

## Aspectos clave en el ajuste de la economía española 2012-2014: reducción del endeudamiento y mejora del sector exterior

### Policy Brief núm. 5

Abril, 2014

ISSN 2014-7457

En los primeros meses de 2014, la mejora de la economía española es ya evidente. En el ámbito financiero, la caída de las primas de riesgo, la reducción en tipos de interés, alzas bursátiles y el retorno de capitales marcan el final de los temores provocados por la posible salida de España del euro. En el ámbito de la actividad, los indicadores apuntan en la misma dirección. El empleo muestra una clara reducción de su contracción, la inversión en bienes de equipo aumenta, el consumo privado se recupera y todo apunta a que el PIB español avanzará en torno del 1 % en 2014. La segunda recesión, la iniciada en verano de 2011, puede darse por finalizada.

En este contexto más favorable, este *Policy Brief* intenta responder a dos preguntas fundamentales, que matizan la fortaleza de la recuperación en curso: cuál es la situación del desapalancamiento de los distintos sectores de la economía y del país con el resto del mundo, y cuál el carácter de la mejora exterior. Ambas están entrelazadas, ya que la reducción de los desequilibrios patrimoniales del sector privado no financiero, del público y del sistema bancario son condiciones para la liberación de recursos crediticios que exige la consolidación del crecimiento y para la reconducción del saldo exterior a valores que sean sostenibles a medio plazo, y abriguen la economía española de nuevas crisis de confianza. Por ello, la evolución del desapalancamiento, exterior e interno, se analiza en la primera parte (1. *El lento proceso de reducción del endeudamiento*), mientras que la segunda (2. *Crisis financiera y balanza exterior: los problemas a medio plazo*) presenta algunas reflexiones acerca del carácter, cíclico o estructural, de la mejora de la balanza exterior. Un apartado final, de deseables medidas de política (3. *Políticas de ajuste y crecimiento en el horizonte postcrisis*) cierra la exposición.

### 1. El lento proceso de reducción del endeudamiento

---

Aunque constituye un argumento común que España entró en la crisis con un sector privado muy apalancado (IMF, 2013a), en la génesis de nuestros problemas se destaca menos el papel de la deuda exterior y, dentro de ella, la del sector financiero. Esta fue determinante en la expansión del crédito interno, dado que sin la abundante liquidez exterior no hubiera sido posible financiar su notable aumento (Trichet, 2004; ECB, 2012), y en el alza de los precios inmobiliarios (Aizenman y Jinjara, 2009; Obstfeld y Rogoff, 2010; Obstfeld, 2012), factores clave de nuestra crisis. De hecho, los factores que llevaron a crecientes déficits exteriores, y, por lo tanto, a la acumulación de una negativa, y muy elevada, deuda neta exterior, reflejan la incorporación de España a la UEM por la desaparición de la tradicional restricción de financiación exterior y otros factores que la impulsaron. Entre estos, cabe destacar junto a la eliminación del tipo de cambio (Veld *et ál.*, 2012a) la liberalización financiera, que permitió la caída de la tasa de ahorro (Jaumotte y Sodsriwiboon, 2010) y la reducción en los tipos de interés reales (Andrés *et ál.*, 2010; Burriel *et ál.*, 2010; Veld *et ál.*, 2012a; EC, 2012). Pero no solo es relevante la deuda neta exterior. A efectos de la capacidad de financiación y refinanciación exterior, la magnitud substantiva es el endeudamiento bruto y, en especial, su componente más líquido, ya que es el que hay que refinanciar, sea cual sea el déficit exterior. Además, los efectos de reducciones súbitas en las posiciones deudoras con el resto del mundo son distintos de los que provoca el ajuste por excesivos déficits por cuenta corriente. Mientras la corrección de estos últimos implica aumentos del ahorro y caída de la demanda interna, la reducción de los pasivos brutos afecta a los precios de los activos, generando alzas de tipos de interés y de las

primas de riesgo; su corrección solo puede obtenerse con el retorno de la confianza a los inversores internacionales.

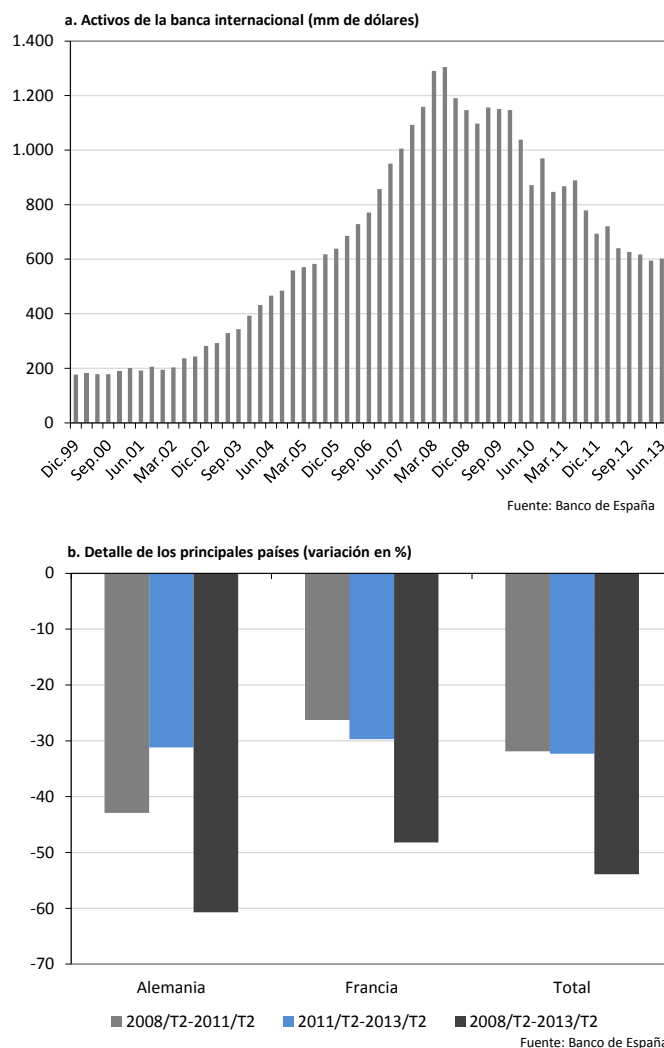
En suma, y aunque ambas deudas (interna y exterior) son dos caras de la misma moneda, a efectos de la estabilidad financiera de España la relevante es la exterior (neta y bruta). Y por ello estas notas comienzan analizando su dinámica y situación actual.

### 1.1. La crisis de balanza de pagos 2011-2012 y la corrección de los desequilibrios exteriores

Valorar la solidez de la recuperación de la economía española exige una cuidadosa evaluación de la situación de los desequilibrios de balance con el exterior. Estos aumentaron extraordinariamente entre 1997, cuando la convicción de la entrada de España en el euro redujo sensiblemente el coste de la financiación, y 2008, en el contexto de una creciente apertura financiera. A partir de 2008, y en el contexto de las modificaciones sobre el riesgo que la crisis iniciada en 2007 comenzó a generar, se hizo evidente la imposibilidad de continuar aumentándolos, porque una parte no menor de las entradas de capital se había dirigido a actividades que no iban a generar renta exterior en el futuro. Esto provocó una creciente desconfianza sobre nuestra solvencia, que se tradujo en una continuada salida de capitales privados de España. Así, entre 2008 y 2011, España se vio afectada por una crisis larvada en su financiación exterior, de forma que, entre junio de 2008 y junio de 2011, las posiciones acreedoras de la banca internacional sobre la economía española cayeron un -34 %, desde los 1,1 billones a los 740 mm de dólares (una reducción que contrastaba con el intenso aumento experimentado desde finales de la década de 1990, un 630 %, desde los 148 mm a los 1,1 billones de dólares entre diciembre de 1999 y diciembre de 2007). Esta creciente desconfianza se tradujo en un aumento de la prima de riesgo de la deuda pública que, medida en relación con el *bund* alemán a 10 años, aumentó desde los 4,8 a los 320,1 puntos básicos entre junio de 2007 y julio de 2011, aunque no existe consenso acerca de en qué medida el aumento de la prima de riesgo obedeció sustancialmente al empeoramiento de los fundamentales (el nivel de endeudamiento) o más bien a los movimientos de pánico de los mercados ante la incertidumbre sobre el futuro del euro (De Grauwe y Ji, 2013). Pero lo cierto es que no fue hasta mayo de 2010, con la extensión de la crisis de Grecia, cuando las

primas de riesgo españolas comenzaron a elevarse sustancialmente. Así, en la primera fase de la crisis financiera internacional (entre la primavera de 2007 y finales de 2009) la prima de riesgo española se mantuvo en torno a los 50 puntos básicos y alrededor de los 80 puntos entre enero y abril de 2010. En cambio, en la crisis de mayo de 2010 ya alcanzó los 133, y se estabilizó cerca de los 190 puntos en junio y julio. Además, el Bundesbank consideraba que el aumento del gap entre el riesgo-país de la periferia y Alemania respondía al retorno a una situación más acorde con la valoración real de los riesgos de la inversión. Así, en 2011, Alex Weber, presidente del Bundesbank, consideraba que lo que había sido preocupante en el comportamiento de las primas de riesgo había sido, más que su ampliación en la crisis, su reducción en la fase previa (Marsh, 2011, p. 280).

Gráfico 1. Activos de la banca internacional en España



De hecho, a finales de 2009, los efectos contractivos sobre la actividad y el empleo originados por la crisis de Lehman Brothers alcanzaron su máximo y, a partir de entonces y hasta el verano de 2011, la economía española inició una fase de continuada mejora. De esta forma, el PIB pasó de una caída anual del -4,5 % en el segundo trimestre de 2009 al +0,3 % entre marzo y junio de 2011. El empleo mostró el mismo perfil: -7,3 % y -0,9 % entre los segundos trimestres de 2009 y 2011, y la ocupación asalariada con contrato temporal incluso llegó a mostrar aumentos (desde el -19,8 % al +2,1 % en el mismo período). Y las primas de riesgo, tras su aumento por la acentuación de la crisis de Irlanda (hasta los 246 puntos básicos en diciembre), comenzaron un suave descenso, que las situó en los 201 puntos básicos en mayo de 2011.

En suma, en verano de 2011 los efectos de la crisis financiera internacional parecía que comenzaban a reabsorberse, y la confianza sobre España se mantenía relativamente estable. Lamentablemente, la nueva crisis griega, los temores a que la quita griega pudiera extenderse a otros países y las dificultades, tanto en Italia como en España, para tranquilizar a los mercados se tradujeron en una muy intensa alza del riesgo-país, con primas de riesgo que aumentaron muy sensiblemente hasta que, en diciembre, el BCE acudió al rescate, con su subasta de créditos a tres años y tipos de interés del 1 %: cerca de 310 puntos básicos en julio y agosto, en torno de los 330 en septiembre y octubre y 421 en noviembre.

Los temores a que España abandonara la moneda única originaron un típico *sudden stop* en la corriente de flujos que financiaban la economía, al tiempo que se asistía a una notable, y súbita, retirada de posiciones acreedoras del resto del mundo (Calvo y Reinhart, 2000; Mendoza, 2010). De esta forma, entre julio de 2011 y septiembre 2012, el saldo neto exterior de la cuenta financiera arrojó una salida neta de capitales de -318 mm de euros. Y ello en un contexto en el que los 1,7 billones de euros de endeudamiento bruto exterior a financiar en aquel verano de 2011 (total de pasivos financieros, excepto la inversión extranjera directa, IED) exigían una elevada refinanciación anual, que podría estimarse, considerando una maduración media de los pasivos financieros distintos de la IED alrededor de seis/siete años, en torno de los 250/300 mm de euros.

Dado el papel central de la banca en la obtención y canalización de este crédito externo, y la fuerte caída

de su financiación en los mercados internacionales, este súbito cambio solo pudo solventarse por la ampliación del papel de prestamista en última instancia del BCE. Este acudió al rescate con una extraordinaria inyección de fondos que, entre junio de 2011 y de 2012, elevó el crédito a la banca española desde los 47,7 mm (un 11,1 % del total) a los 337,2 mm (77,0 % del eurosistema). Por ello, y a pesar de las importantes salidas de capital en la crisis 2011-2012, la posición exterior del país apenas se modificó, reflejando la sustitución de capital privado por el aumento de las posiciones deudoras del Banco de España en el sistema TARGET 2, que alcanzaron un máximo en septiembre de 2012 (Merler y Pisani-Ferri, 2012).

¿Qué consecuencias tuvo esta crisis de financiación exterior? En el ámbito financiero, acentuó la contracción del crédito, desde una caída trimestral del -0,2 % en 2008/T3-2011/T2, al -1,3 % en 2011/T2-2012/T3. En el ámbito real, también aceleró la caída de los precios de los activos inmobiliarios, de forma que los de la vivienda nueva pasaron de contraerse del -1,0 % al -3,3 % trimestral, entre las mismas fechas. Sus efectos fueron, también, devastadores sobre el empleo, cuya pérdida se estaba desacelerando a finales del primer semestre de 2011 (hasta un -0,5 % semestral en enero-junio de 2011, desde el -4,6 % del primer semestre de 2009 y el -0,9 % de igual período de 2010), de forma que en el segundo semestre de 2012 volvía a caer a un elevado -2,7 %. Finalmente, al aumento semestral del 0,1 % del PIB de enero-junio de 2011 sucedió la contracción, del -0,7 %, en la segunda mitad de 2011, pérdida que se acentuó en los dos semestres posteriores (-0,9 % en el primero de 2012 y -1,2 % en el segundo).

La segunda crisis de la deuda soberana comenzó a cerrarse a finales de verano de 2012, aunque no fue hasta el segundo trimestre de 2013 cuando comenzó a normalizarse la situación. Para ello fueron necesarias importantes decisiones. En junio de 2012, la UE inició la unión bancaria, entre otras medidas relevantes de apoyo a los países con problemas; en julio, el gobierno español efectuó cambios fiscales y demandó recursos a la UE para el rescate financiero; y en septiembre, el BCE aprobó las OMT (*Outright Monetary Transactions*) y Mario Draghi afirmó que el BCE haría lo que fuera necesario para reducir el *denomination risk*, es decir, para garantizar el euro. De esta forma, a partir de octubre de 2012, los indicadores de fragmentación

financiera de la eurozona comenzaron a declinar y, particularmente, comenzaron a mejorar en España. La salida de capitales comenzó a revertir, primero lentamente y, ya en 2013, de forma más intensa: frente a la pérdida de -318 mm de euros en junio de 2011 - septiembre de 2012, entre este mes y diciembre de 2013 las entradas netas han sumado +169 mm de euros. Además, estas se han acompañado de la estabilización de las emisiones en el exterior, que se habían contraído intensamente. Las primas de riesgo también han mostrado una clara normalización, con una intensa caída desde los 520,2 puntos básicos de junio de 2012 a los 198,4 de la primera quincena de febrero de 2014. En suma, a finales del invierno de 2014, las tensiones originadas por la segunda crisis de la deuda soberana parecían reabsorbidas en su mayor parte.

No obstante, las vulnerabilidades que la crisis puso de manifiesto están lejos de haberse reconducido. Cualquier alteración de la confianza en España, o en el euro, puede revertir la calma en la financiación exterior de los últimos meses. Los problemas de balance y de competitividad exterior no se han solucionado más que de forma muy contenida y, por ello, cualquier percepción de aumento del riesgo de pérdidas de los acreedores exteriores de España, bien por señales inadecuadas procedentes del país bien por choques reales o financieros del exterior, podría dar al traste con la calma actual. Y los distintos episodios en los que, desde octubre de 2012, el BCE se ha visto obligado a relajar su política monetaria sugieren que las condiciones de fragilidad financiera, de España y de otros países del área, están lejos de haberse superado.

Gráfico 2. PIB y empleo (variación anual en %)

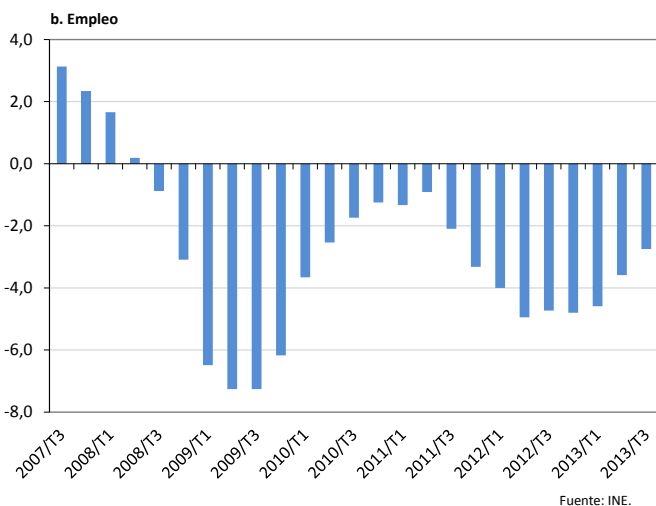
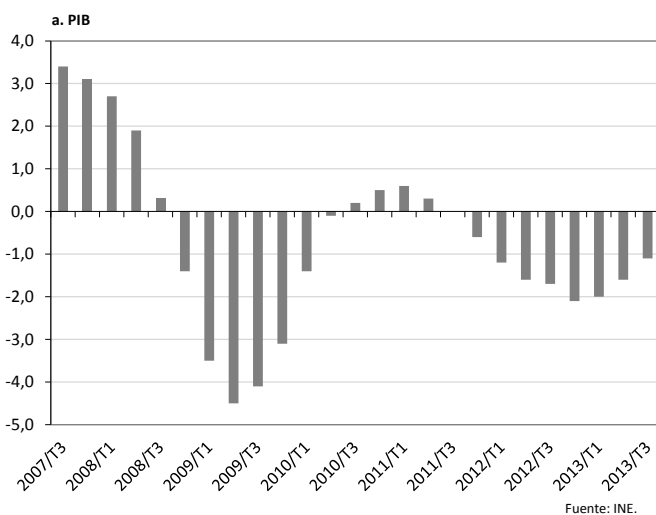
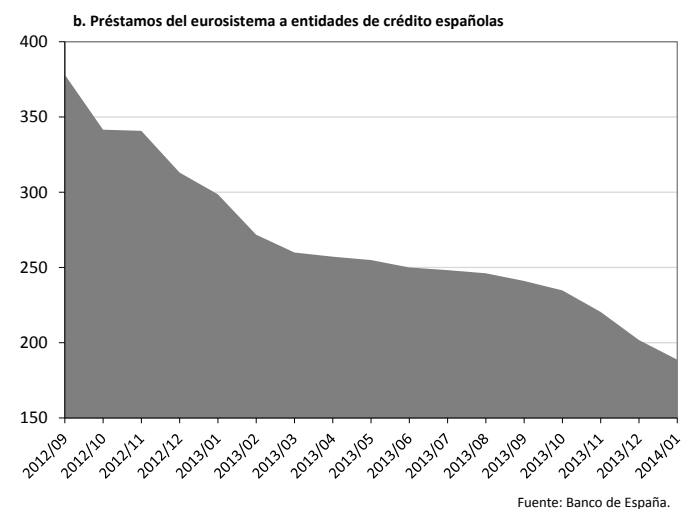
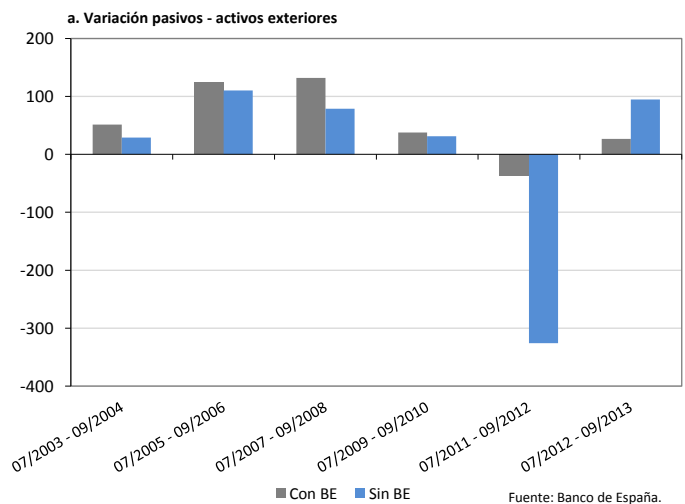


Gráfico 3. Condiciones de financiación exterior (mm de euros)

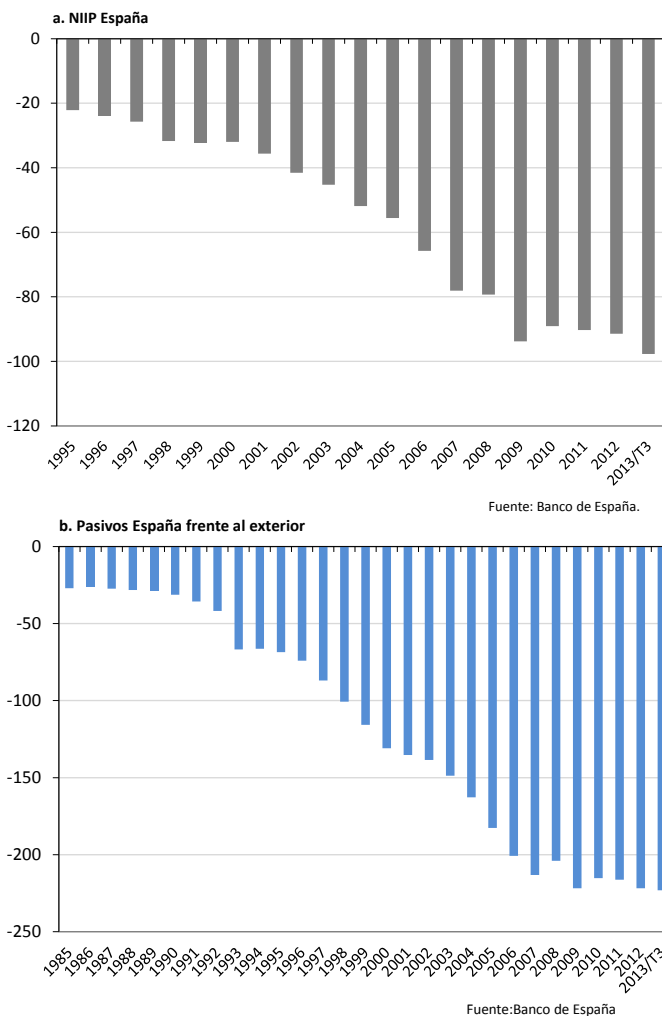


## 1.2. Deuda exterior neta y bruta: la importancia del sector financiero

La respuesta privada al cambio en las condiciones de financiación en 2007-2008 fue la esperada: reducción del consumo y de la inversión y, por ello, cambio de signo de su saldo financiero, que pasó de necesitar recursos equivalentes al -11,5 % del PIB en 2007, a una capacidad de financiación del 9,0 % en 2013. Este espectacular ajuste, unos 20 puntos del PIB, se tradujo, a pesar del movimiento contrario del sector público, en una notable caída del saldo por cuenta corriente, que pasó del -10,0 % del PIB en 2007 al -4,5 % en 2010 y al 0,7 % positivo en 2013. En este contexto de déficits decrecientes, la deuda neta exterior (la NIIP, *Net International Investment Position*), lógicamente, continuó aumentando, aunque a ritmos cada vez menores, pasando del -78,1% del PIB en el cuarto trimestre de 2007 al -97,8 % en septiembre de 2013, un valor que sitúa la NIIP española entre las más negativas de la UE (IMF, 2013c), muy por encima del 35 % que la Comisión considera adecuado para evitar potenciales problemas exteriores.

Pero no solo es relevante el volumen y la dinámica de la NIIP, también lo es qué sectores son los deudores y en qué instrumentos financieros se expresa este endeudamiento. Entre los primeros destaca el papel del sector financiero. Su deuda neta exterior (incluido el Banco de España) explicaba, en el cuarto trimestre de 2012, un 50,5 % del total (unos 468 mm de euros). Las dificultades de refinanciación exterior a las que se ha hecho mención más arriba explican su intenso desapalancamiento, de forma que ha reducido su peso sobre el total hasta el 43,2 % en el tercer trimestre de 2013 (-418 mm de euros). Además, dado el carácter de su actividad, los instrumentos en los que se articula la NIIP del sector financiero enfatizan potenciales vulnerabilidades, debido a su mayor liquidez y exigibilidad, a diferencia de la deuda neta del sector empresas no financieras, que mayoritariamente corresponde a IED. Así, en septiembre de 2013, el grueso de deuda neta exterior del sector financiero correspondía a efectivo, depósitos y valores distintos de acciones.

Gráfico 4. Deuda exterior (en % del PIB)



No obstante la importancia de la deuda neta exterior, indicativa de la solvencia a largo plazo del país, a efectos del riesgo a corto plazo provocado por problemas de liquidez, la variable clave es el stock de deuda bruta (excluida la IED). Su volumen es relevante porque es la exposición bruta exterior del país, no la deuda neta, la que comporta riesgos de inestabilidad financiera (Reinhart y Rogoff, 2010; Obstfeld, 2012; Shin, 2012; Catão y Milesi-Ferretti, 2013). En este orden de ideas, y entre 1998 y 2007, la deuda bruta exterior aumentó extraordinariamente, desde los 540 mm a los 2,2 billones de euros, y, en términos del PIB, desde el 100,7 % al 213,2 %, un incremento de 113 puntos, que no puede atribuirse a las necesidades de financiación de la inversión interna. De hecho, entre 1998 y 2007, solo una cuarta parte de los 1,6 billones de euros de entradas de capital a España financiaron déficits por cuenta corriente, mientras que el resto se utilizó para la

adquisición de activos en el exterior. De esta forma, entre 1998 y 2007, del aumento de 112 puntos del PIB en la deuda bruta exterior, tres cuartas partes del total (64 puntos del PIB, desde el 63 % en 1998 al 127 % del PIB en 2008) reflejan la adquisición de activos en el exterior, una cifra que contrasta con el aumento de la NIIP en 46 puntos del PIB (desde el -32 % del PIB en 1998 al -78 % en 2007), atribuibles a las necesidades de financiación de la inversión interna.

Aunque a partir de 2008 comenzó un suave proceso de desinversión externa (los activos internacionales de España han caído desde el 134,5 % en 2007 al 128,4 % en septiembre de 2013), la acumulación de necesidades de financiación se tradujo en un incremento de la deuda bruta exterior de España (entre el cuarto trimestre de 2007 y el tercero de 2013) del 213 % al 223 %. Además, este aumento ha venido de la mano de una pérdida de peso de la IED y de ganancias de distintos instrumentos de deuda, que son los que aumentan la vulnerabilidad del país. Así, en septiembre de 2013, 165 puntos de deuda bruta exterior (del 223 % del PIB) correspondían a depósitos, valores distintos de acciones, préstamos y otras cuentas pendientes, unos pasivos que hay, y que habrá, que refinar en los próximos años.

Finalmente, los diferentes agentes no reproducen la estructura media de activos y pasivos financieros del país. Merece una consideración especial la concentración de pasivos exteriores por parte del sector financiero. Así, de los 1,7 billones de euros de deuda bruta exigible a septiembre de 2013, 922 mm correspondían al sector financiero, unos pasivos fundamentalmente en distintos instrumentos de deuda. Por su parte, las empresas no financieras eran responsables de 880 mm de euros, pero más de la mitad estaban en forma de IED, un pasivo menos problemático. Como se ha indicado antes, probablemente por su mayor vulnerabilidad, el sector financiero se ha desapalancado más rápidamente que las empresas no financieras (IMF, 2013c). De hecho, el sector empresas no financieras ha continuado incrementando su endeudamiento, desde el 78,6 % de finales de 2010 al 86,1 % del tercer trimestre de 2013. Así, entre el cuarto trimestre de 2007 y el tercero de 2013, las instituciones financieras (comprendido el Banco de España) han reducido su deuda bruta exterior en más de 18 puntos del PIB, hasta el 100,9 % (y de los 1,255 a los 1,030 billones de euros).

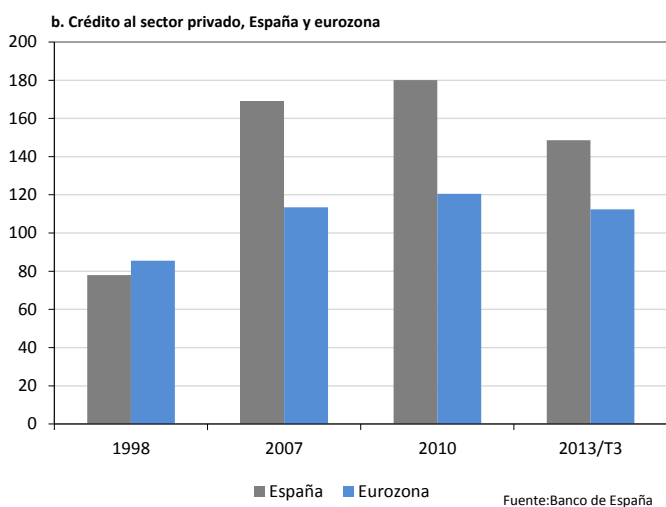
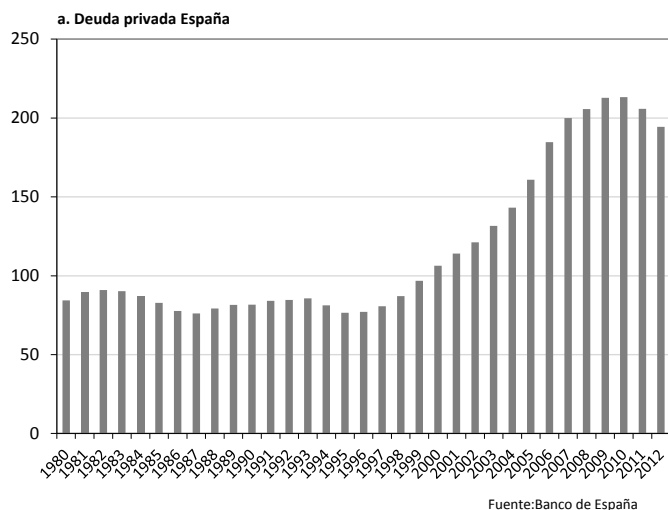
De hecho, desde la crisis de junio 2011 - julio 2012, la disminución del endeudamiento exterior del sector bancario (destacada por el IMF, 2013a), y la mejora en las fuentes de financiación, ha sido substancial (IMF, 2013b y 2013c; EC, 2013a y 2013b). En este proceso ha jugado un papel determinante la intervención europea de julio de 2012, tanto por las recapitalizaciones como por la reducción de activos dañados en los balances de la banca más problemática. Ello ha posibilitado la reducción de la dependencia del eurosistema, al tiempo que la estabilización exterior permitía reemprender las emisiones de deuda internacional. De esta forma, el peso sobre los pasivos exteriores del *sector bancario estricto* (excluyendo la autoridad monetaria) se ha reducido un -33,4 % entre junio de 2008 y junio de 2013 (desde los 919 mm a los 612 mm), un descenso que ha limitado su peso en los pasivos del país desde el 40,3 % al 26,9 % del total. Por lo que se refiere al crédito del eurosistema, este ha caído de forma substancial, desde los 389 mm en agosto de 2012 a los 189 mm de enero de 2014, una contracción del -51,4 %. Finalmente, el stock internacional de deuda emitida por el sector financiero (que había caído desde los 335 mm a los 193 mm de euros entre 2007 y 2012) se ha estabilizado en los 170 mm en septiembre de 2013.

### 1.3. Sector financiero y deuda interna privada y pública

Una idea precisa de los ajustes que debe afrontar nuestra economía exige considerar, junto con la dinámica de la deuda exterior, los cambios en los desequilibrios financieros internos. Por lo que se refiere al sector privado, ya se ha indicado que la crisis de 2007-2008 se tradujo en una brusca, e intensa, reducción de su gasto, que dio lugar a un cambio de signo en sus necesidades de financiación. No obstante, el stock de deuda privada consolidada (según definición de la EC en su MIP, *Macroeconomic Imbalance Procedure*) continuó aumentando hasta 2009, cuando alcanzó el 213 % del PIB, su máximo histórico. A partir de entonces, ha experimentado una clara reducción, cercana a los 20 puntos de PIB, hasta el 194 % del PIB en 2012, unos 34 puntos por encima de los valores recomendados por la Comisión Europea (160 % del PIB). Esos 20 puntos son el reflejo de aumentos de su ahorro cercanos a 10 puntos (del 14,2 % del PIB en 2007 al 23,9 % en 2013), y reducciones similares en la inversión (del 26,9 % del PIB en 2007 al 16,6 % en 2013). Medida

como pasivos totales del sector privado, esta ha caído desde el 231 % en el segundo trimestre de 2010 al 209 % en el segundo de 2013.

**Gráfico 5. Deuda privada y crédito al sector bancario (en % del PIB)**



En el sector privado, las empresas no financieras continúan situadas entre las más apalancadas del área del euro, con una deuda en 2012 equivalente al 227,5 % del PIB (que se puede comparar con el 196 % del PIB de media del área para 2011); por su parte, los hogares acumulaban un endeudamiento del 87,8 % del PIB, una cifra también muy superior al 69,1 % del PIB del área del euro. En suma, en 2012 (últimos datos de la zona euro), se constata todavía un endeudamiento del sector privado no financiero que supera en unos 50 puntos del PIB la media de la eurozona, una cifra que hay que relacionar con los casi 55 puntos del PIB de exceso de deuda neta exterior, según los indicadores MIP de la Comisión Europea (2013).

Estos valores reflejan, a su vez, un exceso de crédito al sector privado que, en diciembre de 2013, se situaba en el 142 % del PIB (116 % de media en la eurozona), de forma que aunque la reducción del endeudamiento privado es perceptible, dista mucho de haber concluido (EC, 2013b). Además, cualquier simulación acerca de la evolución nominal del PIB y aumentos contenidos de la deuda privada indica que su reducción a valores sostenibles a medio plazo exigiría un largo período de tiempo, cercano a los 10 años.

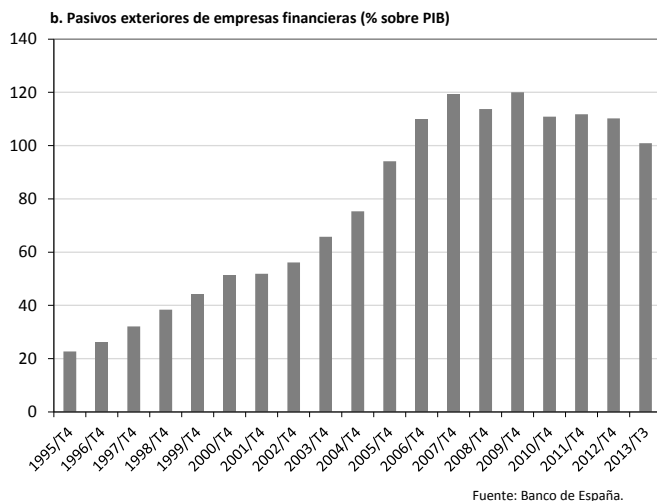
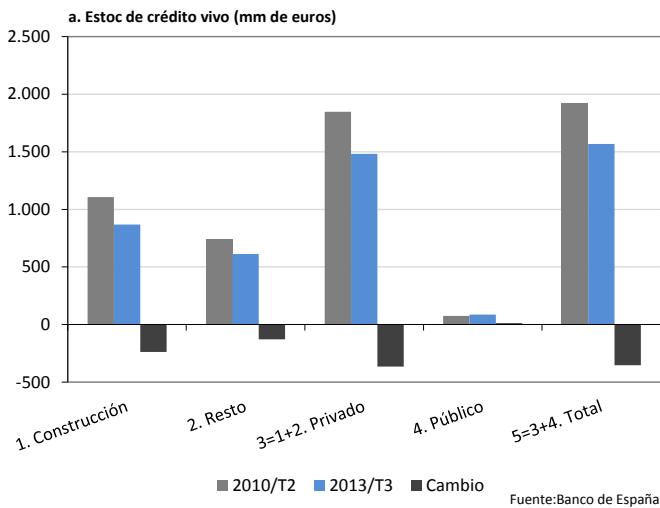
El ajuste en el comportamiento privado llevó consigo, indirectamente, la emergencia de desequilibrios en las cuentas públicas por el efecto de la intensa caída de los ingresos públicos, que determinó el colapso del consumo y la inversión privada; y, al mismo tiempo, por el juego de estabilizadores automáticos y el aumento discrecional del gasto público. Ello provocó el hundimiento del ahorro público, lo que sumado a la financiación de la inversión se reflejó en una continua demanda de recursos, desde un superávit del 2 % del PIB en 2007, a un déficit público que, como media en 2009-2012, se sitúa en valores cercanos al 10 % del PIB. Finalmente, esta explosión del déficit y las necesidades de recapitalización financiera han provocado un brusco aumento de la deuda pública, desde el 36,3 % de 2007 al 94,3 % de 2013.

La crisis económica, el desapalancamiento privado y el aumento de la deuda pública han tenido efectos relevantes sobre el balance del sector financiero que, además, se ha visto sometido a fuertes tensiones en su financiación por la dependencia de la financiación exterior. A continuación se revisan los cambios operados en el balance del sector financiero y los problemas que genera.

Por lo que se refiere a su activo, en 2007, el 61 % del crédito vivo (1,1 billones) estaba vinculado a la construcción. Cabe recordar que más del 63 % del flujo de nuevo crédito al sector privado entre 1996-2007 (970 mm de euros) se dirigió a la construcción (ramas inmobiliaria y de la construcción y adquisición de vivienda por los hogares), mientras que el resto de actividades absorbieron los 500 mm restantes. Por ello, no es de extrañar que, entre diciembre de 2010 y septiembre de 2013, el crédito al sector privado se contrajera un -21,5 % (-396 mm de euros), caída que se reduce al -17,4 % cuando no se incluyen los activos absorbidos por la Sareb (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria). Parte de

esa reducción refleja el creciente peso de la amortización de créditos fallidos, al tiempo que el crecimiento de los *dudosos* anticipa nuevas contracciones en el saldo de crédito vivo. Sectorialmente, su reducción ha sido muy intensa en construcción (-40 %, desde los 430 mm a los 258 mm de euros), mientras que para el resto de empresas no financieras la contracción ha sido menor, del -17,9 % (de 555 mm a 456 mm de euros); por su parte, el crédito a los hogares ha caído un -10,6 % (desde el máximo de 859 mm de diciembre de 2010 a los 768 mm de septiembre de 2013).

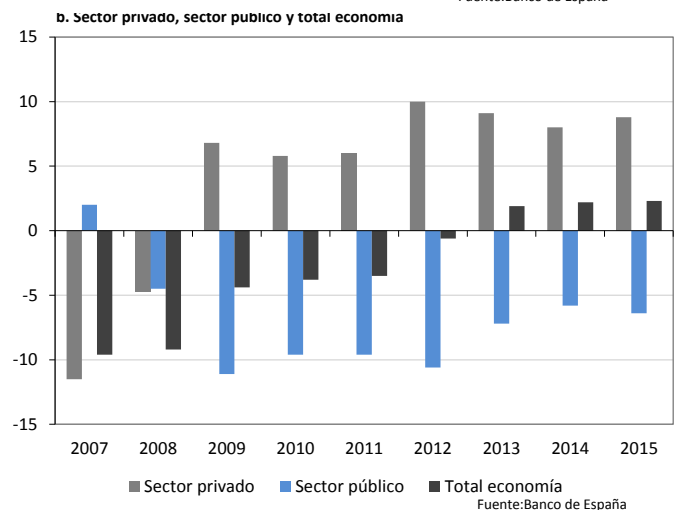
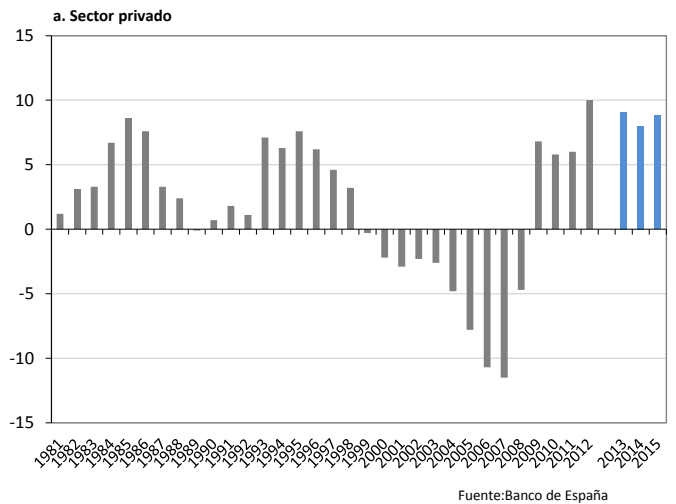
Gráfico 6. Sector financiero: crédito vivo y endeudamiento exterior



Junto a la debilidad derivada de la solvencia privada, hay que sumar la vulnerabilidad del activo a cambios en la valoración de la deuda pública. Entre diciembre de 2007 y diciembre de 2012, esta ha experimentado un doble proceso de aumento y recomposición de sus

principales acreedores, con una clara disminución de la posición relativa de los acreedores exteriores y un aumento como tal del sector bancario. Así, mientras en diciembre de 2007 ambos sectores contribuían de forma parecida (cerca del 36/37 % del total), en septiembre de 2013 el sector financiero había aumentado su peso hasta cerca del 45 % (el 12,3 % de sus activos sin ponderar por riesgo), con lo que el peso de la deuda pública en su activo había aumentado desde los 184 mm de euros del cuarto trimestre de 2007 a los 575 mm del tercero de 2013 (y del 17,5 % al 56,3 % del PIB). Concretamente, de los 800 mm de incremento de pasivos públicos entre diciembre de 2007 y septiembre de 2013, unos 391 mm (un 48,9 %) los ha absorbido el sector financiero. En cambio, el resto del mundo ha mantenido un peso en torno al 30 %.

Gráfico 7. Capacidad/necesidad de financiación exterior (en % del PIB)





No obstante, los riesgos sobre la estabilidad financiera continúan por potenciales nuevos deterioros de los activos, compresión de márgenes y por la precariedad de la estabilidad financiera, sometida al vaivén de la percepción de la solidez del sistema financiero y de la profundidad y efectos de las reformas en curso. En resumen, en el sector financiero destacan cuatro vulnerabilidades. Una primera es la fragilidad de la mejora de su financiación exterior. Es cierto que la banca española se encuentra, en enero de 2014, menos dependiente del eurosistema, pero no lo es menos que el proceso solo ha comenzado a afianzarse a partir de la primavera de 2013. En segundo lugar, a pesar de su reducción, el activo bancario continúa siendo excesivo. El peso del crédito al sector privado residente en España respecto de la eurozona (14,9 % de septiembre de 2013) superaba largamente la proporción en PIB (un 10,9 %). Esto indicaría que, de mantenerse ambos pesos en valores similares, existe aún un exceso de crédito interno al sector privado del orden de 391 mm de euros, aunque esta métrica no incluye los efectos de la distinta dependencia del crédito bancario en la financiación de la actividad de cada país.

Vinculada a esta última emerge una tercera vulnerabilidad, que deriva del crédito vivo a la construcción, del aumento de la mora y la caída de precios inmobiliarios. Finalmente, un último aspecto a destacar es la concentración de pasivos del sector público en sus balances. Este catálogo de dificultades se traduce en problemas para la expansión del crédito cuya dinámica, como indicaba la Comisión Europea (EC, 2013a), debe ser evaluada en el contexto de la necesidad de desapalancamiento de determinados sectores y la liquidación del legado de activos tóxicos.

## 2. Crisis financiera y balanza exterior: los problemas a medio plazo

### 2.1. ¿Es sostenible la corrección del saldo exterior?

La lenta reconducción de los desequilibrios patrimoniales es indicativa de las dificultades que afronta el proceso, en un contexto de recesión o de bajo crecimiento como el español. Una política más agresiva de reabsorción de los mismos exigiría ritmos de aumento del PIB nominal por encima del 5 %. Pero

incluso en este caso, la obtención de valores sostenibles a largo plazo demanda un período de tiempo que se dilataría cerca de una década. Además, dada la importante deuda exterior, los potenciales problemas que generan su financiación y el elevado endeudamiento interno, continúa siendo imprescindible reforzar la aportación del sector exterior al crecimiento, en detrimento de la demanda interna. Y ello porque, en el ámbito de esta última, la contracción demográfica, la reabsorción de los excesos inmobiliarios, la necesidad de continuar con el desapalancamiento del sector privado y la dinámica contractiva del sector público apuntan a un modesto crecimiento. Además, las dificultades de expansión del crédito, vinculadas a los excesos de balance, añaden más presión bajista a la posible expansión de la demanda interna.

En esta situación, la demanda exterior emerge como tabla de salvación. De hecho, ya ha evitado el colapso del PIB en los momentos más duros de la recesión: en 2008-2013, la contracción media del -1 % del PIB ha sido el resultado del colapso de la demanda interna (que ha restado -3 puntos al cambio real en el PIB), parcialmente compensado por la demanda neta exterior (aportación de +2 puntos). Y, además, porque es el mecanismo principal para estabilizar, primero, y reducir, posteriormente, la elevada deuda neta exterior.

El cambio de signo en la contribución del sector exterior al aumento del PIB refleja el esfuerzo exportador, en un contexto de atonía de las importaciones. Así, tras un déficit exterior del -9,6 % del PIB en 2007, las necesidades de financiación cayeron a menos de la mitad de la media de 2009-2011 (-3,8 % del PIB); y la segunda fase de la crisis comportó una acentuación de esta corrección (un -0,6 % en 2012) y, por vez primera desde 1997, en 2013 la balanza exterior ha mostrado valores positivos (1,9 % del PIB según previsiones de la Comisión Europea).

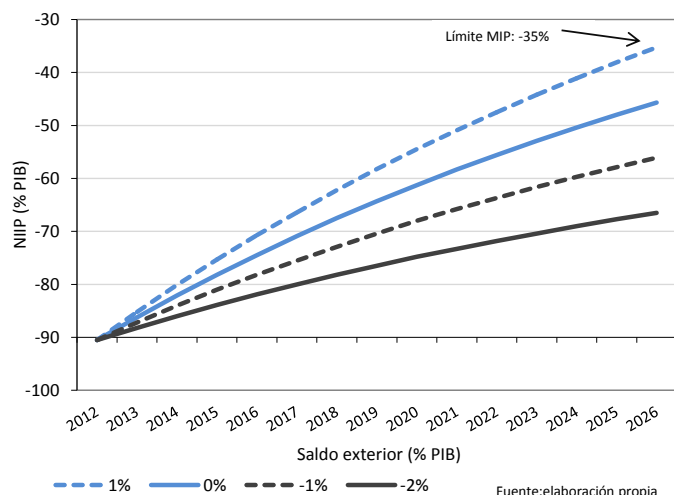
Esta mejora exportadora es, a su vez, expresión de la recuperación de competitividad. En este ámbito, la moderación, o caída, de los costes laborales ha sido constante desde 2010. Es la llamada *deflación interna*. Además, la contracción ocupacional y la salida del mercado de las empresas menos productivas se han traducido en aumentos notables del PIB por ocupado: un +13,4 % entre 2008 y 2013 en España frente a caídas en Italia (-1,4 %), Francia (-1,4 %) y Alemania (-0,5 %).

Esta tendencia, sumada a la dinámica de los salarios, explica las contracciones observadas en los costes laborales por unidad de producto (CLU). Esto quiere decir que el aumento de los CLU españoles, que había alcanzado un máximo del 42,3 % en 2009 respecto de 1997, frente a un escaso 7 % alemán, ha retrocedido un -5,3 % entre 2008 y 2013 (a comparar con aumentos cercanos al 10 % en Alemania, Francia e Italia).

El proceso de devaluación interna y de mejora de la productividad ha comportado caídas en los CLU, lo que se ha reflejado en la mejora exportadora. No obstante, dada la atonía importadora, no es evidente cómo se debe caracterizar el actual ajuste de la balanza exterior. De hecho, en estos primeros meses de 2014, poco se puede afirmar acerca de su carácter más o menos estructural. Incluso el FMI (IMF, 2013d) considera que se trata de un fenómeno pasajero y que, ajustado cíclicamente, el superávit de 2013 se transformaría en un déficit (-2 % del PIB). En todo caso, es necesario un diagnóstico preciso de las tendencias de fondo de la balanza exterior, así como del tiempo requerido para reconducir la deuda neta externa a valores sostenibles.

**Gráfico 8. Evolución teórica de la NIIP de España 2012-2026**

Crecimiento nominal anual del PIB del 5 % y diversas hipótesis de saldo de la balanza exterior (cuenta corriente y de capital)



Por lo que se refiere a este segundo aspecto, resituar la NIIP en cifras próximas al 50 % del PIB exigiría superávits del 1 % del PIB y aumentos nominales de este del 5 % por un período no inferior a 10 años. Pero las tendencias de la economía española en las últimas décadas parecen indicar que no es demasiado

razonable la hipótesis de un superávit exterior del 1 % durante un período de tiempo tan dilatado. De hecho, el valor estructural del saldo exterior parece estar más cerca del -2 % que del +1 % (en las más de tres décadas que transcurren entre 1981 y 2013, su media se ha situado en el -2,3 %). Desde la década de 1980, los únicos años en los que España ha presentado superávit exterior han sido al final de la recesión y años posteriores de la crisis de los años 1980 (una media de 1,2 % entre 1984 y 1987) y a principios de la expansión de la década de 1990 (un 1 % como promedio de 1995 a 1997). Esto significa que con un déficit exterior del -2 % del PIB, y un crecimiento nominal del PIB del 4 %, la NIIP caería modestamente, hasta el 75 % en 2025; y si los aumentos nominales del PIB fueran del 6 %, esos valores todavía se mantendrían en el 61 % en 2025. En suma, reconducir la deuda neta exterior a valores no preocupantes exige un largo período.

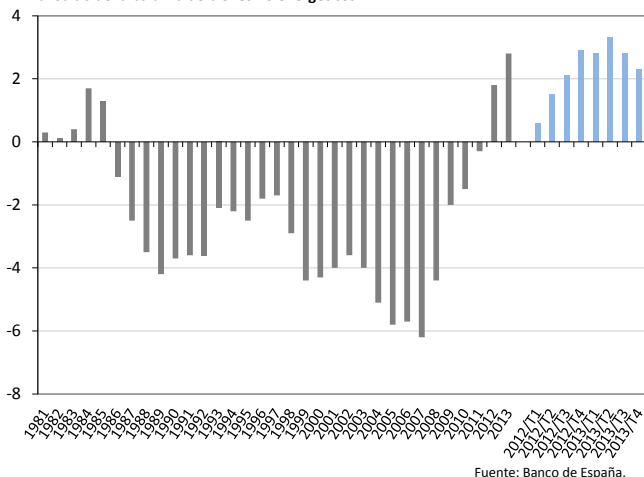
## 2.2. Cambios estructurales en la dinámica de las balanzas exteriores

Otra cuestión, directamente vinculada a la anterior, es la potencial dinámica de las balanzas que integran el saldo exterior. Sucintamente, un análisis de la dinámica de su comportamiento en la década anterior a la crisis apunta a la dificultad de mantener el actual superávit. Las razones son las siguientes: primero, por el elevado peso de las importaciones energéticas en la balanza de bienes. En segundo lugar, porque la emergencia en 2013 de un superávit en bienes no energéticos y en servicios refleja, junto al aumento exportador, una caída de la demanda interna, que parece difícil de mantener a medio plazo. De hecho, los últimos datos de 2013 ya apuntan a una notable reducción de la aportación de la demanda neta exterior al crecimiento del PIB y un aumento de la demanda interna. En tercer lugar, porque el esfuerzo exportador ha sido excepcional, lo que sugiere dificultades en su mantenimiento en valores tan elevados. De hecho, su excepcionalidad se refleja en que el peso de las exportaciones de bienes y servicios ha alcanzado un máximo histórico en 2013 (34,1 % del PIB), por encima de máximos anteriores obtenidos tras importantes devaluaciones del tipo de cambio de la peseta. En cuarto lugar, porque la contribución de la balanza de rentas de inversión a la actual mejora refleja una anómala situación en el nivel de los tipos de interés. Y, finalmente, porque el déficit de la balanza de

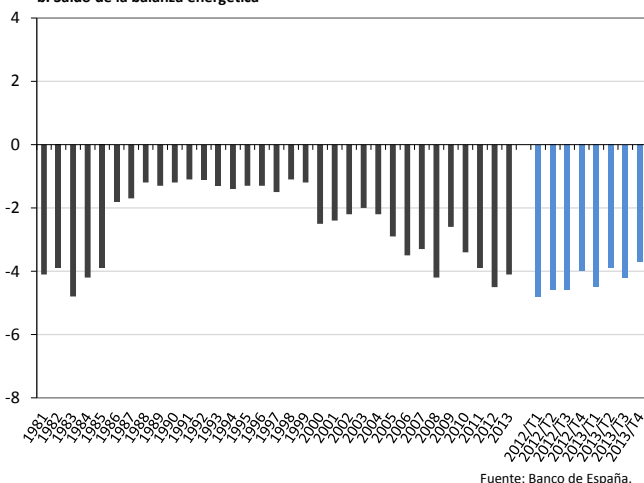
transferencias corrientes (remesas de inmigrantes) no parece que pueda alterarse, mientras que el superávit de la balanza de capitales (transferencias de la UE) apunta a su reducción.

**Gráfico 9. Balanza comercial de la economía española (% del PIB)**

a. Saldo de la balanza de bienes no energéticos



b. Saldo de la balanza energética



Para una mejor comprensión de estas dinámicas, a continuación se comentan brevemente algunos extremos de las balanzas de mercancías, servicios y de rentas de inversión. Por lo que se refiere a la de mercancías, esta ha efectuado un ajuste excepcional, desde un déficit medio 1999-2007 del -6,5 % al -1,1 % en 2013. No obstante, esta corrección esconde comportamientos dispares en sus principales componentes, energético y no energético. Así, tres cuartas partes del déficit en la balanza de mercancías entre 2009 y 2011 (-4,5 % del PIB) lo explica la balanza energética (-3,3 puntos del PIB). Y lo mismo sucede en 2012, cuando el déficit de la balanza de bienes, del -2,7 % del PIB, refleja un superávit no energético (+1,8 %) más que compensado por el déficit energético

(-4,4 % del PIB). Además, cabe esperar que si se mantiene el elevado esfuerzo exportador, y dada la importante elasticidad de las importaciones a cambios en los componentes de la demanda interna privada, el peso de las importaciones sobre el PIB tienda a crecer (las importaciones de bienes se han mantenido en torno al 25 % del PIB, tanto en los años 2002-2007, 24,7 % del PIB, como en el período 2010-2013, 24,6 %).

En el ámbito de la balanza de servicios también se aprecian signos que sugieren un elevado contenido cíclico en su modesta mejora. De forma agregada (servicios turísticos y no turísticos), su saldo mostró un superávit medio del 2,8 % del PIB en la expansión 1999-2007, aunque con una manifiesta tendencia decreciente (desde el 3,3 % al 2,2 %), por un aumento más intenso en pagos (del 4,5 % al 6,7 % del PIB) que en ingresos (desde el 7,7 % al 8,9 %). Este perfil ha revertido en la crisis, con un aumento del superávit entre 2007 y 2013, desde el 2,2 % al 3,9 % del PIB, por la recuperación tanto del superávit turístico (hasta el 3,2 %) como por la mejora del saldo en servicios no turísticos (hasta un +0,7 %). En suma, no parece que esta balanza pueda compensar, más que de forma contenida, los déficits generados por otros componentes del saldo exterior.

Por su parte, la balanza de rentas ha reducido su deterioro, tras los años de la expansión en los que el aumento de la deuda exterior prácticamente duplicó su déficit (del -1,5 % de 1999 al -2,9 % de 2007), de forma que en 2012 se ha situado en el -1,9 %. La caída de los tipos de interés ha sido el elemento determinante de esta corrección. Finalmente, a esta constelación de factores hay que añadir el efecto de potenciales choques exteriores, procedentes de modificaciones en las condiciones del comercio exterior, como sucedió con el precio del petróleo y el alza del euro en la década del 2000.

En definitiva, a medio plazo se apuntan reducciones en los superávits de aquellas balanzas que han permitido compensar, aunque sea parcialmente, los déficits de las balanzas de bienes y de rentas de inversión. Y, al mismo tiempo, la ampliación del signo negativo de las balanzas deficitarias una vez la demanda interna recupera parte de su dinámica y que las condiciones de crecimiento internacional y de la eurozona modifiquen al alza los tipos de interés.

### 3. Políticas de ajuste y crecimiento en el horizonte postcrisis

---

La economía española está saliendo del túnel de la segunda recesión. La financiación exterior ha mejorado substancialmente y las previsiones de actividad y empleo anticipan un nuevo ciclo, aunque su fortaleza está por demostrar. Pero continúan los problemas de exceso de deuda y las dificultades para su reducción, en especial de la exterior. Y ello sugiere que sería un error considerar que han concluido los riesgos de nuevos pánicos financieros. Por ello, este último apartado plantea unas reflexiones acerca de las políticas deseables en este horizonte postcrisis.

Estas reflexiones están definidas por las restricciones que afronta España y por la capacidad de lanzar políticas expansivas en el ámbito europeo. Impulsar el crecimiento y continuar con los ajustes definen su marco de actuación en España. Cualquier propuesta debe asegurar la continuidad del proceso de reforzamiento de la competitividad exterior, de reajuste factorial y sectorial y de mejora de la competencia. Por otra parte, desde el ámbito europeo son precisas la continuidad de una política monetaria laxa, así como la articulación de mecanismos de expansión de la demanda.

En España, cuatro son los hechos estilizados que delimitan el marco posible de actuación. El primero, el todavía elevado nivel del endeudamiento, privado y público e interno y exterior, a pesar del esfuerzo realizado en los tres últimos años. El segundo, el largo período de tiempo preciso para resituar dicha deuda a valores no perjudiciales para la estabilidad financiera, interno o exterior. El tercero, los interrogantes sobre la sostenibilidad de la mejora de la balanza exterior. Al igual que con la reducción de la deuda, el saldo positivo de las cuentas exteriores es, simultáneamente, insuficiente y poco sólido como para solucionar los problemas de deuda exterior, el principal riesgo que amenaza la estabilidad financiera. Finalmente, las dificultades para promover un crecimiento elevado de la demanda interna. Y no solo porque aspectos muy substanciales de la misma continúan dañados (demografía, sector público o construcción residencial), sino porque el flujo de crédito necesario tiene, y tendrá, problemas para su expansión. Este está limitado tanto por la necesidad de reducción de créditos dudosos en la construcción, como por los elevados volúmenes de

deuda de hogares y empresas no financieras, así como las necesidades de financiación del sector público. Este diagnóstico sugiere que, a pesar de las mejoras, la economía española continúa sometida a potenciales riesgos financieros, tanto por problemas internos como por los que puedan aparecer en el área del euro o fuera de ella.

La consideración conjunta de estos elementos deja poco margen para la política pública: profundizar en reformas estructurales que aumenten el crecimiento potencial de la economía, en especial en el sector de bienes y servicios más protegidos de la competencia; política fiscal orientada a desincentivar la deuda y fomentar el ahorro, para contribuir a cerrar la brecha exterior; acentuación de la devaluación interna, apoyada en mecanismos fiscales (aumento del IVA y reducción de las cotizaciones sociales), para mantener la tensión en el esfuerzo exportador, y política fiscal suavemente contractiva, para evitar nuevos problemas en la deuda soberana. Pero si para España el margen es muy escaso, no lo es para el conjunto del área del euro y el BCE. Desde este punto de vista, los esfuerzos que se exigen a nuestra economía deben ir acompañados de políticas europeas más expansivas, que permitan afianzar las mejoras conseguidas. En caso contrario, las posibilidades de evitar nuevas crisis del euro se reducen.

En suma, en el interior, en España, continuidad de la devaluación interna, reformas estructurales, consolidación fiscal, aumento de la competencia y fomento de la exportación son los argumentos alrededor de los cuales debe articularse la actuación pública. En el exterior, en la eurozona, políticas de soporte de la actividad por parte del BCE, y de expansión de la demanda por las autoridades comunitarias y los países del centro del área. Solo la combinación adecuada de este *policy mix*, interno y exterior, es garantía de éxito.

## Referencias

- AIZENMAN, J.; JINJARAK, Y. (2009). "[Current Account Patterns and National Real State Markets](#)". *Journal of Urban Economics* 66(2), p. 75-89.
- ANDRÉS, J.; HURTADO, S.; ORTEGA, E.; THOMAS, C. (2010). "[Spain in the Euro: a general equilibrium analysis](#)". Series, *Journal of the Spanish Economic Association*, vol. 1, p. 67-95.
- BURRIEL, P. et ál. (2010). "[Fiscal Policy Shocks in the Euro Area and the US: An Empirical Assessment](#)", *Fiscal Studies*, Vol. 31(2), pp. 251-85.
- CALVO, G.A.; REINHART, C.M. (2000). "[When Capital Inflows Suddenly Stop: Consequences and Policy Options](#)". *Reforming the International Monetary and Financial System*, editado por P.B. KESEN y A.K. SWOBODA, 175-201. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- CATÃO, A.V.; MILESI-FERRETTI, G.M. (2013). "[External Liabilities and Crises](#)". *IMF Working Paper*, 13/113, mayo.
- DE GRAUWE, P.; JI, Y. (2013). "[More Evidence that Financial Markets Imposed Excessive Austerity in the Eurozone](#)". *CEPS Commentary*, febrero, 5, 2013.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2012). "[Competitiveness and external imbalances within the euro area](#)". *Occasional Paper Series*, nº 139, diciembre. A team of the Working Group on econometric Modelling of the European System of Central Banks.
- EUROPEAN COMMISSION (2012). "[Current Account Surpluses in the EU](#)". *European Economy*, 9/2012.
- EUROPEAN COMMISSION (2013a). "[Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions in Spain. Second Review of the Programme. Spring 2013](#)". *European Economy, Occasional Papers 130*, marzo.
- EUROPEAN COMMISSION (2013b). "[Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions in Spain. Second Review of the Programme. Autumn 2013](#)". *European Economy, Occasional Papers 163*, noviembre.
- EUROPEAN COMMISSION (2013c). [Alert Mechanism Report 2014](#), 13 de noviembre.
- IMF (2013a). [Spain. Financial sector reform: second progress report](#). Washington, marzo.
- IMF (2013b). [World Economic Outlook](#). Washington, octubre.
- IMF (2013c). "[Spain. 2013 Article IV Consultation](#)". *IMF Country Report 13/244*, Washington, agosto.
- JAUMOTTE, F.; SODSRIWIBOON, P. (2010). "[Current Account Imbalances in the Southern Euro Area](#)". *IMF Working Paper, WP/10/139*, junio.
- MARSH, D. (2011). *The Euro. The Battle for the New Global Currency*. New Haven y Londres: Yale University Press.
- MENDOZA, E. (2010). "[Sudden Stops, Financial Crises and leverage](#)". *American Economic Review* (diciembre): 1941-1966.
- MERLER, S.; PISANI-FERRY, J. (2012). "[Sudden Stops in the Euro Area](#)". *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2012/06, marzo.
- OBSTFELD, M. (2012). "[Does the Current Account Still Matter?](#)". *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 102(3), 1-23. Richard T. Ely Lecture.
- OBSTFELD, M.; ROGOFF, K. (2010). "[Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes](#)". *Asia and the Global Financial Crisis*, editado por R. GLICK y M.M. SPIEGEL. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.
- REINHART, C.; ROGOFF, K. (2010). "[Growth in a Time of Debt](#)". *American Economic Review*, Papers and Proceedings 100, p. 573-578.
- SHIN, H.S. (2012). "[Global Banking Glut and Loan Risk Premium](#)". *IMF Economic Review*, 60, p. 155-192.
- TRICHET, J.C. (2004). "[Testimony before the Committee of Economic and Monetary Affairs of the European Parliament](#)". Bruselas (30 de noviembre).
- VELD, J. et ál. (2012a). "[Imbalances and rebalancing scenarios in an estimated structural model for Spain](#)", *European Economy, Economic Papers 458*, junio.
- VELD, J. et ál. (2012b). "[Sovereign debt sustainability scenarios based on an estimated model for Spain](#)". *European Economy, Economic Papers 466*, octubre.





---

EuropeG está integrado por Antoni Castells (director), Manuel Castells, Josep Oliver, Emilio Ontiveros, Martí Parellada y Gemma García (coordinadora).

El *Policy Brief* es el reflejo de la posición del grupo, y de las aportaciones de sus miembros, a partir, en este caso, de un primer borrador elaborado por Josep Oliver.

### EuropeG

Parc Científic de Barcelona  
Baldri i Reixac, 4  
08028 Barcelona  
Tel. 934 033 723  
[www.europeg.com](http://www.europeg.com)



---

**Con el apoyo de:**

