2022). Medidos aquellos por los de la facilidad MRO, entre octubre de 2008 y marzo de 2016 se contrajeron del 3,75 % al 0,0 %, una disminución que reflejaba las dificultades de recuperación de la UEM, la necesidad de facilitar el acceso a la refinanciación de los sectores públicos y/o favorecer el desapalancamiento de los sectores privados del sur o los riesgos de deflación. Se trataba de tipos negativos en términos reales (la inflación media 2014-2021 de la eurozona fue del 1,0 %) que se acentuaron en la facilidad de depósito, situados en torno del -0,5 % entre septiembre de 2019 y julio de 2022. Pese a estos reducidos valores, el BCE se vio obligado a mantenerlos hasta que las alzas de precios

obligaron, en verano de 2022, a abandonar esta expansiva política monetaria.

A ello hay que añadir, a partir de 2014 y hasta otoño de 2022, la concesión de crédito a tres años a la banca a tipos de interés muy reducidos, o incluso negativos también nominalmente. Siguiendo la experiencia de los LTRO de finales de 2011 y principios de 2012, estas operaciones se iniciaron en junio de 2014 con las TLTRO, a las que siguieron otras acciones en marzo de 2016 y, a partir de septiembre de 2019, con las operaciones trimestrales de las TLTRO III (un total de 10), a las que se añadieron, para hacer frente a la COVID, las PELTRO (marzo de 2020), a tipos de interés nominales negativos (-0,25 %). En conjunto, el volumen concedido por estas operaciones crediticias a largo plazo experimentó un aumento muy fuerte: entre diciembre de 2014 y el máximo de julio de 2021 pasaron de un saldo de 430 mm a los 2.217 mm de euros, e incrementaron su peso desde algo más del 4 % a cerca del 18 % del PIB de la UEM.

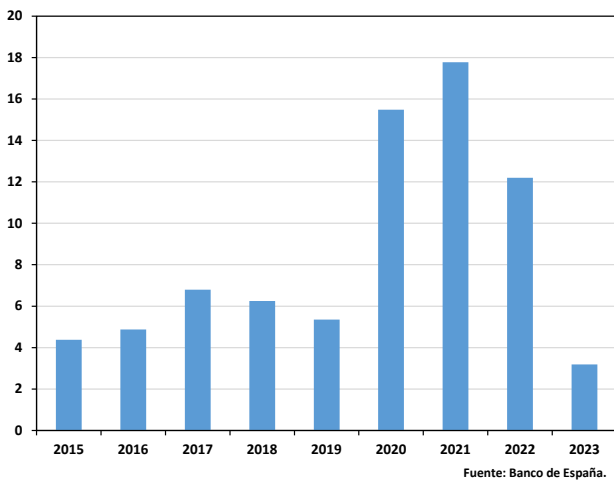
Gráfico 1. Intervención del BCE: compra de bonos en APP y PEPP (% del PIB) 2015-2023



Finalmente, el tercer ámbito de actividad del BCE trajo la continuidad de los programas de compra de activos en vigor al estallar la pandemia (APP), a los que se añadió el creado en marzo de 2020 (PEPP), al tiempo que se diseñaba el TPI para contener las primas de riesgo de algunos países del sur. Con ello, en junio de 2022 el Eurosistema acumulaba en su balance compras de bonos por un importe próximo a 4,9 billones de euros (3,3 billones en APP y 1,6 billones del PEPP), en conjunto más del 38 % del PIB de la UEM. Sumando compras de deuda y créditos TLTRO, el balance del Eurosistema por ambas operaciones de política monetaria se elevó extraordinariamente entre 2015 y junio de 2022, desde casi el 12 % inicial a más del 55 % del PIB conjunto de la eurozona.

Esa política expansiva se tradujo en notables alzas en las cotizaciones de bonos y caídas en tipos de interés, evidentes en las rentabilidades ofrecidas por la deuda pública en todos sus plazos y jurisdicciones. Esa burbuja en los títulos de renta fija se trasladó inevitablemente a la financiación privada, con señales de sobrecalentamiento en mercados reales (inversión inmobiliaria, tanto residencial como no residencial) o financieros. Así, en el ámbito de la deuda pública, en algunos países como Alemania la soberana a 10 años (el bund) exhibió rentabilidades negativas, al tiempo que se facilitó a otros una financiación particularmente barata (por ejemplo, para Italia para la deuda pública a 10 años se situó en un coste medio del 2,0 % en 2014-2022, lo que permitió mantener, pese a sus cambios políticos, modestas primas de riesgo). Por su parte, en el mercado residencial, los precios de la vivienda desplegaron una marcada tendencia alcista: entre 2016 y 2022, y tras un largo período de crecimientos nulos o negativos, en Alemania aumentaron un tórrido 7,6 % anual, mientras que para el conjunto de la UEM su avance fue de un notable 5,5 % por año.

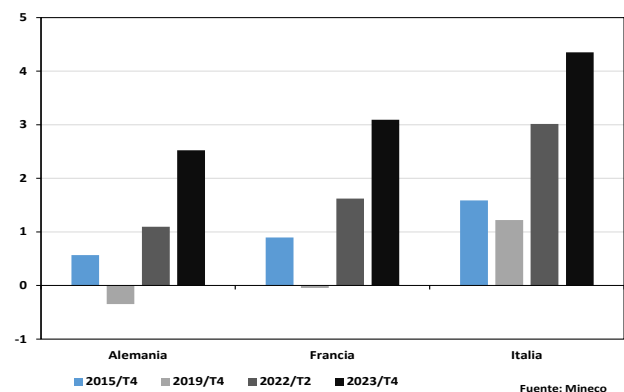
Gráfico 2. Intervención del BCE: crédito a largo plazo del Eurosistema 2015-2023 (% del PIB)



Esta política tan expansiva se alteró radicalmente a partir del verano de 2022, aunque para las compras de activos ya se habían adoptado medidas de reducción unos meses antes. El detonante fue, lógicamente, la fuerte alza de precios en la UEM (entre julio de 2021 y de 2022, el HICP pasó de un aumento anual del 2,2 % al 8,9 %), un incremento al que el BCE respondió con un muy rápido, e intenso, endurecimiento monetario: desde el verano del 2022, el MRO se incrementó en 10 ocasiones, hasta el máximo del 4,5 % alcanzado en septiembre de 2023.

Inevitablemente, los efectos de esa restrictiva política monetaria han revertido las burbujas creadas, particularmente a través de la disminución de la percepción del riesgo (Bekaert *et al.*, 2010 y 2023), muy evidentes en precios de la deuda pública, riqueza inmobiliaria (Dieckelmann *et al.*, 2023) o crédito al sector privado. Así, en lo tocante a los primeros, se tradujo en un rápido aumento de las rentabilidades: por ejemplo, entre diciembre de 2021 y diciembre de 2023, el bund alemán a 10 años las incrementó sustancialmente (del -0,3 % al 2,1 %), al igual que lo hizo en Francia (del 0,0 % al 2,6 %) o en Italia (del 1,0 % al 4,1 %), que generaron pérdidas, potenciales o reales, en las carteras de inversores institucionales, como se evidenció en 2023 con los quebrantos en bancos regionales norteamericanos. Por su parte, en el ámbito inmobiliario residencial, los precios de la vivienda comenzaron a desplomarse: frente a las notables alzas anteriores, a finales de 2023 los de Alemania acumulaban una contracción del -7,1 % anual, que se añadía a una corrección del conjunto del área del euro del -1,1 %, la primera caída desde 2014. También en el *commercial real estate* la situación se deterioró sensiblemente (Ryan *et al.*, 2022; ESRB, 2023), con pérdidas en verano de 2023 próximas al 40 % tanto en la zona euro como fuera de ella (particularmente, en Suecia). Finalmente, el cambio de la política monetaria también se trasladó a la concesión de crédito al sector privado: a partir del segundo trimestre de 2022, las condiciones para su obtención por hogares y SNF se endurecieron, lo que se reflejó en un descenso del crédito y moderados incrementos en NPL, y préstamos en vigilancia especial en algunos ámbitos (hogares y ciertos subsectores productivos).

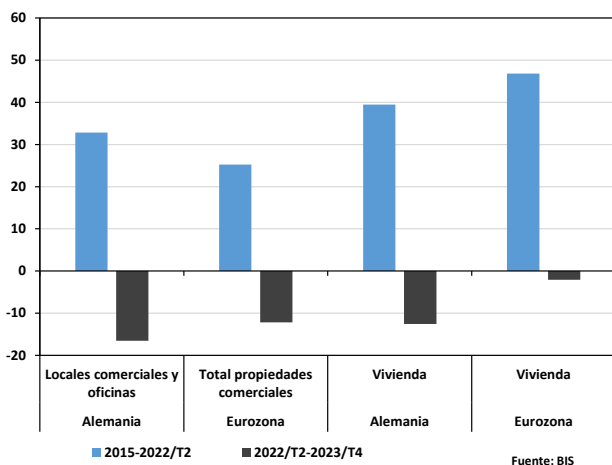
Gráfico 3. Tipos de interés de la deuda pública a 10 años de Alemania, Francia e Italia. 2015/T4, 2019/T4, 2022/T2 y 2023/T4



Pero el endurecimiento de las condiciones monetarias no se circunscribió a los tipos de interés de las distintas facilidades del BCE. Afectó directamente tanto a las

compras de activos como, en particular, al crédito a largo plazo a la banca, que mostró destacables reducciones. En este último caso, y entre julio de 2022 y diciembre de 2022, los saldos de los TLTRO cayeron más del 25 % (de 2.192 mm a 1.639 mm de euros), una disminución que se aceleró rápidamente hasta reducir su stock a unos testimoniales 150 mm de euros en abril de 2024. Por lo que se refiere a las compras de activos, el cambio de la política del BCE comenzó a verse ya en primavera de 2022, cuando se decidió no reinvertir las amortizaciones del programa APP; éstas, tras el máximo acumulado en junio de 2022, cayeron alrededor de un 11 % en abril de 2024 (de 3.265 mm a 2.897 mm de euros), y con expectativas de suave descenso hacia los 2.595 mm que se esperan para finales de 2025; para el PEPP, en diciembre de 2022 también se acordó una reinversión solo parcial, con lo que en abril de 2024 el Eurosistema acumulaba unos 1.714 mm de euros, de los que también se esperaba su estabilización y una moderada reducción hasta los 1.498 mm a finales de 2025 (ECB, 2024b). En conjunto, la política restrictiva del BCE ha sido más agresiva en tipos de interés y de crédito a largo plazo que en la disminución de su abultada cartera de deuda, justamente para no provocar mayores quebrantos en los mercados, en particular en los más endeudados del sur: entre junio de 2022 y abril de 2024, una modesta caída del -7,7 % (de los 4,9 a los 4,6 billones de euros).

Gráfico 4. Consecuencias de la intervención del BCE: precios del *commercial real estate* y de la vivienda en Alemania y la UE. Cambio acumulado 2015-2022/T2 y 2022/T2-2023/T4 (%)



Esos cambios en el balance del BCE por crédito a largo plazo y compra de activos se han traducido en una muy notable reducción del peso de esas operaciones en el PIB de la UEM: entre diciembre de 2021 y diciembre de 2023, desde cerca del 56 % a algo más del 36 %. Reflejando el mayor activismo del BCE que el de otros bancos centrales, la suma de su activo total en 2023

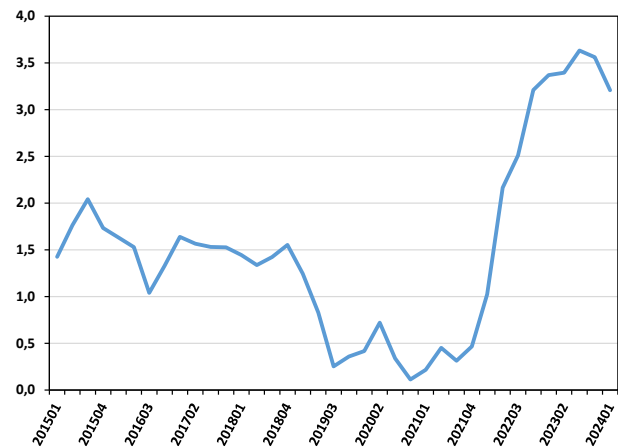
alcanzó el 48 % del PIB de la UEM, un registro ubicado muy por encima del de la Fed (28 % del PIB norteamericano) o del Banco de Inglaterra (35 %), aunque sensiblemente menor que el del Banco del Japón (127 % del PIB).

1.2. Traducción española de las ayudas del BCE y la CE: un apoyo superior a la media de la UEM

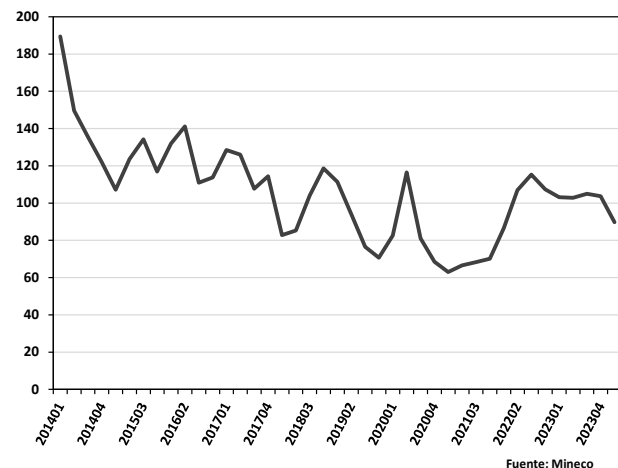
Antes de julio de 2022, la intervención del BCE en España se había expresado en mejoras en la financiación del sector público, liquidez del sistema financiero y recuperación del crédito privado (Escolar e Yribarren, 2021; Aguilar *et al.*, 2024). Por lo que se refiere a la actuación de la UE, el sostén al sector público se reflejó en la suspensión del Pacto por la Estabilidad y Crecimiento, mientras que el apoyo para la mejora de la actividad y/o la superación del choque de la COVID se tradujo en ayudas instrumentadas en los programas SURE o NextGen.

Gráfico 5. Tipos de interés de la deuda soberana española a 10 años y primas de riesgo con el bund alemán, 2014-2024 (% y puntos básicos)

a. Tipo interés deuda soberana española a 10 años (%)



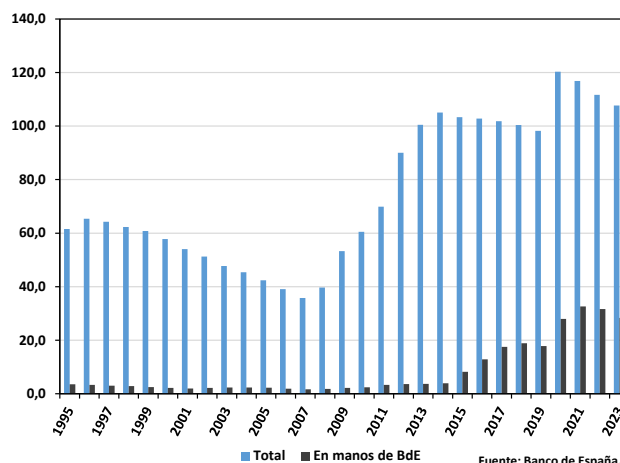
b. Prima de riesgo con el bund alemán



Para las AA. PP., los impactos positivos de la intervención del BCE se manifestaron en la rebaja de tipos de interés de las nuevas emisiones y una creciente absorción de volúmenes no menores de la deuda en circulación. Por lo que se refiere a los primeros, en diciembre de 2021 los de la deuda pública soberana a 10 años alcanzaron un mínimo histórico (0,4133 %), al tiempo que en plazos más cortos (bonos a 3 y 5 años, por ejemplo) las rentabilidades se situaron en registros jamás alcanzados (-0,520 % y -0,375 % en agosto de 2021 respectivamente). A partir de julio de 2022, el alza de tipos del BCE se trasladó a incrementos notables: la deuda soberana española a 10 años en el mercado primario aumentó al 3,616 % (aunque las expectativas bajistas posteriores los situaron en el 3,255 % en abril de 2024); por su parte, las letras a 1 año, que rendían un -0,594 % en diciembre de 2021, elevaron su rentabilidad al 3,449 % en abril de 2024, y el resto de los instrumentos presentaron un perfil similar.

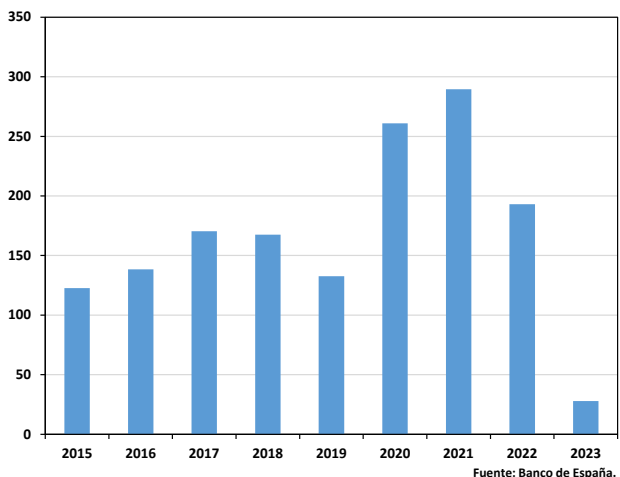
En lo que se refiere a la refinanciación de la deuda pública, a su fuerte alza en 2020 (entre finales de 2019 y de 2020 se elevó del 98,2 % al 120,3 % del PIB) el Eurosistema respondió ampliando sustancialmente las compras de títulos: los valores adquiridos con fines de política monetaria en el balance del Banco de España prácticamente se duplicaron, desde los 332 mm de euros a los 606 mm, lo que implicó pasar de casi el 27 % de 2019 a más del 41 % del PIB de 2023; dado que esas compras solo en parte son valores públicos españoles, de aquel total los representativos de deuda del gobierno se incrementaron de cerca del 18 % a casi el 29 % del PIB (de 223 mm a 419 mm), más de una cuarta parte de la deuda pública en circulación en diciembre de 2023. Esto facilitó los recursos precisos para atender unas necesidades del sector público próximas al 20 % del PIB/año de media 2020-2023 (80 mm/año para atender al déficit y por encima de 200 mm/año para refinanciar deuda). Y, con ello, evitar que los choques económicos experimentados en 2020-2023 se tradujeran en salidas de fondos al exterior, como había sucedido en la crisis financiera (Oliver, 2017; Álvarez *et al.*, 2021), o en aumentos sustanciales de las primas de riesgo. En este contexto, y hasta octubre-noviembre de 2022, estas últimas se mantuvieron en torno a los 110 puntos básicos, con una suave tendencia a la baja a partir de entonces, situándose en los 83 puntos básicos en abril de 2024. Lógicamente, a esa contención también contribuyó, indirectamente, la existencia del TPI.

Gráfico 6. Deuda pública total (% del PIB) y en manos del Banco de España (% del PIB)



Un segundo eje de soporte del BCE a España fue el de la abundante provisión de liquidez al sistema financiero. A finales de 2019, el crédito TLTRO se había situado cerca del 11 % del PIB (133 mm de euros), un registro que en los dos años siguientes continuó avanzando con intensidad hasta alcanzar el máximo en junio de 2021 (291 mm de euros, un 24,9 % del PIB), unos registros que se mantuvieron hasta otoño de 2022. A partir de entonces, y en consonancia con el cambio de la política del BCE, el saldo de ese crédito experimentó una muy sustancial reducción hasta los escasos 2 mm de abril de 2024. En términos de las necesidades de financiación de la banca española, los TLTRO III pasaron de aportar cerca del 6 % del pasivo exigible en 2019 (efectivo y depósitos, y valores representativos de deuda de las OIFM) a algo más del 11 % en junio en 2021 y, finalmente, a escasamente el 1,0 % en 2023.

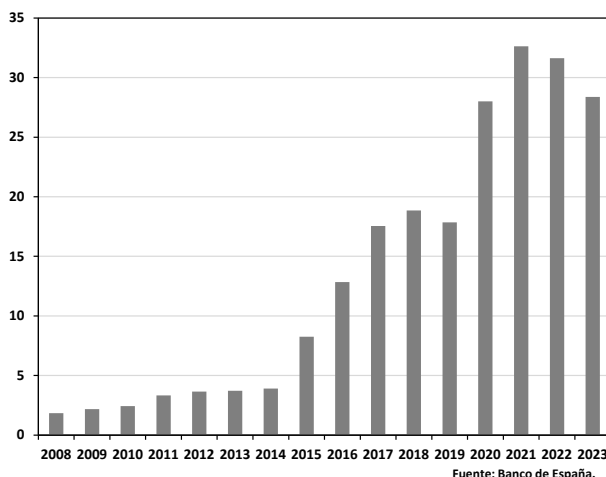
Gráfico 7. El apoyo del BCE a la banca española: dinámica de los TLTRO 2015-2023 (mm)



En total, las partidas del balance del Banco de España en compra de activos y financiación bancaria a largo plazo, que entre 2015 y 2019 ya habían presentado una intensa alza desde el 21 % al 37 % del PIB, se expandieron sustancialmente hasta alcanzar un insólito 72 % del PIB a finales de 2021 (cerca de 48 puntos en compra de activos y 24 en TLTRO). Este valor se estabilizó hasta mediados de 2022 y, posteriormente, y merced a la notable caída de los saldos de TLTRO III, se ha reducido al 43 % en 2023.

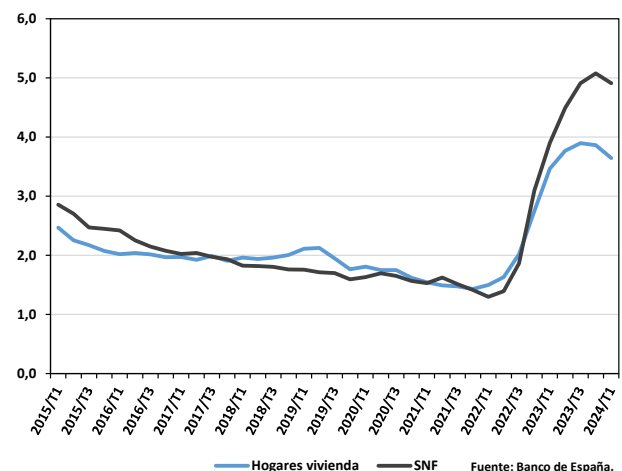
De esa intervención 2015-2022 del BCE cabe destacar las marcadas diferencias a favor de España que, en el último año y medio, han tendido a reducirse. Así, en junio de 2022, las operaciones de compra de activos y de crédito a largo plazo a la banca representaban el 71 % del PIB en España frente al mucho más reducido 48 % de la UEM (excluyendo España); en 2023, en España, a pesar de su fuerte disminución, ese peso había caído al 43 % del PIB español, todavía muy por encima del 32 % del PIB de la UEM (excluida España). La mayor reducción española reflejaba tanto el más elevado punto de partida como, en particular, la más importante contracción de la financiación a largo plazo: entre noviembre de 2022 y abril de 2024, los saldos TLTRO III de la banca española han caído más del 99 %, frente al menor -92 % de la UEM (excluida España), con lo que esos créditos a la banca española han pasado de significar cerca del 13 % del total concedido por el Eurosistema a escasamente el 1,4 % en abril de 2024. Por lo que se refiere a las compras de deuda su peso prácticamente se ha mantenido: de octubre de 2022 a marzo de 2024, en los países de la UEM (excluida España) ha descendido un 6,9 % (de 4,3 a 4,0 billones de euros), mientras en España su contracción ha sido menor (un -4,4 %, de 627 a 600 mm).

Gráfico 8. La intervención del BCE en España: deuda española en el balance del Banco de España, 2008-2023 (% del total)



Finalmente, en el ámbito de la financiación al sector privado, la recuperación iniciada a finales de 2014 encontró un crédito a coste reducido, lo que permitió moderados aumentos en su volumen (de una media de 560 mm en 2013-2019 a los 592 mm de 2022-2023). Para los hogares, los tipos de interés de las nuevas operaciones para compra de vivienda continuaron bajando desde 2015: entre diciembre de 2015 y diciembre de 2021, del 1,98 % al 1,38 %; a partir de entonces comenzaron a incrementarse hasta alcanzar el 3,80 % en diciembre de 2023 y, dadas las perspectivas de reducción en 2024 y 2025, el 3,49 % en marzo de 2024. En términos del nuevo crédito hipotecario, el mínimo poscrisis financiera de 2013 (22 mm de euros) se fue incrementando hasta los 37 mm de media de 2014-2019 y los casi 60 mm de 2022-2023. Otros conceptos de crédito a hogares (tarjetas de crédito, consumo y otros fines) presentaron el mismo perfil: unos 175 mm en 2013-2019 y 185 mm en 2022-2023.

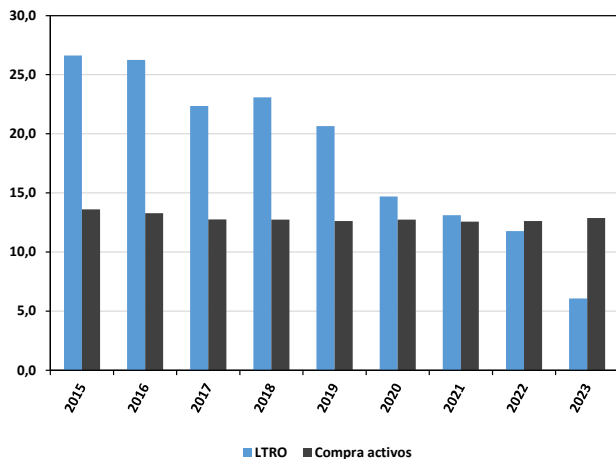
Gráfico 9. El apoyo del BCE al crédito al sector privado en España: tipos de interés para la compra de vivienda y para SNF 2015/T1-2024/T1



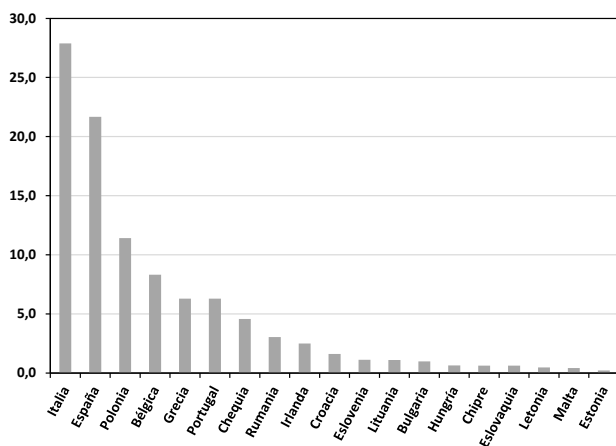
Para las SNF, el alza en los tipos de interés de las nuevas operaciones crediticias a partir de verano de 2022 fue intenso: entre diciembre de 2015 y de 2021 se habían reducido del 2,37 % al mínimo del 1,24 %, pero el cambio de sentido de la política monetaria los elevó sustancialmente al 5,04 % en diciembre de 2023, aunque alcanzaron un menor nivel en marzo de 2024 (4,90 %); esto, sumado a que los tipos nulos o negativos en términos reales habían facilitado la financiación empresarial en el mercado de bonos, se reflejó en moderadas caídas en su volumen desde los 393 mm de 2013 a los 351 mm de media 2014-2019 y los 345 mm de 2020-2023.

Gráfico 10. El mayor aporte del BCE y la UE a la economía española: % de las operaciones LTRO y compra de activos (medias 2015-2022/T2) y de las ayudas de la UE (SURE y NextGen, % del total)

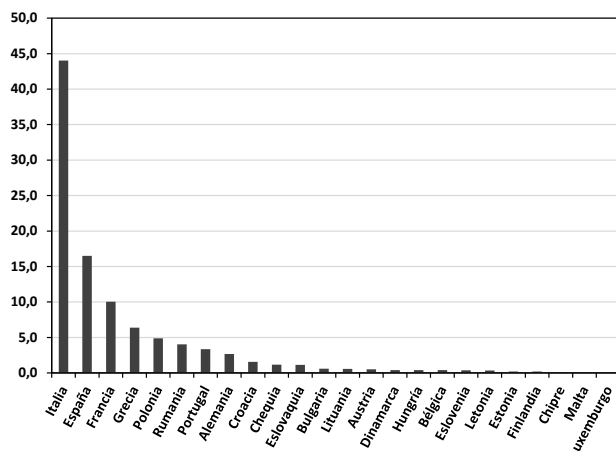
a. Operaciones LTRO y compra de activos (política monetaria)



b. Distribución del programa SURE en diciembre de 2022 (en %)



c. Distribución del programa Recovery and Resilience hasta 2024/T1 (en %)



Fuente: Banco de España.

Junto al apoyo del BCE, los años 2020-2023 han contemplado también un marcado, e inusual, soporte de

la UE, tanto en la paralización temporal de los controles de la Comisión sobre las finanzas públicas como en los fondos aportados. La suspensión del Pacto de Estabilidad ha abarcado el cuatrienio 2020-2023, que ha permitido al sector público español incurrir en elevados déficits sin necesidad de ajustes fiscales inmediatos. Por otro lado, las ayudas directas se han instrumentado mediante préstamos a tipos de interés reducidos del programa SURE (para España, unos 20 mm de euros que permitieron financiar los ERTE en marzo-mayo de 2020), subvenciones del NextGen para inversiones en determinados sectores (unos 70 mm de euros) y una cifra similar como créditos (para un análisis de estos programas, véase Castells, 2021). De este conjunto de actuaciones hay que destacar que España se ha visto también particularmente beneficiada: el peso de esos fondos se ha situado en torno al 20 % del total, o por encima, prácticamente doblando el del PIB español en la UEM.

2. Cambios en el balance del sector financiero la última década

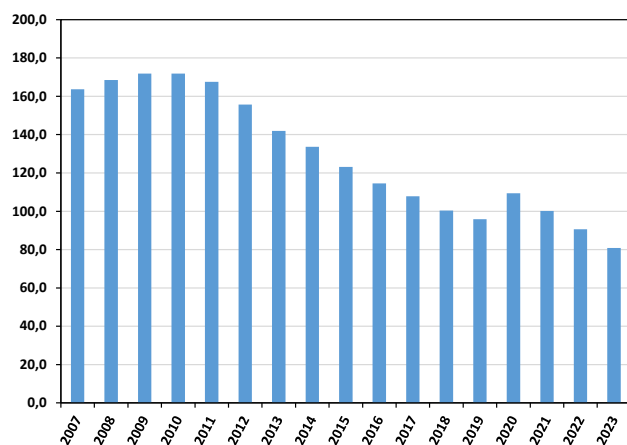
En la crisis 2008-2012, los excesos de deuda interna y del país con el resto del mundo fueron la otra cara de la moneda de la expansiva dinámica del crédito bancario en 1997-2008 (Oliver, 2017). De hecho, la dureza de aquella crisis no puede entenderse sin el muy intenso avance del crédito interno (en particular, inmobiliario), financiado en una medida no menor con endeudamiento exterior del sistema bancario. Por ello, la consideración de hasta qué punto se han reducido las vulnerabilidades del país ha de pasar, necesariamente, por la caracterización de la dinámica y la situación actual del sector bancario. En la última década, esta ha sido objeto de continuados exámenes, tanto por la Comisión Europea en sus trabajos sobre desequilibrios macroeconómicos de España (EC, 2021 y 2023e) o en los balances del FMI (IMF, 2022a y 2024a), como, más específicamente, en los análisis sobre estabilidad financiera (Banco de España, 2022; 2023a; 2023b; 2024a; 2024b y 2024c), supervisión bancaria (EC, 2023c; 2023d y 2023f), calidad del crédito y cumplimiento de los nuevos criterios de Basilea III (EBA, 2020; 2023a; 2023b y 2023c) o riesgos del mercado inmobiliario (ESRB, 2022 y 2024). Dada esta muy amplia literatura, aquí se centra el análisis en dos aspectos menos tratados: en el activo, la sustancial reducción de su tamaño, y en el pasivo, la

que ha tenido lugar en su financiación exterior. A ellos se añade una breve referencia a la dinámica de las ratios de capital, calidad de activos y, en particular y dados los notables cambios en la política monetaria, en liquidez.

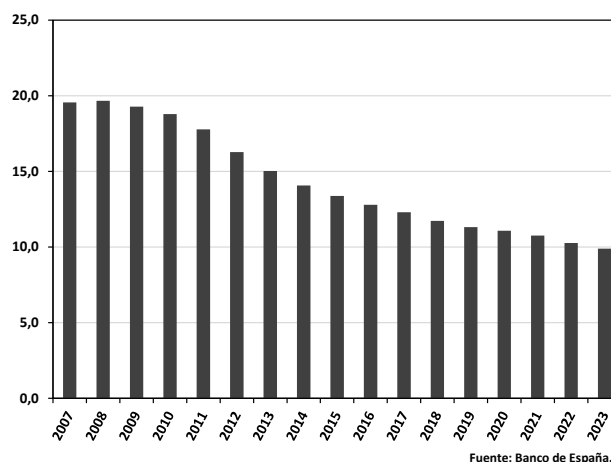
En primer lugar, y en lo relativo a la pérdida relativa de peso del crédito bancario en la economía española, a partir de la crisis financiera inició una marcada reversión hacia valores previos a la expansión de los 2000, un proceso que se vio impulsado por la consolidación del sector, amortizaciones ordinarias, aceptación de pérdidas, ventas de activos de dudoso cobro, moderación en el crecimiento del crédito y aumentos nominales del PIB. Con ello, el peso del crédito total de la banca sobre el PIB español no ha dejado de caer desde el máximo del 172 % del PIB alcanzado en 2010 (a pesar de las medidas macro prudenciales adoptadas en los 2000 por el Banco de España; Beday *et al.*, 2020). Y, ya en 2019, se había reducido prácticamente a la mitad (96 % del PIB), y aunque la recesión de 2020 lo elevó transitoriamente (al 109 %), el crecimiento nominal del PIB y el muy moderado avance del crédito al sector privado a partir de 2014, lo situó en el 81 % del PIB en 2023. Se trata de una cifra ya no muy alejada del 70 % del PIB de media 1995-2001, que confirma que, tras períodos de crecimientos excesivos del crédito, este tiende hacia la situación anterior a la expansión (Tang y Upper, 2010; Claessens y Kose, 2013). Sin duda, una excepcional contracción que ha permitido en 2023 mantener el colchón de capital anticíclico (diferencia del cociente crédito/PIB respecto de su tendencia) en el 0 % (Banco de España, 2023c).

Gráfico 11. Peso del crédito bancario al sector privado sobre el PIB español (%) y en % del total del crédito al sector privado de la UEM 2007-2023

a. Peso del crédito bancario al sector privado sobre el PIB español (%)



b. Peso del crédito bancario al sector privado en % del total del crédito al sector privado de la UEM



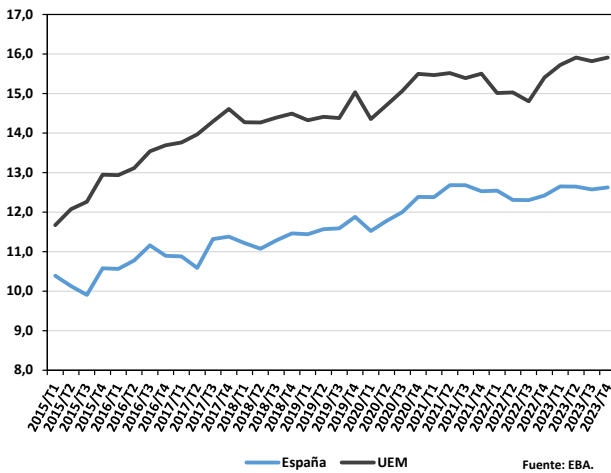
Este proceso ha resituado drásticamente su participación en el stock de crédito privado del conjunto de la UEM: en 2008 aportaba un elevado 19 % del total, muy por encima del 11,4 % que entonces representaba el PIB español. Ello generaba un “exceso teórico” de crédito al sector privado superior al 40 % (diferencia entre los 1.844 mm de euros efectivos y los 1.077 mm que corresponderían al peso del PIB de España en la UEM), un gap que no ha dejado de reducirse desde entonces y que, a finales de 2023, se ha situado incluso un -2,7 % inferior al que teóricamente le correspondería.

Un segundo aspecto relevante del balance de las instituciones financieras monetarias (excluido el Banco de España), en este caso en su pasivo, ha sido la notable disminución de su endeudamiento con el resto del mundo. Mientras en el último trimestre de 2008 aquel alcanzó cerca del 86 % del PIB, a finales de 2023 se había contraído al 60,0 %, una pérdida que ha afectado todos los instrumentos del pasivo exigible de las OIFM (depósitos, del 45,5 % al 30,2 % del PIB; valores representativos de deuda, del 23,6 % al 17 %; y resto de pasivos, del 16,7 % al 13 %).

Junto a la reducción relativa del peso del crédito y de la financiación exterior, cabe citar brevemente otros aspectos relevantes de la dinámica de las OIFM la última década: capital, liquidez y calidad de sus activos. Por lo que se refiere al primero, Basilea III introdujo cambios en su estructura y en la prelación de distintos instrumentos para la absorción de pérdidas o liquidación de una entidad. Ordenados de mayor a menor calidad, los distintos agregados de capital en proporción a los activos ponderados por riesgo han mejorado, aunque continúan con registros inferiores a la media de los países participantes en el Mecanismo Único de Supervisión

(SSM, por sus siglas en inglés). Así, entre 2015 y finales de 2023, el CET1 se incrementó del 11,6 % al 12,6 %, todavía por debajo del 15,9 % medio de la banca del SSM y, también, con registros menores a los de Alemania (16,5 %), Italia (15,8 %) o Francia (15,9 %); por su parte, el agregado TIER1 (CET1+AT1) se ha incrementado desde el 12,5 % de 2015 al 14,3 % de 2023, también inferior al 17,3 % de la banca de los países del SSM; finalmente, la ratio de capital total (CET1+AT1+TIER2), que había alcanzado el 14,4 % en 2015, se situó en España en el 16,7 % en 2023, unos tres puntos menos que el 19,9 % medio del SSM (EBA, 2023c y 2023d).

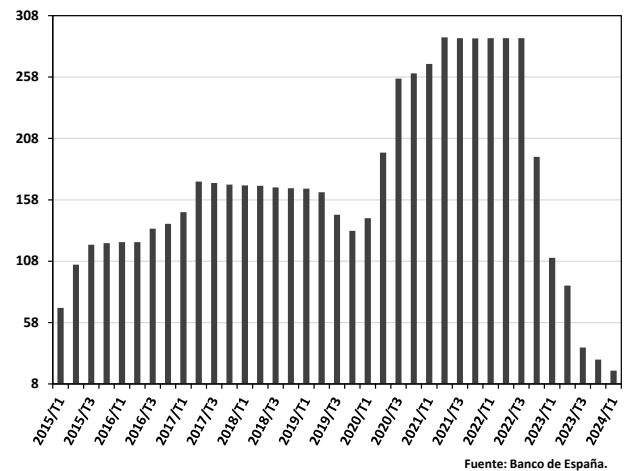
Gráfico 12. Ratio de CET1 en España y la UEM, 2015-2023 (% de los activos ponderados por riesgo)



Por lo que se refiere a la liquidez, esta se ha visto particularmente afectada en 2022-2024 tanto por la amortización de créditos TLTRO III (EC, 2023c) como por el inicio de la reducción de las compras de activos por el Eurosistema. A pesar de ello, el Banco de España (2023a; 2023b y 2024b) viene destacando que continúa siendo holgada, de forma que en diciembre de 2023 la ratio de liquidez a corto plazo (activos libres de cargas con relación a las salidas netas que podrían producirse en un escenario de 30 días, LCR por sus siglas en inglés) se situó en el 178,3 %, un registro muy superior al 100 % exigido y, también, por encima del 167,1 % medio europeo; por su parte, la financiación estable neta (financiación con relación a las salidas netas que podrían producirse en un escenario de 1 año, o NSFR) alcanzaba el 131 %, también superando el 100 % obligatorio, e igualmente más elevada que el 127 % de la UEM. Este mantenimiento de las ratios de liquidez ha sido posible por la compensación de la reducción de TLTRO III con saldos acumulados en la facilidad de depósito (entre noviembre de 2022 y abril

de 2024, el neto de las facilidades permanentes de la banca española en el Banco de España ha caído unos 150 mm, de 353 mm a 204 mm de euros), movilización de la cartera de deuda mediante repos o aumento de las emisiones de deuda (Castillo Lozoya *et al.*, 2024; Banco de España, 2024c). En este último ámbito, y a pesar del mayor coste de su financiación, la banca española ha continuado emitiendo la que permite atender los requerimientos del MREL que, según la EBA, no debería tener problemas para cumplir (EBA, 2023a).

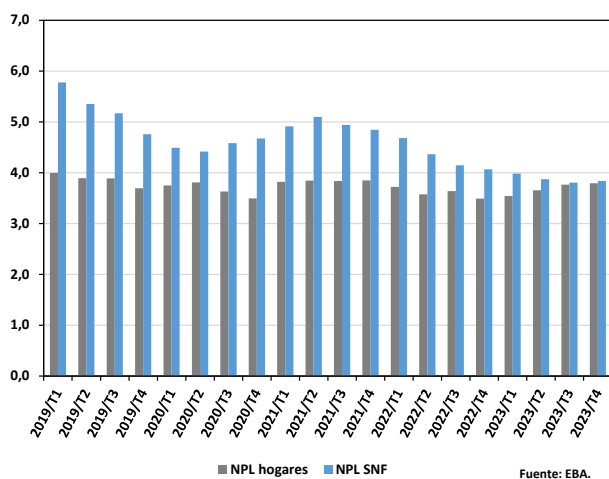
Gráfico 13. Inyecciones y detracciones de liquidez a largo plazo: dinámica de las TLTRO III en España. 2015/T4-2024/T1 (mm euros)



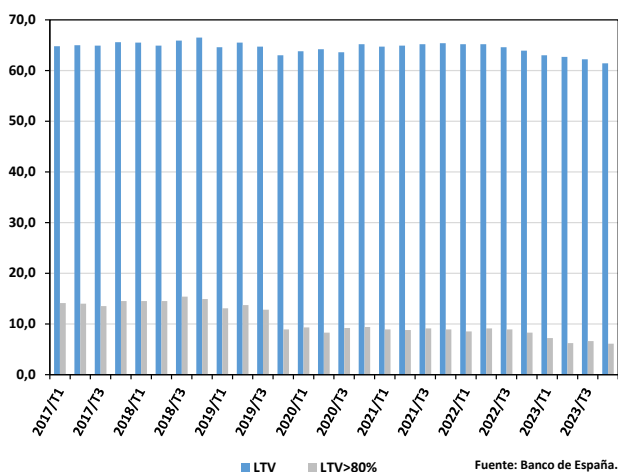
Finalmente, respecto de la calidad de los activos, en la última década destaca la notable reducción del crédito problemático, aunque en 2023 haya tenido lugar un ligero avance (EC, 2023c; 2023d; 2023e y 2023f). Por lo que se refiere al crédito dudoso, el Banco de España lo situaba en el 3,6 % (febrero de 2024), muy lejos del máximo del 13,6 % de finales de 2013. Medida esa calidad por los NPL que ofrecen las estadísticas de la EBA (2020 y 2023a) también han mostrado una intensa reducción, hasta el 1,4 % de 2022/T2 y un moderado incremento al 2,2 % de finales de 2023, por encima del 1,8 % medio de la UEM. Finalmente, los créditos stage 2 (préstamos que han experimentado un aumento significativo en riesgo crediticio) han mostrado un cierto deterioro, desde el 6,27 % de junio de 2023 al 6,53 % de finales de 2023 (Banco de España, 2024a).

Gráfico 14. Calidad de los activos de la banca española. NPL de hogares y SNF 2013, 2019, 2023 (% sobre total crédito al sector) y valores del Loan-to-value (LTV) y LTV por encima del 80 % (registros para España y la UEM en 2017, 2021 y 2023, % del crédito para vivienda)

a. NPL de hogares y SNF 2019-2023 (% sobre total crédito al sector)



b. Valores del Loan-to-value (LTV) y LTV por encima del 80 % 2017-2023 (% del crédito para vivienda)



Sectorialmente, en 2023 las nuevas condiciones crediticias se han reflejado en un ligero avance de los NPL de los hogares hasta el 3,8 % (un 3,5 % en 2022), mientras que los de las SNF continuaron reduciéndose, pero a menor ritmo (3,8 % a finales de 2023 desde el 4,8 % de 2019 y el 4,1 % del 2022; EBA, 2023a). Esto no implica que los de algunos sectores hayan caído con igual intensidad, en particular en los más afectados por la COVID: 8,9 % para actividades artísticas y recreativas, 7,2 % para la hostelería y restauración, 4,5 % para el comercio y 4,0 % para transportes, unos pesos superiores a los de esos mismos sectores en Alemania, Francia o Italia.

Sobre los activos de la banca y su calidad cabe una última consideración acerca de los vinculados al sector

inmobiliario, un sector que para la Comisión presentaba problemas y que merece una atención particular (EC, 2022). Para España, en 2021 el European Systemic Risk Board (2022) calificaba la situación del sector residencial de riesgo bajo en crédito y posición favorable en el ciclo del mercado de la vivienda (frenada / cambio de sentido); posteriormente, esta visión se ha confirmado con menores transacciones e hipotecas (que apuntaban a moderación en el crecimiento de los precios), reducción del LTV (*Loan-to-value*) para las nuevas operaciones (del 64 % de 2006/T1 al 61,4 % de 2023/T4), en particular para las que superaban el 80 % (del 17 % al 6,1 %, entre las mismas fechas), un registro menor que el de otros países europeos. En cambio, entre aspectos preocupantes se destacaban la más elevada proporción de crédito hipotecario a tipos de interés variables, cierta sobrevaloración de precios de la vivienda (media de 6,7 años de renta bruta familiar para la compra en 2012 a 7,6 años en 2023) y mayor servicio respecto de la renta por el alza de tipos de interés (ESRB, 2024).

3. Flujos financieros internos y saldo exterior 2014-2023

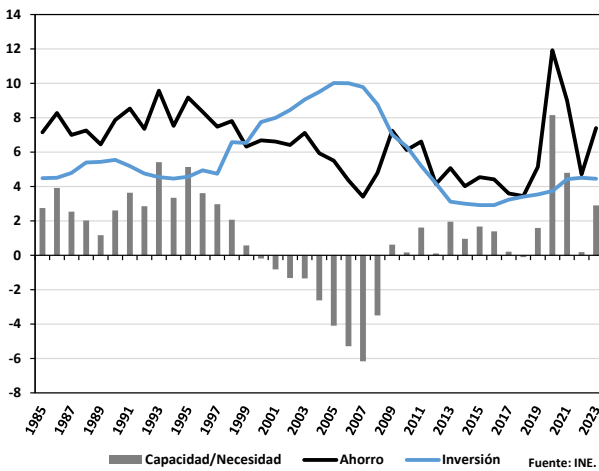
La notable corrección de los desequilibrios financieros acumulados en la expansión de los 2000 y, como más adelante se detalla, la del saldo deudor de la PII, emerge como uno de los cambios macroeconómicos más sustanciales de la última década. Pero antes de evaluar sus modificaciones es preciso situar las operadas en el comportamiento de los agentes de la economía: en última instancia, y sin considerar cambios en precios de activos y pasivos financieros, sus stocks reflejan la dinámica de los flujos. Por ello, a continuación se presentan sucintamente la dinámica del ahorro, inversión y capacidad/necesidad de financiación de los sectores privados de la economía española los últimos años.

3.1. Capacidad de financiación privada cercana al 7 % del PIB, que compensa con creces las necesidades públicas

Comenzando con los hogares, hay que recordar que históricamente su saldo ahorro-inversión ha sido positivo: una capacidad de financiación media anual del 1,2 % del PIB en los cerca de 40 años que transcurren de 1985 a 2023, por unas tasas de ahorro e inversión del 6,5 % y del 5,6 % del PIB, respectivamente. Alrededor de esta media las oscilaciones han sido notables, con un

cambio sustancial a partir de la incorporación al euro: entre 1999 y 2008, el ahorro bruto familiar no solo se redujo respecto al de años previos, sino que fue muy inferior al 8,8 % de su inversión, lo que se expresó en una desconocida necesidad de financiación anual del -2,5 % del PIB. Tras esta década, la de 2009-2019 mostró otra remarcable modificación, que revirtió sus excedentes hacia su media histórica: una capacidad de financiación anual media de las familias del 0,9 % del PIB, reflejo de caídas tanto del ahorro (4,9 % del PIB) como, en particular, de la inversión (4,1 %). Aunque la contracción del PIB en 2020 altera un tanto las medias, tomando el conjunto del período poscrisis 2012-2023, la capacidad de financiación de las familias españolas se ha situado en una media anual del 2 % del PIB por una inversión sensiblemente inferior a la histórica en 2 puntos del PIB (3,6 % del PIB frente a 5,6 % de 1985-2023), que refleja la drástica caída de la efectuada en vivienda, mientras el ahorro fue solo un punto menor (5,6 % del PIB). Se trata de un superávit que excede en mucho el de largo plazo y que explica una parte relevante del saldo exterior del país estos años.

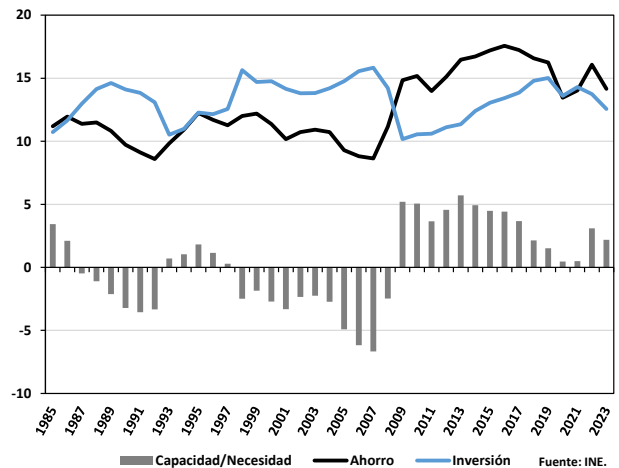
Gráfico 15. Ahorro, inversión y capacidad/necesidad de financiación de los hogares españoles 1985-2023 (% del PIB)



Por su parte, las sociedades no financieras (SNF) han presentado también modificaciones sustantivas en su tradicional necesidad de recursos. Frente a un saldo ahorro-inversión del 0,3 % del PIB entre 1985 y 2023 (inversión media del 13,2 % y ahorro del 12,6 %), a partir del inicio de la expansión sus necesidades de recursos financieros aumentaron notablemente, de forma que en 1999-2008 se elevaron a un muy importante -3,5 % del PIB. Lógicamente, la crisis financiera y sus efectos posteriores alteraron radicalmente ese esquema, de forma que la necesidad de recursos mutó en exceso en

2009-2019 hasta un muy elevado 4,1 % del PIB/año; y que en 2020-2023 ha mantenido el signo positivo, aunque a un nivel más reducido (1,6 % del PIB). Tomando la media de 2012-2023, emerge una capacidad de financiación de las SNF de un importante 3,1 % del PIB, un registro ciertamente excepcional y muy alejado de su tradicional necesidad de fondos de las SNF para complementar el ahorro.

Gráfico 16. Ahorro, inversión y capacidad/necesidad de financiación de las SNF españolas 1985-2023 (% del PIB)



¿Hasta qué punto los factores responsables de esa sustancial modificación en el saldo de la cuenta de capital de las SNF reflejan cambios del ahorro o modificaciones de su inversión? En lo tocante al primero, la media de largo plazo 1985-2023 se situó en el 12,6 % del PIB, aunque ha experimentado vaivenes notables: su ahorro se redujo sensiblemente en la expansión 1999-2008 (10,4 % del PIB), se contrajo en el período poscrisis 2009-2019 (16,1 %) y, de nuevo, ha vuelto a reducirse en 2020-2023 (14,4 % del PIB), aunque todavía se sitúa 2 puntos del PIB por encima de su media histórica. Para el conjunto de los ejercicios poscrisis (2012-2023), el ahorro de las SNF ha alcanzado el 15,9 % del PIB, unos 3 puntos del PIB por encima del promedio de los últimos 40 años. Frente a esta dinámica, la FBCF de las SNF ha presentado oscilaciones más moderadas en torno al 13,2 % de 1985-2023: un esfuerzo inversor mayor en la expansión 1999-2008 (14,6 % del PIB), una reducción en 2009-2019 (al 12,4 %), años en los que el desapalancamiento fue la norma, y un alza moderada hasta el 13,5 % en 2020-2023. Para el período 2012-2023, el 13,3 % de promedio se sitúa prácticamente en la media de largo plazo 1985-2023. En suma, el cambio en el saldo de la cuenta de capital de las SNF refleja aumentos notables en su ahorro más que reducciones en

su inversión: el promedio de largo plazo 1985-2023 de la primera ha aumentado más de 3 puntos del PIB (del 12,6 % al 15,9 % de 2012-2023), mientras que la inversión 2012-2023 se ha mantenido en el 13,3 %, una cifra casi idéntica a la de 1985-2023.

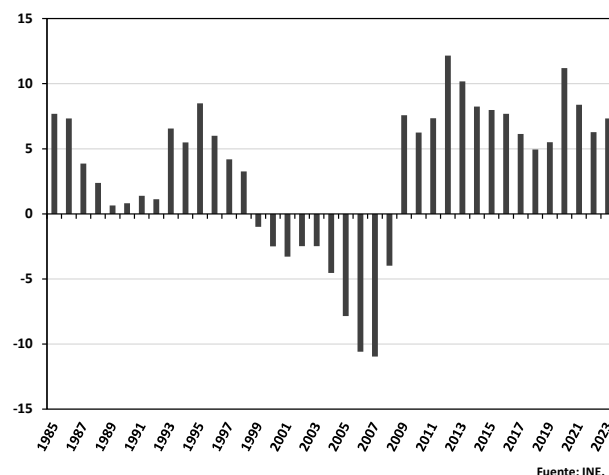
Cuestión distinta, aunque relacionada, es la dinámica de los distintos componentes de la FBCF: bienes de equipo y construcción. Aunque no se dispone de esa información desagregada para las SNF, las cifras del conjunto de España permiten extraer algunas conclusiones de interés. Así, respecto de la inversión en bienes de equipo su peso se ha reducido, del 7,0 % del PIB de media 1995-2008 al 5,9 % de 2018-2023 (siguiendo un patrón prácticamente idéntico al de la UEM, donde cayó del 7,0 % al 6,3 % del PIB); por su parte, la efectuada en construcción sí ha mostrado una muy notable reducción, superior a los 7 puntos del PIB, desde el 17,5 % del PIB en 1995-2008 al 10,3 % de 2018-2023, una cifra final también ya muy similar a la media de la eurozona (donde cayó del 11,9 % al 10,9 %).

Al comportamiento de hogares y SNF hay que añadir el de las instituciones financieras, del que solo pueden presentarse sus agregados ya que las cuentas no financieras del INE no permiten discriminar entre sus subsectores (instituciones financieras, monetarias y no monetarias, y Banco de España). En conjunto, las IF siempre han presentado recursos excedentarios, que refleja una tasa de ahorro que excede en mucho a la de inversión (solo un 0,2 % del PIB en 1985-2023, aunque en los últimos años se ha situado algo por encima) por un ahorro del 1,8 % del PIB, que creció con fuerza en 2009-2019 y en 2020-2023 (hasta el 2,6 % y el 2,7 % del PIB, respectivamente).

Estas modificaciones en el comportamiento de familias, SNF e IF implican un cambio ciertamente radical: desde una elevada necesidad de recursos en 1999-2008 (media del -5,0 % del PIB), reflejo de la fortaleza de la demanda interna, a una muy notable capacidad de financiación en 2009-2019 (7,6 % del PIB). Hay que destacar que valores positivos en torno al 7 % del PIB solo se habían alcanzado en períodos de crisis, como los de 1984-1986 o 1993-1996. A partir de 2012 y hasta 2023 comenzaron a compatibilizarse moderados aumentos de demanda con capacidades de financiación medias del 8,0 % del PIB, muy lejos del 1,1 % de 1985-2011. Hay que destacar que, contablemente, esta capacidad de financiación de hogares, SNF e IF explica por qué un elevado déficit público (de 2012 a 2023, una media del -5,7 % del PIB) no solo no ha presentado problemas de financiación, sino que ha permitido generar excedentes financieros

del país al resto del mundo. En suma, y para 2012-2023, un muy elevado 8 % del PIB de capacidad de financiación, del que 2 puntos corresponden a familias, 3,1 a SNF y 2,9 a IF.

Gráfico 17. Capacidad/necesidad de financiación del sector privado 1981-2023 (% del PIB)



Esta dinámica tan distinta de la tradicional, ¿refleja cambios en el comportamiento de los sectores que puedan considerarse sostenibles? Se trata de una pregunta pertinente porque, dadas las notables transformaciones de la última década, no es evidente que puedan mantenerse ni la menor inversión de las familias ni el mayor ahorro de SNF e IF (incluyen Banco de España). Pero aunque no es objeto de este *Policy Brief* un análisis de aquellas razones, sí se quiere dejar constancia de algunas hipótesis que podrían apuntar al mantenimiento de esos cambios. Para los hogares, dos modificaciones sugieren una tasa de ahorro más elevada los próximos años, como muestra la abundante literatura sobre la función de consumo. Para los grupos más jóvenes, presionarían al alza sobre la tasa de ahorro la incertidumbre sobre el futuro, la moderación salarial y la dinámica alcista de precios de la vivienda; además, las profundas modificaciones en la demografía también sugieren un incremento en la tasa de ahorro familiar: apuntan en ese sentido la caída de las cohortes de menos de 45 años (con una elevada propensión al consumo), las necesidades de acumulación previas a la jubilación de los baby-boomer o el fuerte incremento inmigratorio (un colectivo con una tasa de ahorro superior a la media). Para las SNF, dado que las necesidades de FBCF y, en particular, en bienes de equipo, son distintas por sectores, no puede olvidarse el sesgo productivo terciario y hacia los servicios personales (36,1 % del PIB en 2022-2023, por encima del 32,9 % de la UEM), aunque su reducción podría

obedecer también a una pérdida de rentabilidad de la inversión (Rovira, 2024, de próxima aparición).

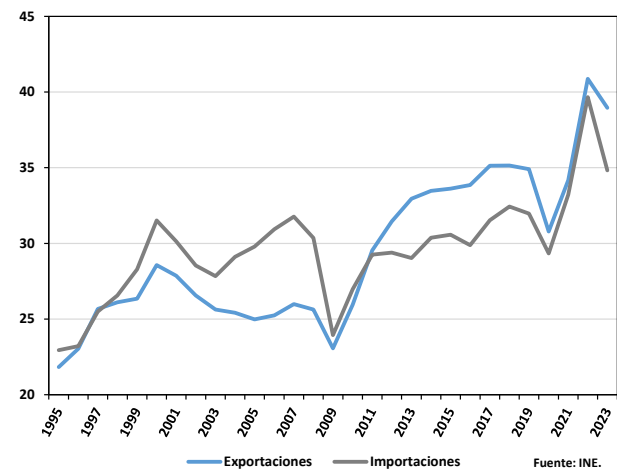
3.2. La continuidad del superávit exterior: ¿una nueva normalidad?

La traducción exterior del comportamiento de los sectores institucionales se ha reflejado, históricamente y a poco que el crecimiento del PIB fuere elevado, en la emergencia de un saldo exterior deficitario. Desde esta óptica, sus avances impulsaban fuertes aumentos de importaciones (entre 1995 y 2008, una media anual del 7,6 % en términos reales) que, al superar al de las exportaciones (del 6,0 %), se reflejaban en los tradicionales déficits por cuenta corriente (promedio del -4,6 % del PIB). Este funcionamiento se modificó sustancialmente a partir de la crisis financiera, y apuntaba a un cambio estructural en el comportamiento del sector exterior, con relevantes implicaciones para la estabilidad financiera a medio y a largo plazo: en los años 2012-2023, el superávit por cuenta corriente ha alcanzado un 1,7 % anual del PIB, una transformación más que relevante respecto del tradicional déficit, y refleja avances promedios 2012-2023 en términos reales de las exportaciones (del 3,5 %) superiores a los de las compras al exterior (2,5 %).

Más allá de modificaciones coyunturales de las distintas balanzas (como ha sucedido en 2021-2022 con la de energía, por ejemplo), quizás tengan más relevancia para el futuro del saldo exterior los cambios en las aportaciones de exportaciones e importaciones al PIB. Para las primeras, su incremento ha sido excepcional: en 2022-2023 se situaron en el 40 % del PIB, unos 20 puntos por encima de 1995 y casi 10 puntos más que en 2013; y no solo en la balanza de bienes (15 % del PIB en 1995, 23 % en 2013 y 26 % en 2023), sino también en la de servicios, en la que junto al mantenimiento de los turísticos (en torno al 5 % del PIB) cabe añadir al resto de los servicios (con exportaciones del 2,4 % del PIB en 1995 a cerca del 6,7 % en 2023); por su parte, las importaciones también han seguido la misma trayectoria (en 1995, 2013 y 2023 su peso se ha incrementado del 23 % al 29 % y al 35 % del PIB, respectivamente). En total, desde 2012 el saldo de la balanza de bienes y servicios se ha mantenido positivo: una media del 3,2 % en 2012-2019 y del 2,7 % del PIB en 2020-2023. En todo caso, a las balanzas de bienes y servicios hay que restar los déficits de rentas primarias y secundarias, con lo que la cuenta corriente arrojó un superávit promedio del 2,0 % (2012-2019) y del 1,1 % (2020-2023) respectivamente.

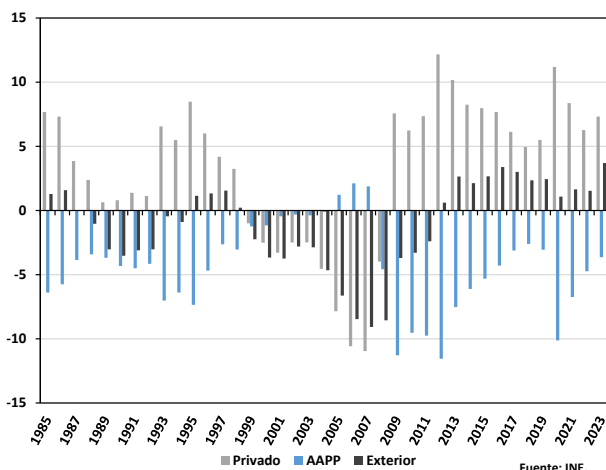
Añadida una positiva balanza de capitales (entre el 0,4 % y el 1,0 del PIB, impulsada solo en parte por las entradas vinculadas a los programas NextGen), todo ello ha resultado en un superávit de la balanza de pagos del 2,4 % en 2012-2019 y del 2,0 % en 2020-2023. Sin duda se trata de otra muy relevante modificación en el comportamiento de la economía española desde mediados de los 90: de necesitar recursos del exterior para financiar parte de su inversión interna a prestarlos al resto del mundo.

Gráfico 18. Exportaciones e importaciones de bienes y servicios en España, 1995-2023 (% sobre el PIB)



Las razones que explican estas modificaciones no son objeto de este *Policy Brief*: precisarían, por ejemplo, de la estimación de modelos para obtener el saldo por cuenta corriente que estabilizaran la PII y/o la situaran en ciertos niveles (*NIIP-stabilising current account benchmarks*) (Coutinho *et al.*, 2018), o de modelos que permitieran definir saldos por cuenta corriente en línea con los fundamentales del país (Phillips *et al.*, 2013). No obstante, cabe citar que los superávits por cuenta corriente de la pasada década se atribuyeron inicialmente tanto a la confluencia de factores coyunturales (vinculados a la recesión y al menor crecimiento posterior a la crisis) como estructurales (mejora de la base exportadora, caída de las elasticidades de las importaciones, envejecimiento poblacional, ajuste fiscal, menores expectativas de crecimiento del PIB y mejora de la competitividad interna) (IMF, 2017; Myro, 2018; Alves *et al.*, 2019): los primeros explicaban entre el 40 % (Banco de España, 2018) y el 60 % (Delgado-Téllez *et al.*, 2020).

Gráfico 19. Cap/Nec. de financiación de los sectores privados, público y exterior. 1985-2023 (% del PIB)



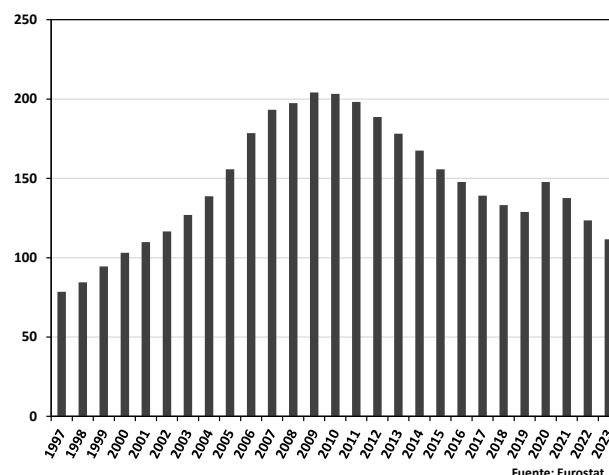
4. ¿Retorno del sector privado a ratios de deuda previos al euro?

La dinámica de los flujos financieros internos son el pórtico imprescindible para comprender, siquiera sea parcialmente, la reducción del endeudamiento privado y su tendencia hacia valores relativos similares a los anteriores a la incorporación de España al euro. Para el sector privado no financiero, en 1996 la deuda consolidada (préstamos y títulos de deuda) se situaba en el 75 % del PIB, un peso que experimentó un salto de escala formidable en la expansión, hasta alcanzar el 204 % de 2009, unos registros ya entonces muy superiores a los de la UEM. A partir de este máximo, el endeudamiento privado inició una clara tendencia a la baja, que en 2019 era del 129 % del PIB: una notable disminución que lo situó en registros próximos a los de la eurozona. Aunque la COVID elevó transitoriamente su peso (hasta el 148 % del PIB), su superación posterior permitió la continuidad del rápido despalancamiento anterior: en 2023, este alcanzó el 112 % del PIB, y acumuló una muy notable reducción desde 2009, aunque todavía en 2023 se situaba unos 20 puntos del PIB por encima del promedio 1997-2001 (94 % del PIB).

Las razones que explican este excepcional ajuste no son distintas de las que han modificado otras variables financieras: aumento nominal del PIB (de 2012 a 2023, cerca del 42 %), moderado incremento del nuevo crédito a hogares y SNF (agregadamente, 6,3 % nominal), amortizaciones ordinarias, asunción de pérdidas y, lógicamente, modificaciones en el valor de los distintos instrumentos de deuda. A pesar de estas mejoras, la

evaluación del endeudamiento privado es menos favorable si se le compara con límites prudenciales (a partir del cual aumenta la probabilidad de una crisis bancaria) o de referencia (estimados con modelos que utilizan variables representativas de cada país). En 2019, por ejemplo, Bricogne *et al.* (2020) estimaban para 65 países una ratio de deuda privada prudencial del 85 % para SNF y del 55 % para hogares, mientras que el límite de referencia se reducía al 75 % para SNF y el 50 % para familias. Utilizando procedimientos similares, en 2021 la Comisión Europea advertía de excesos notables de deuda privada en España con relación al valor de referencia, y algo mayores si el límite era el prudencial. Por eso, en el contexto de los cambios operados entre 2019 y 2023, todo apunta a que la reversión a la media española del 94 % del PIB de 1997-2001 debería continuar.

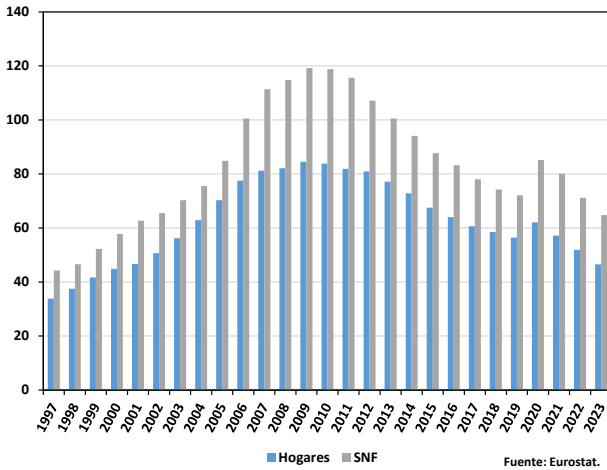
Gráfico 20. Deuda del sector privado no financiero en España. 1997-2023 (% del PIB)



Sectorialmente, la dinámica de la deuda de hogares y SNF no se ha contraído con igual intensidad, aunque ambos sectores comparten la tendencia bajista comentada. Para las familias, la reducción de su endeudamiento (total de pasivos financieros) ha sido notable: desde un máximo próximo al 91 % del PIB en 2010 al 57 % de 2019, y pese al transitorio aumento por la COVID, nueva caída hasta el 47 % de 2023. Este nivel debe ubicarse en su contexto histórico: en términos absolutos, los 917 mm de euros de deuda familiar de 2008 se han reducido a 685 mm de 2023, con lo que el 47 % del PIB alcanzado en 2023 retrotrae su peso a 2001, y lo sitúa ya muy cerca del 41 % medio de 1997-2001. Esa disminución refleja, fundamentalmente, la del crédito en todas sus formas (hipotecario, al consumo u otras finalidades) que, en 2023, alcanzó el 43 % del PIB, ya por debajo de los registros de Alemania (54,5 %) o Italia

(40,5 %). Finalmente, y al igual que con la deuda privada agregada, la Comisión Europea viene advirtiendo que el endeudamiento familiar continúa superando los límites prudenciales y de referencia.

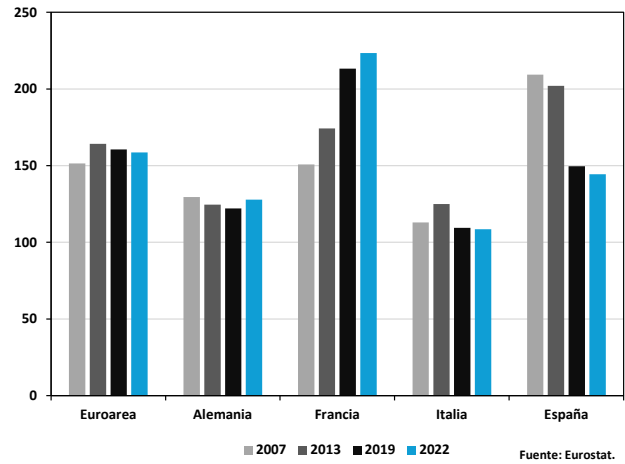
Gráfico 21. Deuda de los hogares y las SNF. 1997-2023 (% del PIB)



Por su parte, el mayor esfuerzo en la reducción del endeudamiento lo han experimentado las SNF. En este sector ya había experimentado una intensa contracción en 2009-2019 (del 119 % al 72 % del PIB en términos consolidados) que reflejaba, junto a las razones generales que afectaron al endeudamiento, la destrucción de tejido productivo 2008-2014, en particular el vinculado directa o indirectamente a la construcción. En todo caso, la contracción del PIB en 2020 elevó transitoriamente el endeudamiento de las SNF al 85 % del PIB, aunque en 2023 ya se había situado cerca del 65 %, el menor nivel desde 2002 y muy próximo igualmente a los valores de 1997-2001 (53 % del PIB). Al igual que para los hogares, la Comisión Europea también considera que, a pesar de estas caídas, continúa por encima de los límites de referencia o de los prudenciales.

A este descenso ha contribuido la moderación del nuevo crédito a SNF, aunque hay que recordar que, a partir de 2015 y merced al cambio en sus condiciones, el peso de otros instrumentos de deuda ha sido creciente. En todo caso, la reducción del crédito al sector a partir de 2009 reflejó, en una medida no menor, el de las ramas de la construcción e inmobiliarias: mientras en 2007-2008 este se acercó al 50 % del concedido al sector empresarial no financiero, desde entonces ha más que convergido hacia la media del 21 % de 1997-2001, y en diciembre de 2023 se situó incluso por debajo (en el 18 %).

Gráfico 22. Deuda privada consolidada en España y otros países del área del euro: 2007, 2013, 2019 y 2023 (% del PIB)



En comparación con la UEM (deuda en términos no consolidados), el ajuste de la deuda de las SNF ha sido intenso: mientras en junio de 2010, máximo histórico alcanzado en España, la diferencia con la UEM superaba los 40 puntos del PIB (por una deuda próxima al 141 % del PIB en España frente al 101 % de la zona del euro), en 2023 su nivel en España (cerca del 82 %) se situaba ya por debajo de la de la eurozona (95 %).

5. Avances notables pero insuficientes en la reducción del endeudamiento neto exterior

La refinanciación del elevado endeudamiento exterior acumulado en la expansión y, en particular, el del sector financiero con el resto del mundo, fue el eslabón débil por el que irrumpió la crisis financiera en España, un proceso novedoso en la UEM porque afectó a países que compartían moneda: la crisis mostró que cuando se extiende la desconfianza sobre la capacidad de pago exterior, la refinanciación de la deuda deviene crítica (Reinhart y Rogoff, 2010; Catão y Milesi-Ferretti, 2013). Así, entre 2008 y 2012, la emergencia de *sudden stops* o *reversals* de los flujos de capital, típicos en general de países menos avanzados (Mendoza, 2002 y 2010; Waysand *et al.*, 2012; Obstfeld, 2012a y 2012b), fueron norma en el sur de la eurozona. Por ello, en la evaluación de la situación de la economía española en 2022-2024 es imprescindible ubicar la situación actual y la dinámica de los últimos años de la deuda externa.

Al tratar el endeudamiento con el resto del mundo hay que distinguir entre sus diversas acepciones: total de

pasivos, deuda bruta y deuda neta (posición de inversión internacional, PII). Sea cual sea la definición, hay que advertir que las variaciones en sus valores relativos reflejan cambios en el PIB nominal, en los precios de activos y pasivos (por modificaciones en su rentabilidad, en tipos de interés o de cambio, u otros aspectos que puedan afectar las expectativas de ganancias/pérdidas de capital) o en factores que alteren su volumen (saldos de la balanza de pagos o cambios en los flujos de inversión interna o externa del país). En todo caso, el total de pasivos exteriores indica el volumen de recursos prestados por el resto del mundo, independientemente de su exigibilidad, mientras la deuda bruta solo toma en consideración aquellos que generan pagos de intereses o amortizaciones. Ambas definiciones remiten a potenciales problemas de financiación o refinanciación de producirse cambios en las condiciones financieras internacionales. Por su parte, la deuda neta exterior (diferencia entre activos y pasivos con el resto del mundo) apunta a la solvencia del país: su capacidad para hacer frente a la devolución de los pasivos acumulados.

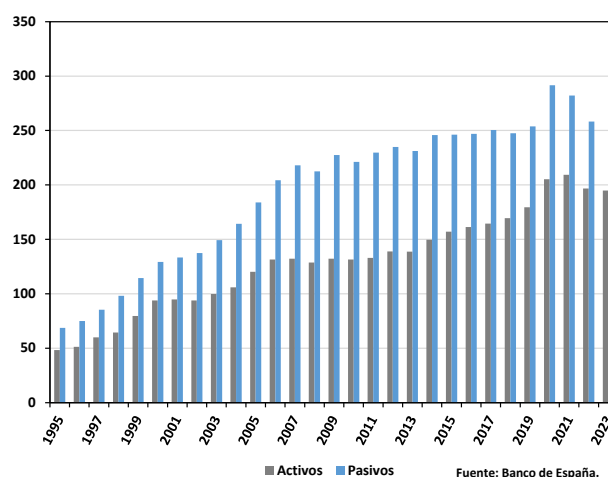
5.1. Desapalancamiento exterior 2020-2023 y cambios en su estructura: sustitución del sector privado por el público

Antes de evaluar la mejora de la PII, conviene detenerse brevemente en lo sucedido con los pasivos totales y la deuda bruta. Respecto de los primeros, el aspecto más característico de las últimas dos décadas ha sido su fuerte aumento, que refleja indirectamente la supresión del riesgo de tipo de cambio a partir de 1999 y, con ello, la creciente integración financiera internacional del país. En todo caso, y reteniendo que los cambios al alza o a la baja pueden estar reflejando modificaciones en precios, los pasivos españoles en manos del resto del mundo aumentaron muy intensamente en la fase de expansión (del 85 % del PIB en 1997 al 231 % en 2008), un alza que continuó en la década posterior, hasta alcanzar el 254 % de 2019. Lógicamente, los cambios en el PIB nominal de 2020-2023 afectaron su peso, al igual que lo hicieron los incrementos de tipos de interés a partir del verano de 2022, de forma que el 249 % de finales de 2023 se situaba ya no muy lejos del nivel relativo de 2019 y en línea con la de los principales países de la eurozona. Hay que destacar que el alza del endeudamiento con el resto del mundo a partir de 2008 ha tenido lugar pese a la reducción de las posiciones acreedoras sobre España de la banca internacional (el *Grand Retrenchment*, Miles-Ferretti y Tille, 2011), desde el máximo de 1,1 billones de dólares de 2008/T1 a los 370 mm del cuarto trimestre de

2016; aunque a partir de entonces se ha operado una cierta recuperación (alcanzando los 527 mm de dólares en 2023).

La notable expansión de pasivos hasta 2012 reflejó, fundamentalmente, la necesidad de recursos foráneos para financiar adquisiciones de activos en el resto del mundo, junto a los precisos para compensar el déficit exterior. En efecto, y a partir del 60 % del PIB que el stock de activos significaba en 1997, estos doblaron su peso en 2007 (132 % del PIB) y prácticamente lo han triplicado en 2023 (195 % del PIB). Este sustancial incremento únicamente se ha podido financiar, muy parcialmente y solo a partir de 2012, con recursos excedentarios procedentes de la balanza exterior (Alves *et al.*, 2019), de forma que el grueso de las compras de activos en el resto del mundo ha precisado de nuevo endeudamiento exterior.

Gráfico 23. Activos y pasivos de España frente al exterior, 1995-2023 (% del PIB)



Así, entre 2001 y 2008, y a pesar de un saldo exterior deficitario (una suma acumulada de -493 mm de euros), la adquisición de activos se elevó a 973 mm (suma de sus variaciones netas anuales) de forma que, excluyendo alteraciones en sus precios, los pasivos tuvieron que incrementarse en torno a 1,4 billones de euros. Y aunque entre 2012 y 2019 el total de la capacidad de financiación del país superó los 215 mm de euros, la variación neta de activos fue también muy superior (776 mm), lo que exigió de nuevo un notable aumento de pasivos exteriores (variación neta próxima a 800 mm de euros). Finalmente, entre 2020 y 2023, el saldo positivo de la balanza de pagos aportó escasamente 62 mm, mientras que la compra de activos en el resto del mundo (una variación neta de 669 mm que incluye cambios en precios) tuvo que financiarse con nuevos pasivos (556 mm); aunque hay que destacar que, en 2022 y

2023, el alza de tipos de interés no permite estimar directamente el importe necesario para aquella financiación.

En este contexto de avances de los pasivos de España con el exterior, ¿qué sectores lo explican? Al considerar este aspecto, hay que poner de relieve que a partir de la crisis financiera se han operado notables cambios en su estructura. Unas transformaciones que reducen los potenciales problemas de su refinanciación: sustitución de pasivos exteriores del sector financiero monetario (excluido el Banco de España) y no monetario por el creciente peso de los del Banco de España y AA. PP., y mantenimiento de las SNF.

Para el agregado instituciones financieras (monetarias y no monetarias, incluyendo el Banco de España), el cambio en sus pasivos con el exterior desde la crisis financiera ha sido modesto: 121 % del PIB en 2008, 106 % en 2013 (que refleja, en parte, las pérdidas de valor por los aumentos de las primas de riesgo) y 113 % en 2019 para situarse, finalmente, en 117 % en 2023. En suma, una práctica estabilidad que, no obstante, esconde diferencias muy sustanciales de los cambios en las posiciones deudoras de los diversos sectores. Y ello porque, en lo tocante a las OIFM (instituciones financieras monetarias, excluido el Banco de España), entre 2008 y 2023 sus pasivos cayeron del 86 % al 60 % del PIB, de la misma forma que los de las instituciones financieras no monetarias (del 31 % del PIB de 2008 al 20,0 % de 2023). En suma, y entre 2008 y 2023, las otras instituciones financieras (monetarias y no monetarias) han reducido sensiblemente el volumen de sus pasivos con el resto del mundo, desde el 117 % del PIB en 2008 al 80 % de 2023.

En el otro extremo de riesgo emergen los pasivos exteriores del Banco de España y de las AA. PP. Para el primero se operó un cambio muy notable, desde una moderada posición deudora en 2008 (4 % del PIB) al elevado 42 % del PIB en agosto de 2012 (en forma básicamente de saldos en TARGET2), un nivel que se redujo sustancialmente con la estabilización posterior (18 % del PIB en diciembre de 2014). A partir de ese momento, las adquisiciones de deuda por el Banco de España los empujaron de nuevo al alza (por encima del 39 % del PIB en 2019), dado que una parte relevante de los recursos utilizados en sus compras finalizaron en instituciones financieras de *hubs* exteriores (Holanda o Alemania) en forma de saldos deudores TARGET2 (Baldo *et al.*, 2017; Bank of International Settlements, 2017; Eisenschmidt *et al.*, 2017 y 2022; Alves *et al.*, 2018; Arce

et al., 2019). Desde la COVID y hasta 2023, los pasivos exteriores del Banco de España han continuado aumentando hasta el 37 % del PIB (26 puntos en saldos deudores TARGET2).

En suma, en el sector financiero se ha asistido a una sustitución de pasivos exteriores privados por públicos (desde las instituciones financieras monetarias y no monetarias al Banco de España). A esto hay que sumar el creciente endeudamiento de las AA. PP. con el resto del mundo: del 19 % del PIB de 2008 al 53 % de 2019 y al 45 % de 2023. Y, finalmente, a las posiciones deudoras del sector financiero y de las AA. PP. cabe añadir las de las empresas no financieras (SNF) que, desde el estallido de la crisis en 2008, han incrementado modestamente sus pasivos con el exterior: un 72 % en 2008, un 83 % en 2013 y, finalmente, un 87 % en 2023.

Gráfico 24. Saldos TARGET2, 2010-2024 (mm de euros)

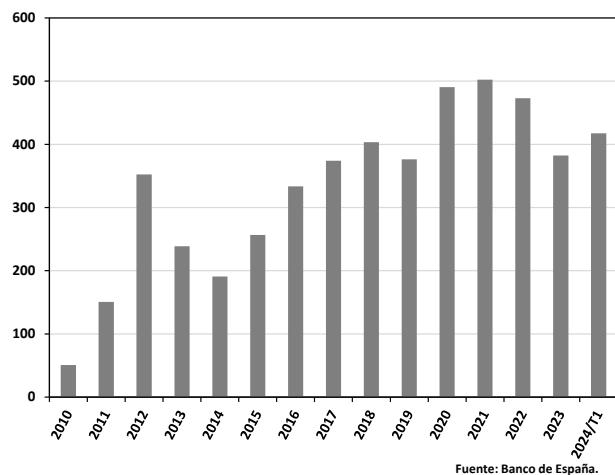
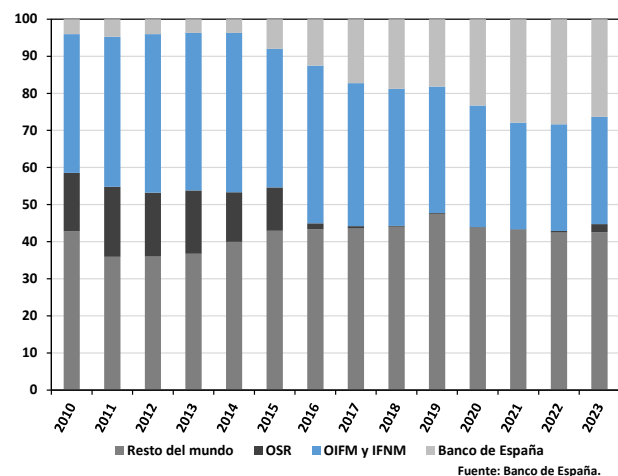


Gráfico 25. Deuda pública por sectores de contrapartida, 2010-2023 (% del total)



Por lo que se refiere a deuda bruta, a continuación se comentan brevemente tanto su fuerte aumento como su composición por instrumentos. Respecto de su

dinámica, los últimos años han contemplado la misma expansión que para el conjunto de pasivos: del 50 % al 147 % del PIB entre 1997 y 2008, y hasta el 164 % en 2019; mientras que en 2020-2023, los cambios en el PIB y en tipos de interés la han reducido un tanto (al 158 % de 2023), regresando a registros parecidos a los previos a la COVID, aunque todavía 100 puntos del PIB superior al nivel de 1997. Junto a ello cabe destacar las modificaciones en los instrumentos en los que se expresa, dado que las tensiones que puede generar su refinanciación dependen críticamente de esa composición. Así, entre 2008 y 2023, el efectivo y depósitos han aumentado (del 49 % del PIB al 66 % del PIB) que refleja, fundamentalmente, depósitos en el Banco de España (de cerca del 4 % al 36 % del PIB) que expresan que parte de las TLTRO se depositaron en cuentas en el instituto emisor, mientras los títulos de deuda han reducido su aporte (del 69 % al 62 % del PIB) y los préstamos se han mantenido (cerca del 29 % del PIB); finalmente, y este elemento no es menor, la IED también ha aumentado (del 41,2 % al 56,0 % del PIB). En suma, el menor aporte de los instrumentos de deuda y el mayor peso de la IED son indicativos de una mejor estructura de los distintos instrumentos de deuda bruta, a la que hay que añadir que el fuerte aumento de los depósitos en el Banco de España tampoco genera particulares preocupaciones.

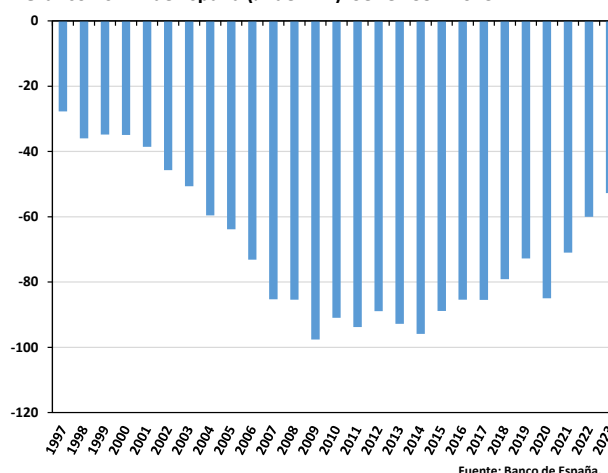
5.2. Mejora pos-COVID de la posición de inversión internacional (PII)

Los excesivos valores de la crítica variable de la PII se han corregido los últimos años de forma notable hasta situarse en el -53 % en 2023, el valor más reducido desde 2002. Considerando el período 2009-2023, es difícil no destacar su insólita caída, próxima a los 45 puntos del PIB, desde el máximo del -98 % de 2009. A pesar de estas notables mejoras, en 2023 la PII continuaba muy por encima del -35 % del PIB exigido por el MIP, que supera la de otros países deudores netos como Francia (-29 %), y está muy lejos de los que presentan posiciones acreedoras como Italia (7 %), Austria (17 %), Bélgica (65 %), Alemania (70 %) o los Países Bajos (72 %), aunque se aleja del grupo de países con valores más elevados, como Grecia (-141 %), Irlanda (-106 %) o Portugal (-73 %).

Esa mejoría sustancial refleja tanto el impacto de aspectos que contribuyen a su disminución (crecimientos nominales, revisión al alza del PIB y contribución de la balanza exterior), como los que la puedan aumentar (incrementos diferenciales de precios

y volúmenes de activos y pasivos) junto a otros que no tienen signo definido (discrepancias entre balanza de pagos y cuentas financieras o efectos valoración de finales de 2022 y principios de 2023 por el incremento de tipos). Así, por ejemplo, la disminución de la PII en 2016-2018 (del -89,7 % al -79,1 % del PIB) se explicó por el alza del PIB nominal (-9 puntos) y la capacidad de financiación del país (-6 puntos), mientras los efectos de valoración y otras variaciones en volumen la aumentaron (+3 puntos) (Alves *et al.*, 2019); por su parte, en 2020 el hundimiento nominal del PIB y los negativos impactos del alza del euro la elevaron al -85 % (Álvarez *et al.*, 2021); finalmente, en 2022 la PII deudora se redujo en unos 60 mm de euros por el saldo de las transacciones financieras con el exterior (unos 24 mm) y, en particular, revalorizaciones (casi 40 mm), por cambios en los precios (más de 28 mm, por la caída del valor de los pasivos resultado del aumento de tipos de interés) o por el tipo de cambio (unos 12 mm), y otros cambios en volumen (Alves *et al.*, 2023).

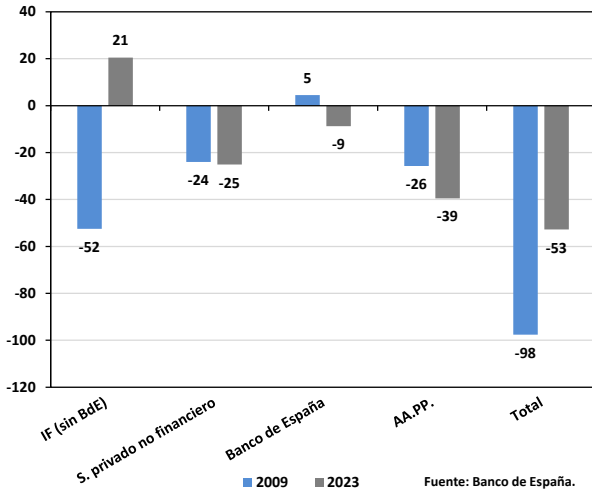
Gráfico 26. PII de España (% del PIB). Serie 1997-2023



A la fuerte reducción de la PII hay que añadir las sustanciales modificaciones en su composición sectorial. El elevado nivel de la PII en 2009 (-98 % del PIB) reflejaba, fundamentalmente, los más de 77 puntos aportados por el sector privado (financiero y no financiero), una muy elevada proporción que la hacía particularmente frágil a cambios en las percepciones de los mercados, como sucedió entre 2008 y 2012. Aquellos 77 puntos, además, eran el reflejo de una contribución muy sustancial del sector financiero monetario (excluido el Banco de España), que aportaba 44 de ellos, mientras a las instituciones no monetarias correspondían 9 puntos, a los que había que añadir 24 del endeudamiento neto de las SNF; por su parte, el Banco

de España presentaba saldo superavitario (+5 %) y a las AA. PP. correspondían los 26 puntos restantes.

Gráfico 27. Composición sectorial de la PII de España: IF (sin Banco de España), sector privado no financiero, Banco de España y AA. PP. 2009 y 2023 (% del PIB)



Esta situación comenzó a alterarse significativamente a partir de 2013-2014. Esto expresaba cambios en el endeudamiento exterior de sectores como el financiero y el de las AA. PP., junto a la intervención del BCE: directamente, a través del programa de compra de activos y el aumento correspondiente de las posiciones TARGET2 del Banco de España; indirectamente, por el alza de precios y la disminución de la rentabilidad asociada a dichas compras, que impulsó la adquisición de valores de las AA. PP. por el resto del mundo. Con ello, entre 2009 y 2019, junto a la disminución de la PII se añadió un marcado comportamiento asimétrico entre los principales sectores responsables: empeoramiento de la PII de las AA. PP. y del Banco de España, y notable mejora del sector privado (financiero y no financiero). De hecho, mientras que los sectores privados la habían reducido drásticamente (del -77 % al -10 % del PIB), los públicos (Banco de España y AA. PP.) la aumentaron sustancialmente (del -21 % al -62 % del PIB).

La muy intensa contracción de la PII privada reflejó, básicamente, la del sector bancario (del elevado -43,6 % del PIB en 2009 al muy reducido -1,5 % de 2019), al tiempo que las instituciones financieras no monetarias modificaron el signo de su posición, desde un saldo deudor en 2009 (-8,9 % del PIB) a un saldo acreedor en 2019 (20,4 %); finalmente, las SNF aumentaban moderadamente su deuda neta (del -24 % al -29 %). En el otro extremo del riesgo y entre 2009 y 2019, los sectores públicos (Banco de España y AA. PP.)

empeoraron sustancialmente su PII: las AA. PP. incrementaron su saldo deudor (del -26 % al -47 % del PIB), mientras el Banco de España alteró su posición exterior neta, desde la acreedora de 2009 a la deudora de 2019 (del +5 al -15,3 % del PIB).

Entre 2019 y 2023 estas tendencias han continuado reforzándose. La PII del sector privado se ha reducido a valores prácticamente nulos (desde el -10 % al -4,5 %), destacando la práctica estabilidad en la mínima posición de las OIFM (del -1,5 % al -2,9 % del PIB), mientras las otras instituciones financieras no monetarias han continuado con el aumento de sus posiciones acreedoras (del 20,4 % al 23,4 %), al tiempo que las SNF redujeron moderadamente su saldo deudor (del -29,2 % al -25,1 % del PIB). Por su parte, las instituciones públicas (Banco de España y AA. PP.), aunque mostraron una cierta corrección a la baja, mantenían una muy elevada PII deudora (del -62 % de 2019 al -49 % de 2023), reflejando tanto cambios en las posiciones deudoras netas del Banco de España (del -15,3 % al -8,7 %) como de las AA. PP. (del -47 % al -40 %).

En síntesis, a la caída de la PII hay que incluir como factor relevante, que ayuda a comprender la estabilidad macroeconómica del país, el cambio desde el sector privado al público y el creciente peso de las SNF, modificación que dota a la todavía elevada PII de menor vulnerabilidad. Este aspecto es más que destacable: los sectores cuyas empresas podían presentar quiebras (o parciales suspensiones de pagos) han reducido drásticamente su exposición neta exterior, mientras que lo han ganado aquellos que difícilmente podrían presentar situaciones parecidas (AA. PP. o Banco de España). Finalmente, un elemento adicional que refuerza la solvencia exterior es el sesgo 2013-2023 de la PII hacia pasivos menos exigibles: excluyendo los instrumentos *non-defaultables* (la PII neta menos inversión directa, excepto las inversiones de cartera salvo títulos de renta variable), la situación en 2022 mostraba un peso cercano al -30 % del PIB (EC, 2024b), muy por debajo del -53 % de la PII.

¿Hasta qué punto el esfuerzo en la reducción de la PII de España es suficiente? El procedimiento de desequilibrios macroeconómicos excesivos de la Comisión (MIP) establece que, para evitar tensiones sobre la solvencia exterior, la PII no debería superar el -35 % del PIB. Con esta métrica, España se encuentra todavía lejos de haber alcanzado los niveles adecuados; además, y aunque los saldos exteriores han sido positivos a partir de 2012, su media 2015-2023 (2,4 % del PIB) no permite reducciones

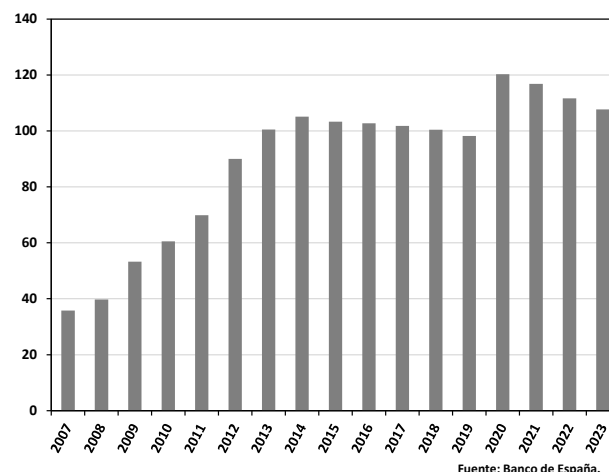
sustanciales de la PII, una dinámica que ya se había observado con anterioridad (Cuadrado y Moral-Benito, 2016). En suma, con la exigencia del MIP todavía son necesarios años de esfuerzo (EC, 2023*d*). Más allá de ese límite, que no diferencia entre situaciones particulares de cada país, la UE o el FMI han introducido niveles estimados con características fundamentales (NIIP norms) o en función de la probabilidad de crisis de pagos exteriores (Prudential NIIP Thresholds). Para 2016, el nivel de la PII (cerca del 80 % del PIB) debía reducirse al 37 % con el límite de la norma y al 61 % con el prudencial (o el 57 % para el límite prudencial solo incluyendo instrumentos *non-defaultables*) (Turrini y Zeugner, 2019). Y aunque no hay estimaciones para los últimos años, las diferencias observadas anteriormente sugieren que hoy deben continuar siendo relevantes.

6. Aumento de la deuda pública y perspectivas a medio plazo

Una de las consecuencias de mayor alcance del choque de la COVID fue la sustancial elevación de la deuda pública por encima del 120 % del PIB, aunque la recuperación 2021-2023 ha permitido reducirla al 107,7 %. Se trata de una variable que desde el máximo poscrisis financiera (105 % del PIB en 2014) había experimentado solo modestas reducciones (98,2 % en 2019) y que ha reemergido como un relevante y preocupante desequilibrio financiero; y ello pese a aspectos que hoy reducen su fragilidad: ampliación de su vida media (7,84 años a finales de 2023, desde los 6,20 de 2013) y menor carga financiera (del 3,6 % del PIB en 2013 al 2,1 % de finales de 2023). En la dinámica hasta 2023 conviene enfatizar que la reducción de la deuda pública en 2021 y 2022, en más de 10 puntos del PIB en cada uno de ambos ejercicios, se debió a la variación nominal del PIB, mientras que la necesidad de financiar el déficit la elevó entre 6 y 5 puntos (García-Moral y Laporta-Corbera, 2024).

En la hipótesis de moderación de tipos de interés que se espera para 2024-2026, hay tres aspectos de la dinámica de la deuda pública que merecen atención: las dificultades para mantener crecimientos reales del PIB superiores al 1,5 %; el previsible y negativo impacto del envejecimiento; y la composición sectorial de los propietarios de la deuda.

Gráfico 28. Dinámica de la deuda pública 2007-2023 (% del PIB)



Respecto a la posibilidad de conseguir avances del PIB por encima del 1,5 %, ya tras la pandemia, el Banco de España sugería que, sin reformas estructurales de calado y adecuada selección de proyectos NextGen, a medio plazo difícilmente podrían alcanzarse avances del 2 % (Cuadrado *et al.*, 2022). Además, y aunque no son objeto de este *Policy Brief*, se quiere dejar constancia que tanto la Comisión (EC, 2023*f*) como el FMI (IMF, 2024*b*) y la AIReF (2023) han destacado la importancia de menores crecimientos nominales del PIB en el contexto de déficits persistentes y elevado valor de la deuda.

Por otro lado, y más allá de la década actual, el envejecimiento ha de generar un inevitable deterioro de la tasa de dependencia y, con él, un esperable y negativo impacto en las finanzas públicas (EC, 2024*a*; Banco de España, 2024*b*), incluso con las optimistas previsiones de entrada neta de inmigrantes que proyecta el INE. La Comisión ha venido utilizando el *Debt Sustainability Analysis* para definir el horizonte posible del endeudamiento público (Bouabdallah *et al.*, 2017), una metodología que se ha reformado parcialmente con el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento que entra en vigor a finales de 2024, y que sitúa en el centro de los ajustes la reducción de la deuda pública. Para ello, tanto la Comisión como las propuestas de cada país deben definir, para un período de 10 años, un proceso de reducción paulatina que debe incorporar su nivel inicial, las previsiones de crecimiento del PIB y los riesgos presupuestarios como los asociados al envejecimiento, que la Comisión define en su *Ageing Report* (EC, 2024*a*). En su último análisis sobre las perspectivas de deuda y déficit para la próxima década, y con el nuevo sistema de evaluación, la Comisión considera que los costes del envejecimiento aumentarán del 0,1 % del PIB estimado para 2025 al 2,5 % de 2034, mientras que los intereses a

pagar pasarían del 2,5 % al 4,4 % del PIB en el mismo período. Considerando otros elementos (aumento del PIB, inflación y otros aspectos), se estima que la deuda pública alcanzaría cerca del 118 % del PIB en 2034 (EC, 2024c).

Finalmente, y por lo que se refiere a la distribución por sectores tenedores, no puede olvidarse el papel del Banco de España en el control de una parte no menor del stock de deuda pública en circulación, que mitiga los negativos efectos de su fuerte aumento. De hecho, desde 2015 a 2023, la compra de activos por el BCE ha permitido que del incremento de deuda pública del período (unos 460 mm, de 1,1 a 1,6 billones de euros), cerca del 70 % lo haya absorbido el Banco de España (excluyendo cambios en los precios) de forma que, en 2023, sus posiciones han alcanzado los 415 mm (28,4 % del PIB). No obstante, desde que en 2022-2023 el BCE ha comenzado a reducir lentamente su stock de valores, las tenencias de deuda pública por el Banco de España deben irse reduciendo. Ello sin duda presionará sobre las emisiones brutas del sector, en torno al citado 20-21 % del PIB, unos elevados valores que la Comisión prevé se mantengan hasta 2034 (EC, 2024c). Finalmente, junto al Banco de España, el otro gran sector que acumula deuda pública es el del resto del mundo; su peso no ha dejado de ganar posiciones: de cerca del 18 % del total en 2008 a casi el 46 % en 2019, una aportación que en 2023 se ha estabilizado. Ese notable volumen constituye, lógicamente, otro elemento que acentúa la fragilidad del volumen de deuda pública.

7. Conclusiones

De la dinámica de los balances de los sectores internos y de los del país con el resto del mundo, se desprende un balance relativamente favorable. A pesar de ello, continúan existiendo aspectos preocupantes que no permiten definir una situación de estabilidad que, además, podría empeorar rápidamente de modificarse algunas de las condiciones que han permitido el desapalancamiento que se ha analizado en este *Policy Brief*. Además, en estas consideraciones finales en absoluto puede olvidarse el crítico papel del BCE y de la Comisión en la disminución de la deuda interna y exterior.

En todo caso, y en el ámbito de los cambios positivos de la última década y media, hay que enfatizar la intensa

reducción del endeudamiento exterior de la banca, que había estado en el origen de la crisis merced a los excesos de crédito, parcialmente financiados con endeudamiento en el resto del mundo. Desde este punto de vista, el doble ajuste del sector, tanto en tamaño como en deuda exterior, constituye probablemente uno de los aspectos más positivos de lo sucedido desde la crisis financiera y, en particular, a partir de 2015. Junto a esa mejora del sector financiero, la notable reducción de la PII de España también es relevante: su caída, su sesgo hacia sectores con escasa o nula probabilidad de quiebra y el creciente peso de instrumentos *non-defaultables* definen una situación sensiblemente mejor que la de hace una década. No obstante, no puede dejarse de mencionar que su nivel absoluto continua por encima del -35 % del PIB exigido por el MIP, y más alejada todavía de valores prudenciales o de referencia, que son los adecuados para contener crisis de la balanza de pagos. En este ámbito hay que destacar el salto de escala del saldo por cuenta corriente, desde el tradicional registro negativo a una nueva situación de saldos positivos a partir de 2012, que han continuado hasta 2024, con previsiones de continuidad para los próximos ejercicios, aunque cerca de la mitad de la mejora del saldo por cuenta corriente deriva de la acción de factores transitorios. Finalmente, y en parte reflejando la disminución del tamaño del sector financiero, hay que citar la muy notable disminución del endeudamiento del sector privado no financiero como otro de los logros alcanzados, incluso transitando por los difíciles ejercicios 2020-2023.

Junto a estos aspectos, deben mencionarse otros menos favorables que no deberían olvidarse: el carácter absolutamente excepcional de la intervención del BCE en la reconducción de los desequilibrios, junto al apoyo de la UE los últimos años y, vinculado a ambos elementos, la imperiosa necesidad de aumentar la productividad, y con ella, el crecimiento potencial del PIB. Sería un error olvidar que sin los apoyos del BCE, primero en 2011-2012 y posteriormente a partir de 2014-2015 hasta 2022, difícilmente la economía española se encontraría dónde está hoy. En particular, cuando el horizonte que se dibuja a partir de este 2024 es radicalmente distinto: tipos de interés más elevados, disminución de los elevados volúmenes de deuda acumulados en el balance del Eurosistema y supresión de los créditos a largo plazo a la banca. Ciertamente se puede argumentar que, de ser necesario, la intervención del BCE regresaría. Pero hay que recordar que la UE no es un estado federal y que, por tanto, las ayudas que el BCE o la Comisión han

suministrado difícilmente pueden mantenerse sin cambios radicales en la configuración política de la Unión. Más si se recuerda que los diferenciales en el peso de la deuda pública sobre el PIB entre el sur y el centro de la UEM (una ratio de 2 a 1) sugieren un complejo equilibrio para la acción tanto del BCE como de la Comisión. En suma, la economía española ha entrado en una nueva fase en la que las muletas que la han ayudado a sostenerse desde 2012 comienzan a dejar paso a una nueva situación en la que han de ser los recursos interiores los que la sostengan a partir de ahora.

En este orden de ideas conviene no olvidar que continúan en pie desequilibrios no menores. Este es el caso del endeudamiento de las AA. PP., en particular dado el horizonte de envejecimiento, que no solo no se ha reconducido sino que, por mor de los choques de los últimos años, ha alcanzado niveles alarmantes. También preocupa una PII que, a pesar de las mejoras, se sitúa todavía por encima de lo que sería deseable. Finalmente, y aunque el sector privado no financiero (hogares y empresas no financieras) haya reducido sustancialmente sus niveles de endeudamiento, todavía le queda un largo camino que recorrer con los nuevos umbrales que tanto la Comisión como el FMI han puesto en marcha. En este ámbito hay que reforzar, mantener y, a ser posible, ampliar el saldo por cuenta corriente. Aunque son ya cerca de 12 los años de superávits, dado el peso de factores transitorios en su mejora, no hay garantía de su mantenimiento, aunque es cierto que en exportaciones de bienes y servicios no turísticos, y merced a la ampliación de la base exportadora, el cambio parece más sólido a medio plazo. En todo caso, y a expensas de lo que pueda suceder a los precios de activos y pasivos financieros, la única forma de reducir la elevada posición de inversión internacional implica superávits exteriores más amplios y más dilatados en el tiempo.

En las condiciones más favorables alcanzadas en 2023-2024, y en el contexto de la paulatina desaparición de las ayudas del BCE y de la UE, y con registros de deuda interna y exterior todavía alejados de los requerimientos adecuados ¿qué hacer? La receta es conocida: reforzar y ampliar el crecimiento de la productividad, impulsar los sectores productivos menos directamente vinculados a los servicios personales y turísticos y, en particular, modificar la composición del crecimiento desde el empleo a la productividad por ocupado. Esto exigiría, lógicamente, desviar recursos hacia los sectores menos intensivos en mano de obra, que permitieran crecimientos basados en una dotación de capital por

ocupado más elevada. De no hacer esa transición ni reforzar los elementos que hoy se apuntan, será ciertamente difícil hacer frente a unas finanzas públicas que todo apunta se van a deteriorar por el creciente envejecimiento de la población y, simultáneamente, atender a la necesaria reducción de la elevada PII y la fase final de despalancamiento privado.

En 2022 (*Policy Brief*, 16) afirmábamos que la recuperación 2013-2019 había continuado con la versión más tradicional y menos sólida del crecimiento: fuertes avances de empleo, combinados con baja productividad, del trabajo o de la PTF. Esta afirmación, en lo sustancial y teniendo en cuenta el impacto de la COVID, puede extenderse hasta 2024. Esto refleja que la redistribución factorial subyacente a la recuperación de exportaciones se encuentra lejos de la que sería deseable (excesivo peso del terciario y, en particular, de los servicios personales); por no hablar de los déficits en aspectos que limitan un sólido avance de la actividad, donde muchas de las debilidades existentes antes de la crisis financiera continúan hoy presentes. I hay que añadir que, desde 2019, el aumento de la inversión ha sido limitado. Este balance sugiere que es muy difícil conseguir aumentos reales del PIB (por encima del 1,5 % - 2,0 % del PIB) con menores incrementos de ocupación que reflejen avances más elevados de la productividad.

En suma, más allá de 2024, la asintótica reducción del apoyo del BCE, la reducción de la inflación, el menor soporte de fondos europeos extraordinarios, la necesidad de reducir el elevado endeudamiento público, los todavía preocupantes niveles de deuda privada y exterior o las dificultades de crecimiento de la UEM refuerzan la necesidad de inversión a largo plazo en los factores que contribuyen al crecimiento de la productividad: capital humano, investigación, innovación y desarrollo e infraestructuras. No son recomendaciones nuevas. Pero tras una década y media de reajuste de los excesos de los primeros 2000, y sustancial modificación en los mecanismos de apoyo de la economía española, no pueden posponerse.

Referencias

- Aguilar, P.A.; Alloza, M.; Costain, J.; Hurtado, S. y Jaime Martínez-Martín (2024). "[El efecto de los programas de compras de activos del Banco Central Europeo en las cuentas públicas de España](#)." *Documentos Ocasionales*, Banco de España, nº 2409, marzo.
- Álvarez, L.; Alves, P.; López, E.; Martín, C. (2021). "[La balanza de pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2020](#)". *Boletín Económico*, 2, Banco de España.
- Alves, P.; Millaruelo, A.; del Río, A. (2018). "[El aumento de los saldos TARGET en la UEM desde 2015](#)". *Boletín Económico*, 4/2018. Banco de España, 5 de diciembre.
- Alves, P.; Martín, C.; Roibás, I. (2019). "[La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2018](#)". *Boletín Económico*, 2/2019. Banco de España, 23 de mayo.
- Alves, P., Jiménez, P., Del Portillo, G. y Simón, M. I. (2023). "[La balanza de pagos y la posición de inversión internacional de España en 2022](#)". *Boletín económico*, 2023/T2. Banco de España, 26 de mayo.
- Arce, O.; Nuño, G.; Thomas, C. (2019). "[La política monetaria del Eurosistema tras el final de las compras netas de activos](#)". *Boletín Económico* 1/2019. Banco de España, 21 de febrero.
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2023). "[Report on the Rebalancing Plan](#)". *Report* 75/23, 12 de diciembre.
- Baldo, L.; Hallinger, B.; Helmus, C. *et al.* (2017). "[The distribution of excess liquidity in the euro area](#)". *Occasional Paper Series*, nº. 200, noviembre, ECB.
- Banco de España (2018). "[Informe anual 2017](#)".
- Banco de España (2022). "[Risks to the financial sector and its resilience](#)", *Financial Stability Report*, primavera.
- Banco de España (2023a). "[Informe de estabilidad financiera. Primavera 2023](#)", 19 de abril.
- Banco de España (2023b). "[Informe de estabilidad financiera. Otoño 2023](#)".
- Banco de España (2023c). "[El Banco de España mantiene el colchón de capital anticíclico en el 0 %](#)", Nota de prensa, 13 de diciembre.
- Banco de España (2023d). "[Cuentas anuales del Banco de España 2023](#)."
- Banco de España (2024a). "[Estadísticas supervisoras de las entidades de crédito 2023/T3](#)". Nota de prensa estadística, 19 de enero.
- Banco de España (2024b). "[Informe de estabilidad financiera. Primavera 2024](#)", 15 de abril.
- Banco de España (2024c). "[Memoria de supervisión 2023](#)", 18 de abril.
- Banco de España (2024d). "[Informe anual 2023](#)".
- Bank of International Settlements (2017). "[What is driving the renewed increase in TARGET2 balances?](#)". *Quarterly Review*, marzo.
- Beday, M.; Estrada, A., y Saurina, J. (2020). "[Bank capital, lending booms, and busts: Evidence from Spain over the last 150 years](#)". *Latin America Journal of Central Banking* 1 (2020).
- Bekaert, G.; Hoerova, M. y Lo Duca, M. (2010). "[Risk, uncertainty and monetary policy](#)". *NBER Working paper* 16397, septiembre.
- Bekaert, G.; Hoerova, M. y Xu, Nancy R. (2023). "[Risk, monetary policy and asset prices in a global world](#)", *Working Paper* nº 2879. ECB, noviembre.
- Bouabdallah, O.; Checherita-Westphal, Ch.; Warmedinger, T.; Stefani, R. de; Drudi, F.; Setzer, R. y Westpha, A. (2017). "[Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework](#)", *Occasional Paper* Nº 185, abril 2017, European Central Bank.
- Bricogne, J-Ch.; Coutinho, L.; Turrin, A. y Zeugner, S. (2020). "[Is Private Debt Excessive?](#)". *Open Economies Review* (2020) 31:471-512.
- Castells, A. (2021). "[Para hacer frente a la crisis de la COVID-19: avanzar hacia la integración europea](#)", *Policy Brief* nº. 15, EuropeG, febrero.
- Castillo Lozoya, M^a. C.; Pérez, M^a. L. y Garcia-Escudero, E. E. (2024). "[El efecto de la amortización de las TLTRO III en el balance de las entidades de crédito españolas](#).", *Boletín Económico* 2024/T2, Banco de España, 21 de marzo.
- Catão, A. V.; Milesi-Ferretti, G. M. (2013). "[External Liabilities and Crises](#)". *IMF Working Paper*, 13/113, mayo.

- Cecchetti, S.; McCauley, R. N.; McGuire, P. (2012). [“Interpreting Target 2 Balances”](#). *BIS Working Paper*, nº. 393.
- Claessens, S.; Ayhan Kose, M. (2013). [“Financial Crises: Explanations, Types, and Implications”](#) en Claessens, S; Laeven, L.; Valencia, F. (edit.). *Financial Crises, Causes, Consequences, and Policy Responses*, capítulo 1, p. 3-61. Washington: International Monetary Fund.
- Coutinho, L.; Turrini, A. y Zeugner, S. (2018). [“Methodologies for the Assessment of Current Account Benchmarks”](#), *Discussion Paper* 086, septiembre.
- Cuadrado, P. y Moral-Benito, E. (2016). [“El crecimiento potencial de la economía española”](#), *Documentos Ocasionales*, nº. 1603, Banco de España.
- Cuadrado, P.; Izquierdo, M.; Montero, J.M.; Moral-Benito, E. y Quintana, J. (2022). [“El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia”](#), *Documentos Ocasionales*, nº. 2208, Banco de España.
- Delgado-Téllez, M.; Moral-Benito, E. y Viani, F. (2020). [“An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors.”](#), *SERIEs* (2020) 11:501-529.
- Dieckelmann, D.; Hempell, H.S.; Jarmulska, B.; Lang, J.H. y Rusnák, M. (2023). [“House prices and ultra-low interest rates: exploring the non-linear nexus”](#), *Working Paper* nº. 2789. ECB, febrero.
- Eisenschmidt, J.; Kean, D.; Schmitz, M.; Adalid, R.; Papsdor, P. (2017). [“The Eurosystem’s asset purchase programme and TARGET balances.”](#) *Occasional Paper Series*, nº. 196. European Central Bank, septiembre.
- Eisenschmidt, J.; Kedan, D. y Schmitz, M. (2022). [“Euro area monetary policy and TARGET balances: a trilogy”](#), *Working Paper* nº. 2750. ECB, noviembre.
- Escolar, J. e Yribarren. J. R. (2021), [“Medidas del Banco Central Europeo y del Banco de España contra los efectos del covid-19 en el marco de los activos de garantía de política monetaria, y su impacto en las entidades españolas”](#) *Documentos Ocasionales* nº. 2128.
- European Banking Authority (2020). [“Report on NPLs. Progress made and challenges ahead”](#).
- European Banking Authority (2023a). [“MREL Dashboard”](#), Q3 2023.
- European Banking Authority (2023b). [“Ad-Hoc analysis of unrealised losses on EU bank’s bond holdings”](#), 28 de julio.
- European Banking Authority (2023c). [“Basel III monitoring exercise results based on data as of 31 December 2022”](#), EBA/Rep/2023/32, 26 de septiembre.
- European Banking Authority (2023d). [“Risk Dashboard”](#). Data as of Q4 2023.
- European Central Bank (2024a). [“Supervisory banking statistics of significant institutions for the fourth quarter of 2023”](#), 10 de abril.
- European Central Bank (2024b). [“The ECB Survey of Monetary Analysts”](#), abril.
- European Central Bank (2024c). [“Annual report on supervisory activities”](#).
- European Commission (2020). [“Country Report Spain 2020”](#). *Commission Staff Working Document*. Bruselas, 26 de febrero.
- European Commission (2021). [“In-Depth Review for Spain”](#). *Commission Staff Working Document* (SWD(2021) 404 final, Bruselas, 2 de junio.
- European Commission (2022). [“Alert Mechanism Report 2023”](#). Strasbourg, 22.11.2022, COM(2022) 781 final.
- European Commission (2023a). [“External Sustainability Analysis. Thematic Note to Support In-Depths Reviews”](#), *Institutional Paper* 196, abril.
- European Commission (2023b). [“Debt Sustainability Monitor 2023”](#), *Institutional Paper* 199, abril.
- European Commission (2023c). [“Post-Programme Surveillance Report”](#), *Institutional Paper* 204, mayo.
- European Commission (2023d). [“Post-Programme Surveillance Report. Spain, Autumn 2023”](#), *Institutional Paper* 264, 21 de diciembre.
- European Commission (2023e). [“In-depth review for Spain”](#), *Commission Staff Working Document*, SWD(2023) 632 final, Bruselas, 24 de mayo.
- European Commission (2023f). [“2023 Country Report. Spain”](#), *Institutional Paper* 233, junio.
- European Commission (2023g). [“2024 Euro Area Report”](#), *Institutional Paper* 259, noviembre.
- European Commission (2023h). [“External Sustainability Analysis. Thematic Note to Support I-Depth Reviews”](#), European Economy, *Institutional Paper* 196, abril.
- European Commission (2024a). [“2024 Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member](#)

- [States \(2022-2070\)](#)”, *Institutional paper* 279, European Economy, abril 2024.
- European Commission (2024b). [“Alert Mechanism Report 2024”](#). *Commission Staff Working Document*, Strasbourg, 22.11.2023, SDW(2023) 901 final.
- European Commission (2024c). [“Debt Sustainability Monitor 2023”](#). *European Economy, Institutional Paper* 271, marzo.
- European Systemic Risk Board (2022). [“Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries”](#), febrero.
- European Systemic Risk Board (2023). [“Vulnerabilities in the EEA commercial real estate sector”](#), enero.
- European Systemic Risk Board (2024). [“Follow-up report on residential real estate sector vulnerabilities”](#), 1 de febrero.
- EuropeG (2012). [“Competitividad y desaplancamiento exterior: los retos pendientes”](#). *Policy Brief*, nº. 2, julio.
- EuropeG (2014). [“Aspectos clave en el ajuste de la economía española 2012-2014”](#). *Policy Brief*, nº. 5, mayo.
- EuropeG (2016). [“Recuperación y persistencia de fragilidades: deuda interna y sector exterior en España 2013-2016”](#). *Policy Brief*, nº. 9, septiembre.
- García-Moral, B. y Laporta-Corbera, M^a I. (2024), [“La evolución de la deuda pública en España en 2022”](#). *Boletín Económico*, 2024/T1, Banco de España.
- International Monetary Fund (2017). [“Spain, Financial Sector Assessment Program. Impaired Assets and Nonperforming Loans”](#), noviembre.
- International Monetary Fund (2021). [“Spain. Staff Report for the 2021 Article IV Consultation”](#), 16 de enero.
- International Monetary Fund (2022a). [“Spain. Staff Report for the 2022 Article IV Consultation”](#), 16 de noviembre.
- International Monetary Fund (2023b). [“External Sector Report. External Rebalancing in Turbulent Times”](#)
- International Monetary Fund (2024a). [“Spain: Staff Concluding Statement of the 2024 article IV Mission”](#), 12 de abril.
- International Monetary Fund (2024b). [“Fiscal Monitor”](#). abril.
- Mendoza, E. (2002). [“Credit, Prices, and Crashes: Business Cycles with a Sudden Stop”](#) en Frankel, J. A. y Edwards, S. (ed.). *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, pp. 335-92, Chicago: University of Chicago Press.
- Mendoza, E. (2010). [“Sudden Stops, Financial Crises and Leverage”](#). *American Economic Review* (diciembre). 1941-1966.
- Milesi-Ferretti, G. M.; Tille, C. (2011). [“The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis”](#). *Economic Policy* 26(66), 285-342.
- Myro, R. (2018). [“Crecimiento económico con equilibrio exterior. Un nuevo escenario para la economía española”](#) *Policy Brief*, nº. 13, EuropeG.
- Obstfeld, M. (2012a). [“Does the Current Account Still Matter?”](#). *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 102(3). 1-23. Richard T. Ely Lecture.
- Obstfeld, M. (2012b). [“Financial Flows, Financial Crises, and Global Imbalances”](#). *Journal of International Money and Finance* 31, 469-480.
- Oliver Alonso, J. (2017). [“La crisis económica en España”](#). RBA Editores, Barcelona.
- Oliver Alonso, J. (2022). [“Desequilibrios financieros de la economía española 2013-2019, efectos de la covid-19 e impacto de la intervención del BCE”](#), *Policy Brief* nº. 16., febrero, EuropeG.
- Phillips, S.; Catao, L.; Ricci, L.; Bems, R.; Das, M.; Di Giovanni, J.; Unusual, D.F.; Castillo, M.; Lee, J.; Rodriguez, J. y Vargas M. (2013). [“The external balance assessment \(EBA\) methodology”](#), *International Monetary Fund Working Paper* 13/272.
- Reinhart, C.; Rogoff, K. (2010). [“Growth in a Time of Debt”](#). *American Economic Review, Papers and Proceedings* 100, p. 573-578.
- Rovira, (2024), de próxima aparición.
- Ryan, E.; Horan, A. y Jarmulska, B. (2022). [“Commercial real estate and financial stability – new insights from the euro area credit register”](#), *Macroprudential Bulletin*, European Central Bank, Vol. 19.
- Tang, G.; Upper, C. (2010). [“Debt Reduction After Crises”](#). *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 25-38.

Turrini, A.; Zeugner, S. (2019). “[Benchmarks for Net International Investment Positions](#),” *Discussion Paper* 097, mayo, European Economy.

Waysand, C; Ross, K. y De Guzman, J. (2012), “[European Financial Linkages: A New Look at Imbalances](#)”, *IMF Working Paper*, nº 295, diciembre.

Abreviaturas

AA. PP.: administraciones públicas
 AIREF: Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal
 APP: Asset Purchase Programmes
 AT1: Additional Tier 1
 BCE: Banco Central Europeo
 CET1: Common Equity Tier 1
 EBA: European Banking Authority
 EC: European Commission
 ECB: European Central Bank
 ERTE: expediente de regulación temporal de empleo
 ESRB: European Systemic Risk Board
 FBCF: formación bruta de capital fijo
 FMI: Fondo Monetario Internacional
 HICP: Harmonised Index of Consumer Prices
 IED: inversión extranjera directa
 IF: instituciones financieras (monetarias y no monetarias más Banco de España)
 INE: Instituto Nacional de Estadística
 LCR: Liquidity Coverage Ratio
 LTRO: Longer-Term Refinancing Operations
 LTV: Loan-to-value
 MIP: Macroeconomic Imbalance Procedure
 mm: miles de millones
 MREL: Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities
 MRO: main refinancing operations
 NextGen: Next GenerationEU
 NPL: Non-performing loans
 NSFR: Net Stable Funding Ratio
 OIFM: otras instituciones financieras monetarias (excepto Banco de España)
 PELTRO: pandemic emergency longer-term refinancing operations
 PEPP: pandemic emergency purchase programme
 PIB: producto interior bruto
 PII: posición de inversión internacional
 SNF: sociedades no financieras
 SSM: Single Supervisory Mechanism (Mecanismo Único de Supervisión)
 SURE: Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency
 TARGET: Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System
 TIER1: capital de nivel 1
 TIER2: capital adicional (revaluación de reservas e instrumentos híbridos)
 TLTRO: Targeted longer-term refinancing operations
 TPI: Transmission Protection Instrument
 UE: Unión Europea
 UEM: Unión Económica y Monetaria

EuropeG está integrado por Antoni Castells (director), Josep Oliver (codirector), Rafael Myro, Emilio Ontiveros (†), Martí Parellada, Vicente Salas y Gemma García (coordinadora).

EuropeG

Parc Científic de Barcelona
Baldri i Reixac, 4
08028 Barcelona
Tel. 934 033 723
www.europeg.com



Con el apoyo de:

