

# Recuperación y persistencia de fragilidades: deuda interna y sector exterior en España 2013-2016

Madrid, 4 de octubre de 2016

Josep Oliver Alonso (UAB i EuropeG)



**‘ The sizeable current account adjustment experienced in recent years has not yet translated into a significant reduction in Spain’s external liabilities. .’**

**‘ This implies a *high repayment burden for the economy*, irrespective of the business cycle. *Reducing the vulnerabilities associated with the large stock of external liabilities* requires a combination of high nominal growth rates and high current account surpluses over a protracted period of time.’**

*(Country Report Spain 2016, Commission Staff working Document, 26.2.2016)*

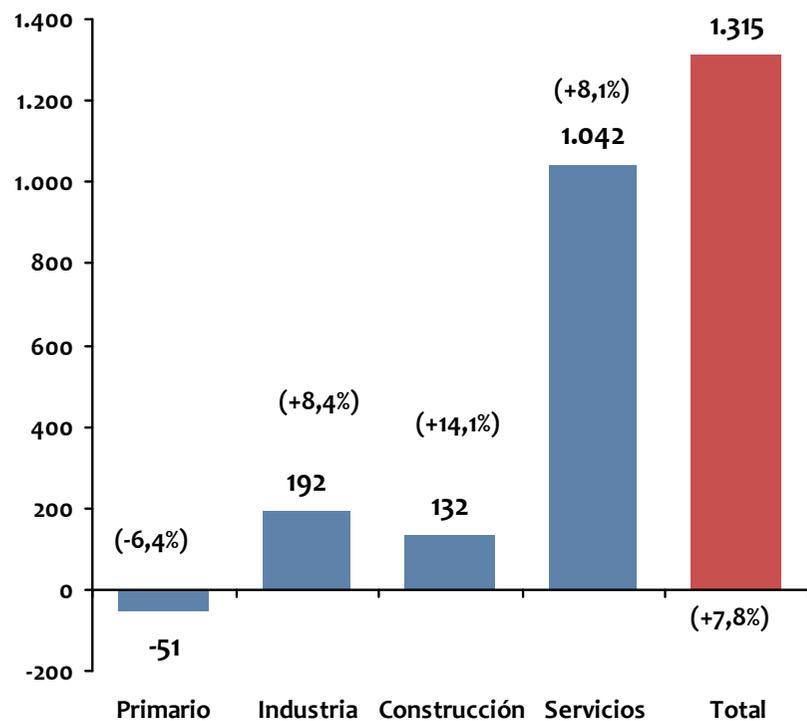
## Sumario

1. De la segunda recesión (2011-2013) a la expansión (2014-2016): la transición de la demanda externa a la interna
2. Bases internas y externas de la recuperación: ajustes, reformas y actuación del BCE
3. Reducción del endeudamiento privado y sustitución por el público: más deuda en 2016 que en 2007
4. Deuda exterior y saldo con el resto del mundo: los cambios en la recuperación

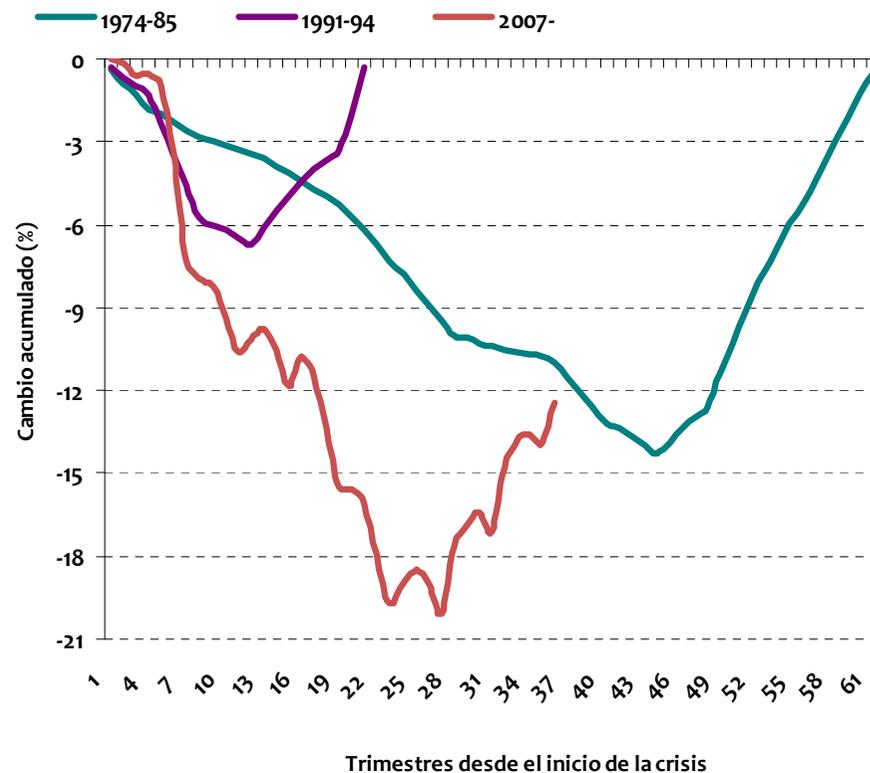
**1. De la segunda recesión (2011-2013) a la expansión (2014-2016):  
la transición de la demanda externa a la interna**

## La situación de las familias: mejora del empleo y de las rentas salariales (un 74,4% de la RFBD el 2015) ...

El empleo en la recuperación 2014/T1-2016/T2  
(cambio acumulado en miles y en %)

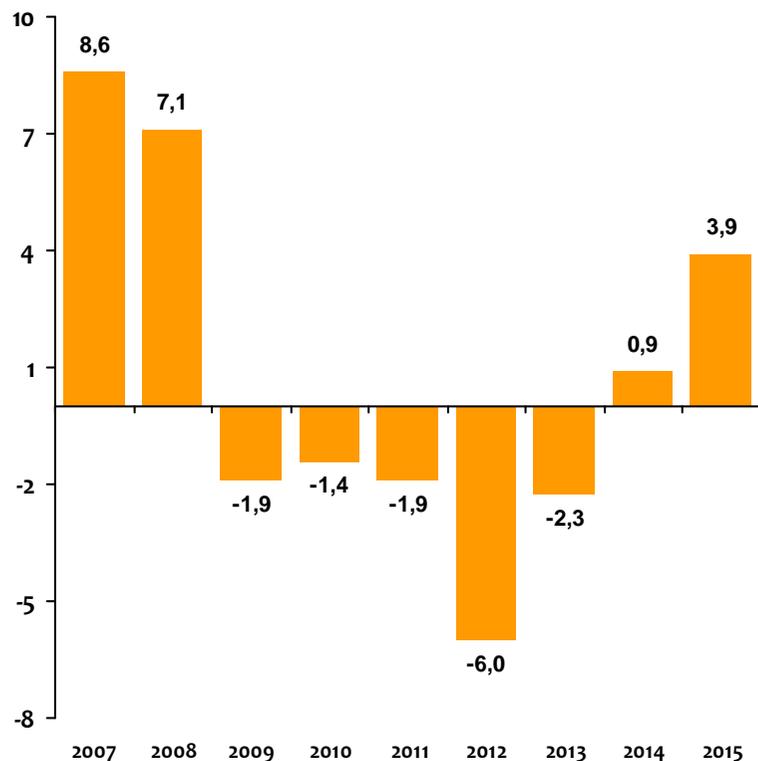


Crisis ocupacionales en España desde los años setenta (cambio acumulado en %)

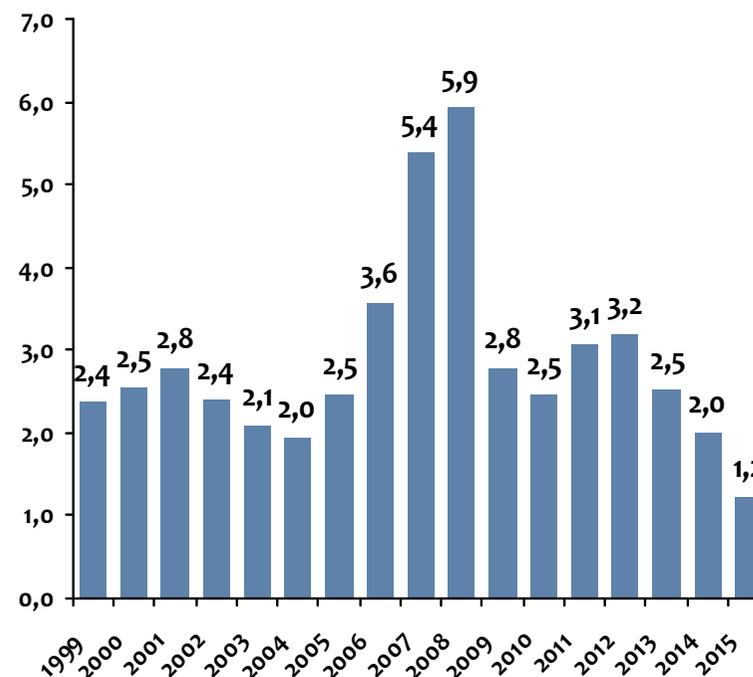


## ... más el avance del EBE de los empresarios individuales y la caída de impuestos y de la carga financiera ...

Dinámica de la masa salarial 2007-15: la mejora a partir de 2014 (en %)

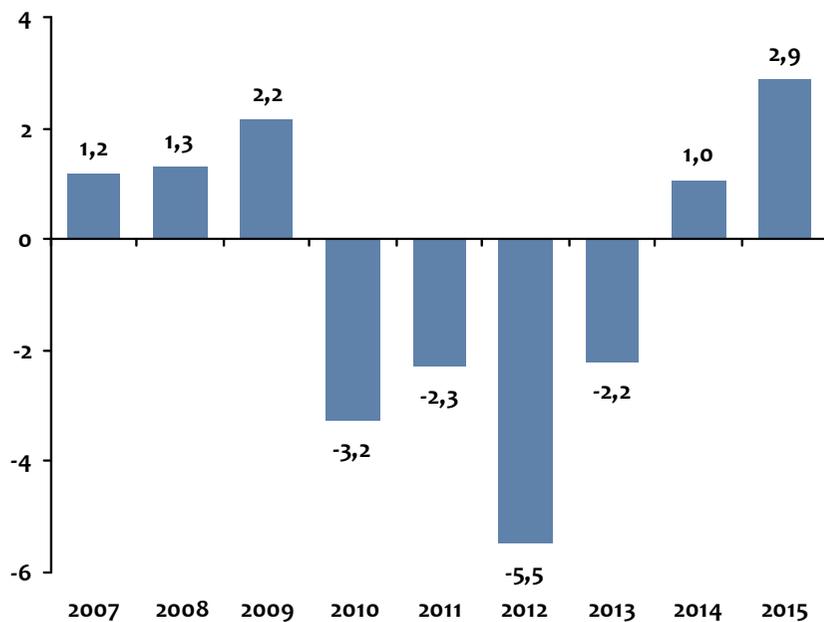


Intereses pagados por los hogares. 1999-2015 (% de la RFBD)

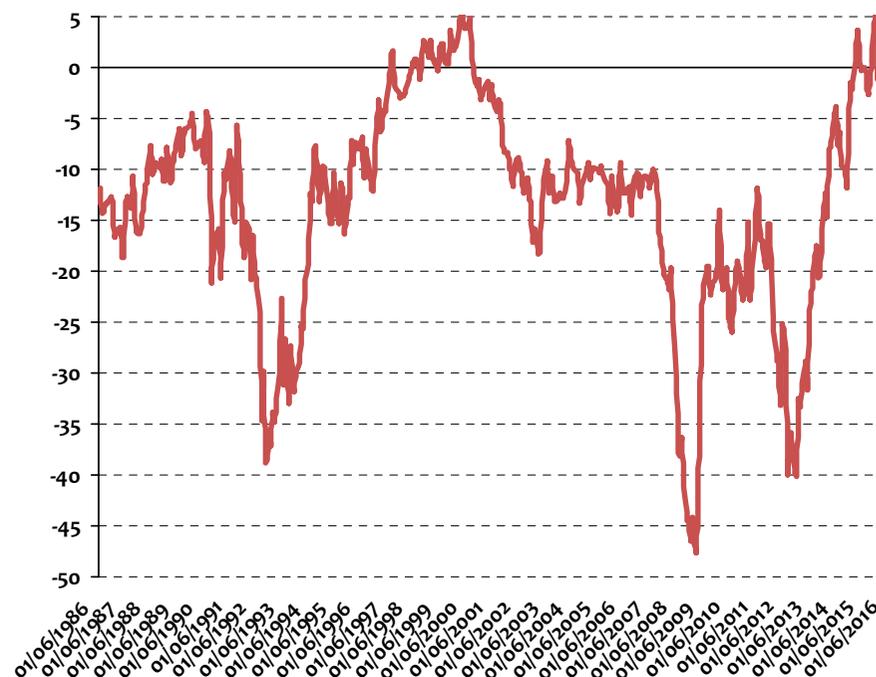


... se han traducido en aumentos de la RFBD que, sumados a la caída de precios, explican los primeros incrementos reales de la renta familiar desde 2009 (+2,9% en 2015), al mismo tiempo que las expectativas de los consumidores alcanzan máximos históricos a finales de 2015

Renta familiar bruta disponible en términos reales 2007-2015 (crecimiento anual en %)

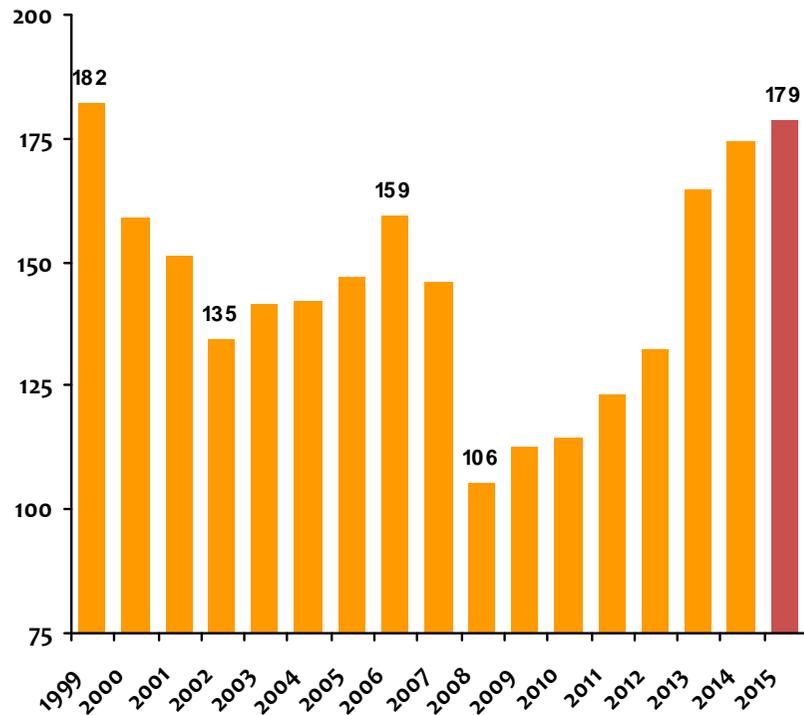


Indicador de confianza del consumidor en España junio 1986/-agosto 2016 (saldos)

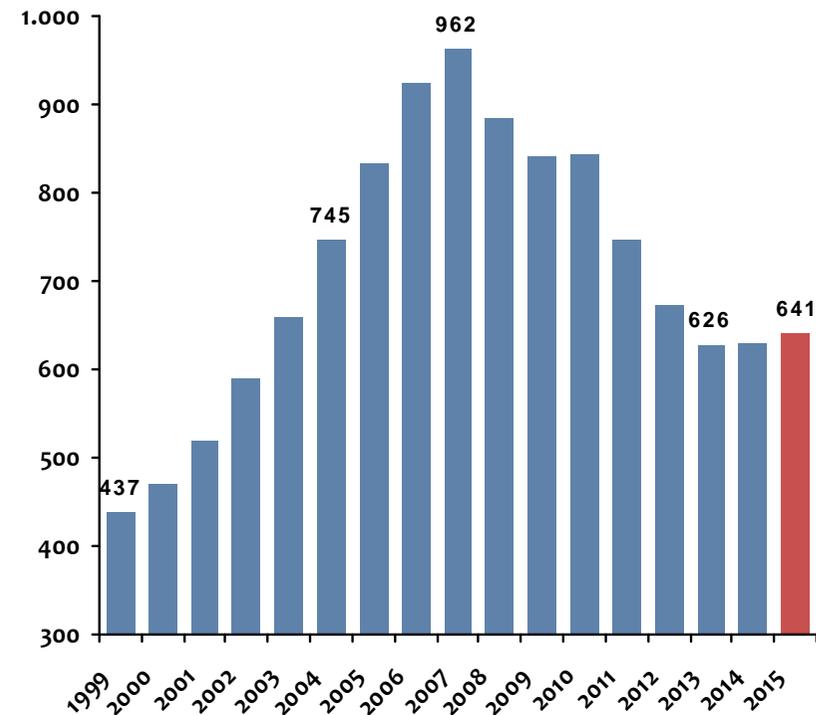


En el ámbito patrimonial, la política del BCE y la reducción de la deuda familiar ha comportado una notable mejora de la riqueza financiera neta, mientras que la inmobiliaria ha comenzado a aumentar...

Riqueza financiera neta de los hogares.  
1999-2015 (% de la RFBD)

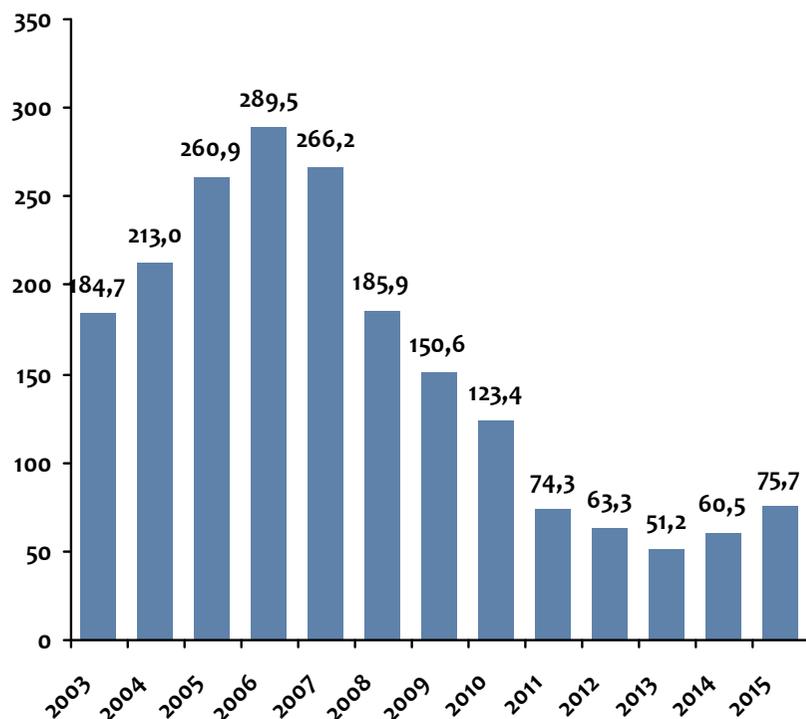


Riqueza inmobiliaria de los hogares. 1999-2015  
(% de la RFBD)

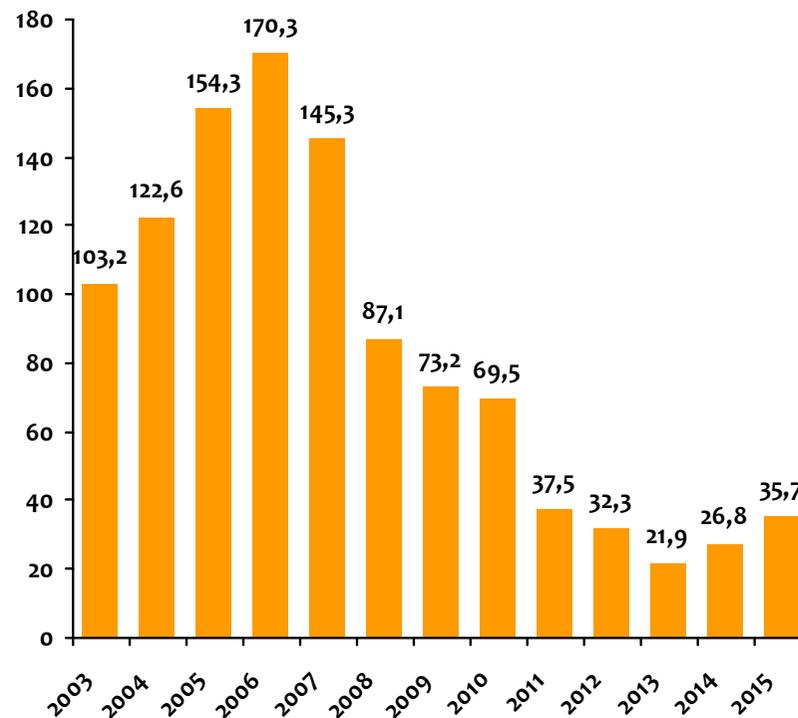


**Resultado final: continuada reducción de los excedentes financieros de los hogares (hasta el 5,3% de la RFBD en 2015), de manera que la nueva inversión se financia de forma creciente con más deuda ...**

**Nuevo flujo de crédito a los hogares 2003-2015<sup>1</sup>**  
(mm euros)



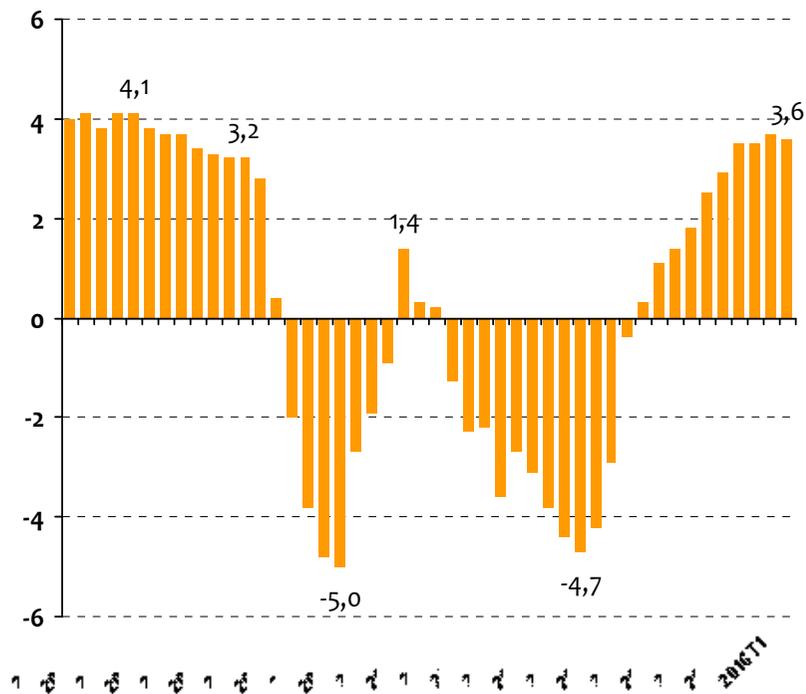
**Nuevo flujo de crédito a los hogares para vivienda 2003-2015 (mm euros)**



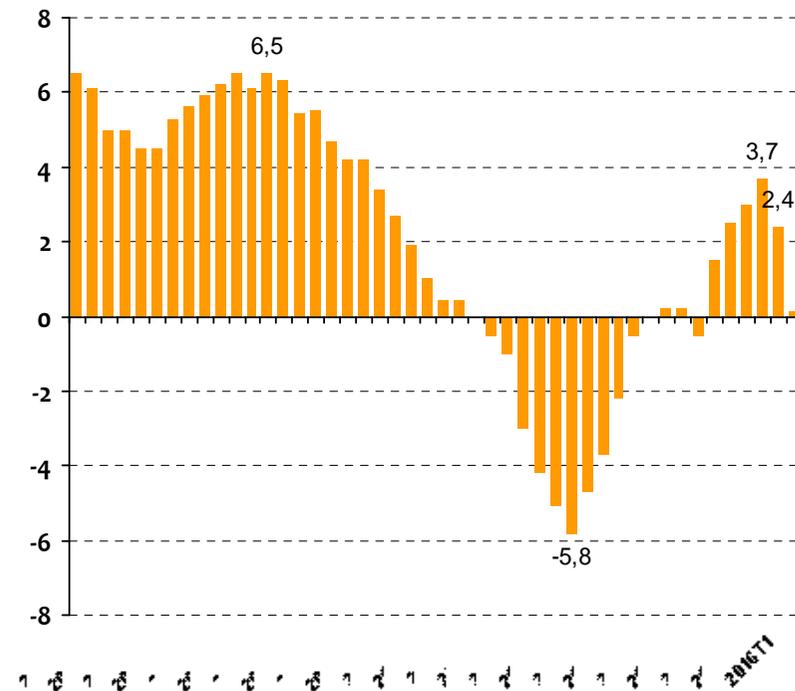
1. Valores anuales: suma de los valores mensuales.

... con lo que el consumo de hogares muestra una intensa pulsión, al tiempo que el de las AAPP aumentó substancialmente en 2015 empujado por el proceso electoral...

**Consumo final de hogares e IPSFL**  
2005/T1-2016/T2<sup>1</sup> (tasa anual real en %)

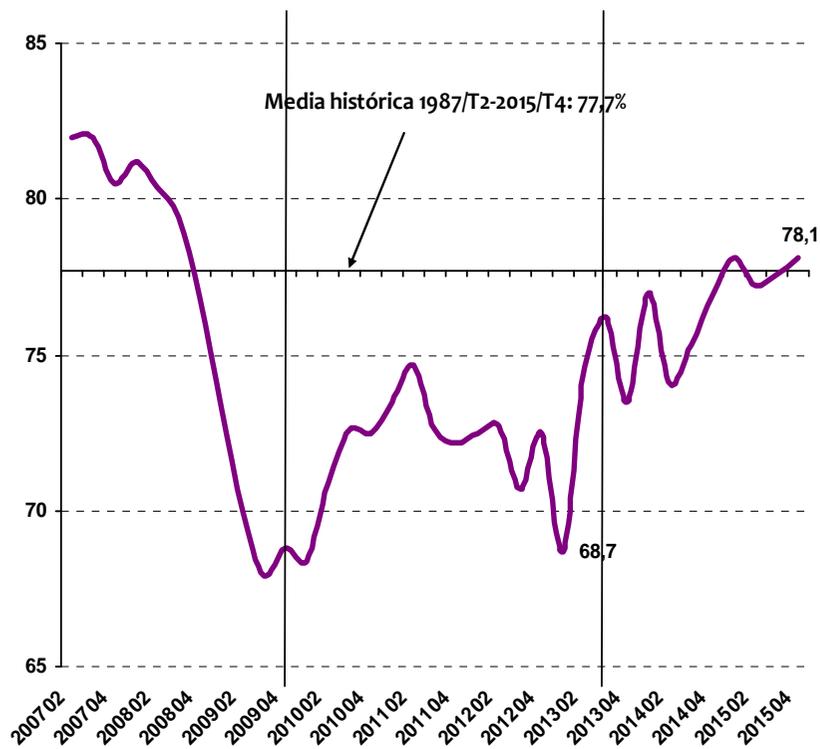


**Consumo final de las AAPP**  
2005/T1-2016/T2<sup>1</sup> (tasa anual real en %)

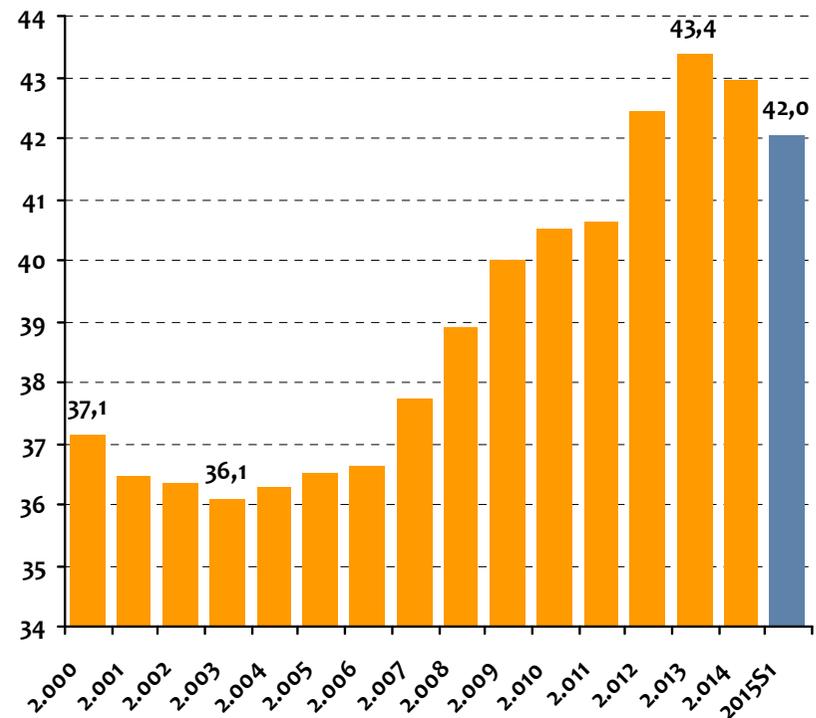


En el ámbito de la FBCF, el aumento en la utilización de la capacidad productiva, la mejora de las condiciones de financiación y del apalancamiento de las ENF y la recuperación de su excedente bruto de explotación ...

Utilización de la capacidad productiva en la industria 2007/T1-2015/T4 (en %)

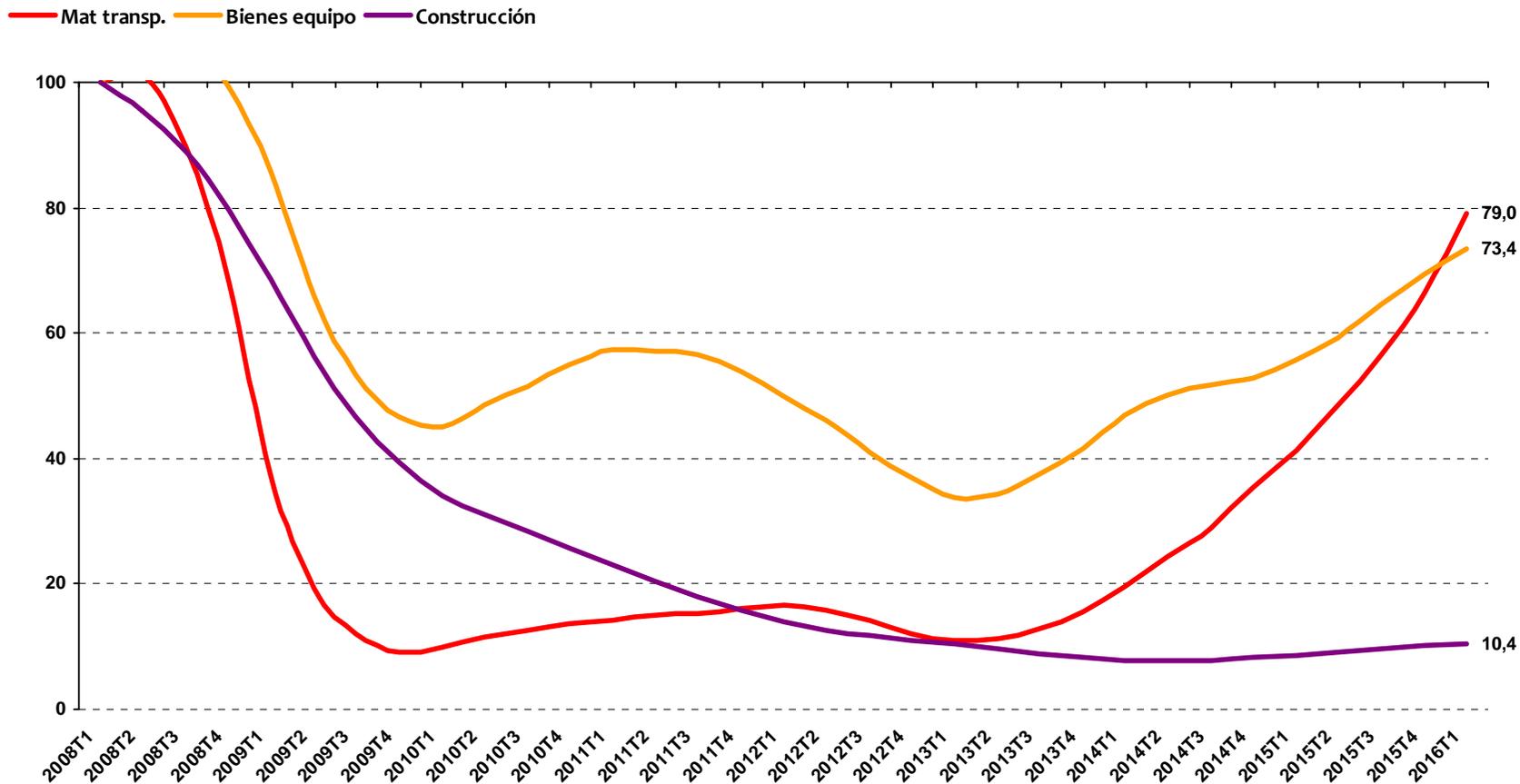


Excedente bruto de explotación de las empresas no financieras (ENF) 2000-2015S1 (% del VAB)



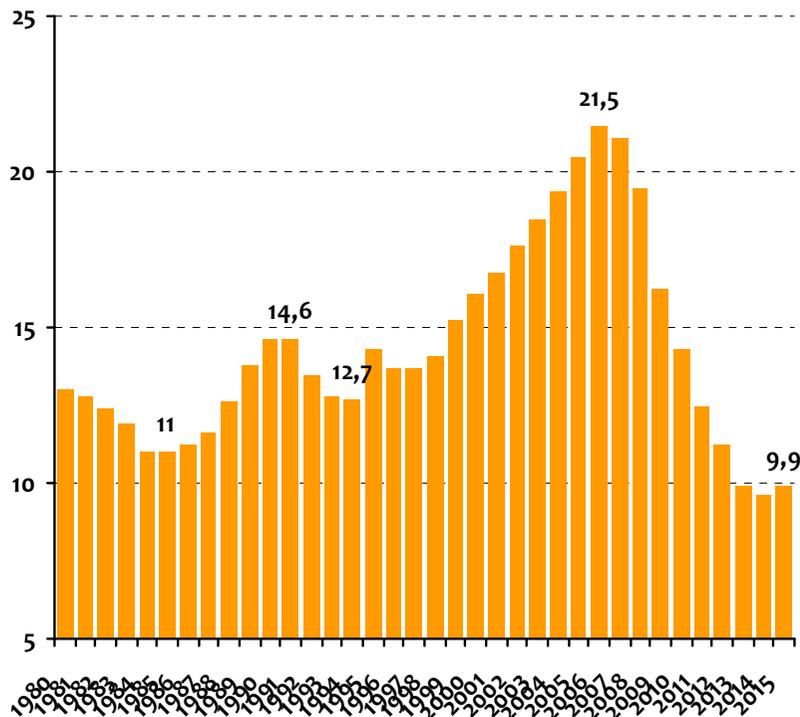
... está permitiendo un notable aumento de la FBCF en bienes de equipo y material de transporte, mientras que la efectuada en construcción...

El hundimiento de la FBCF desde 2008 y la lenta recuperación de la FBCF en bienes de equipo y material de transporte. 2008/T1-2016/T1 (2008/T1=100, caída acumulada)

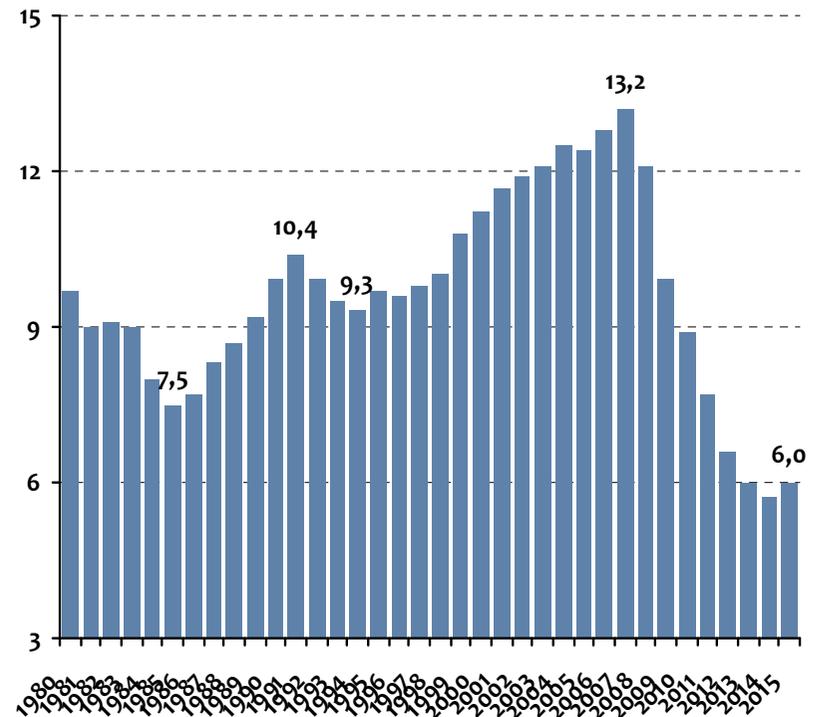


... tras situarse en mínimos históricos (en el entorno del 10% del PIB), ha comenzado un lento proceso de mejora, que se ha traducido en una cierta recuperación del empleo del sector de la construcción

La recuperación de la FBCF en construcción desde el mínimo de 2014 (9,6% del PIB)

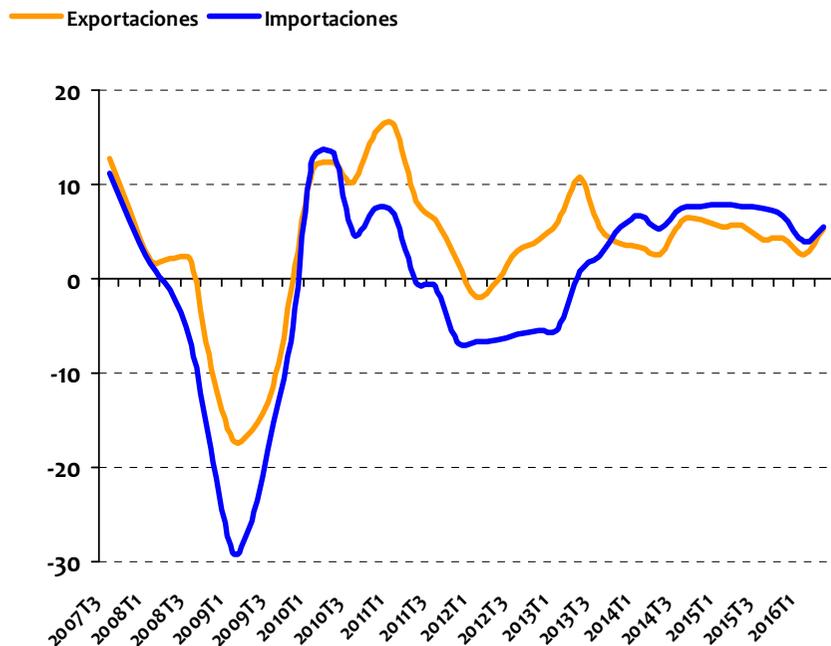


La recuperación del empleo en construcción desde el mínimo de 2014 (5,7% del total)

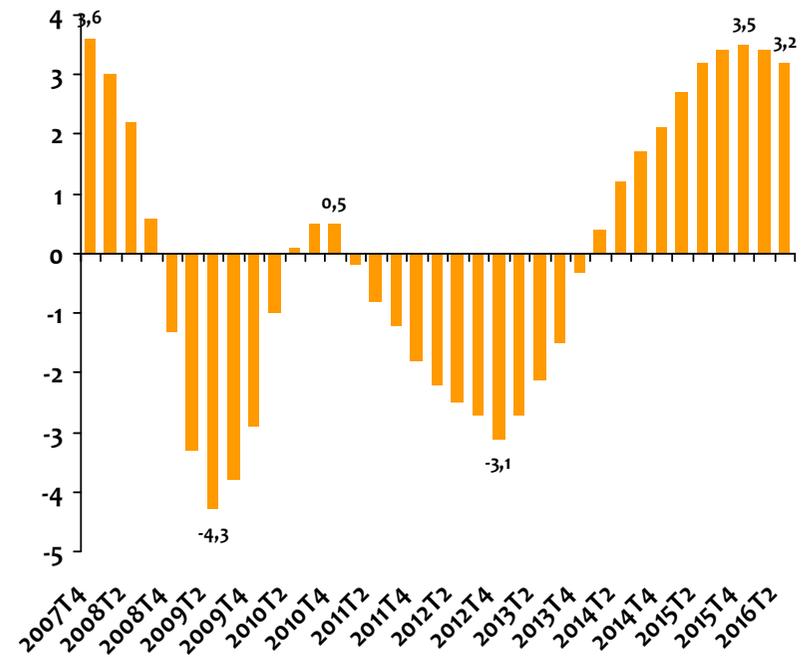


En el ámbito exterior, notable recuperación de las importaciones (embalsamiento del consumo PEN y elevada elasticidad-renta), que ya restan crecimiento agregado, aunque el PIB ha continuado creciendo a tasas anuales próximas al 3,5%

Exportaciones e importaciones de bienes  
2007/T3-2016/T2 (tasa anual real en %)

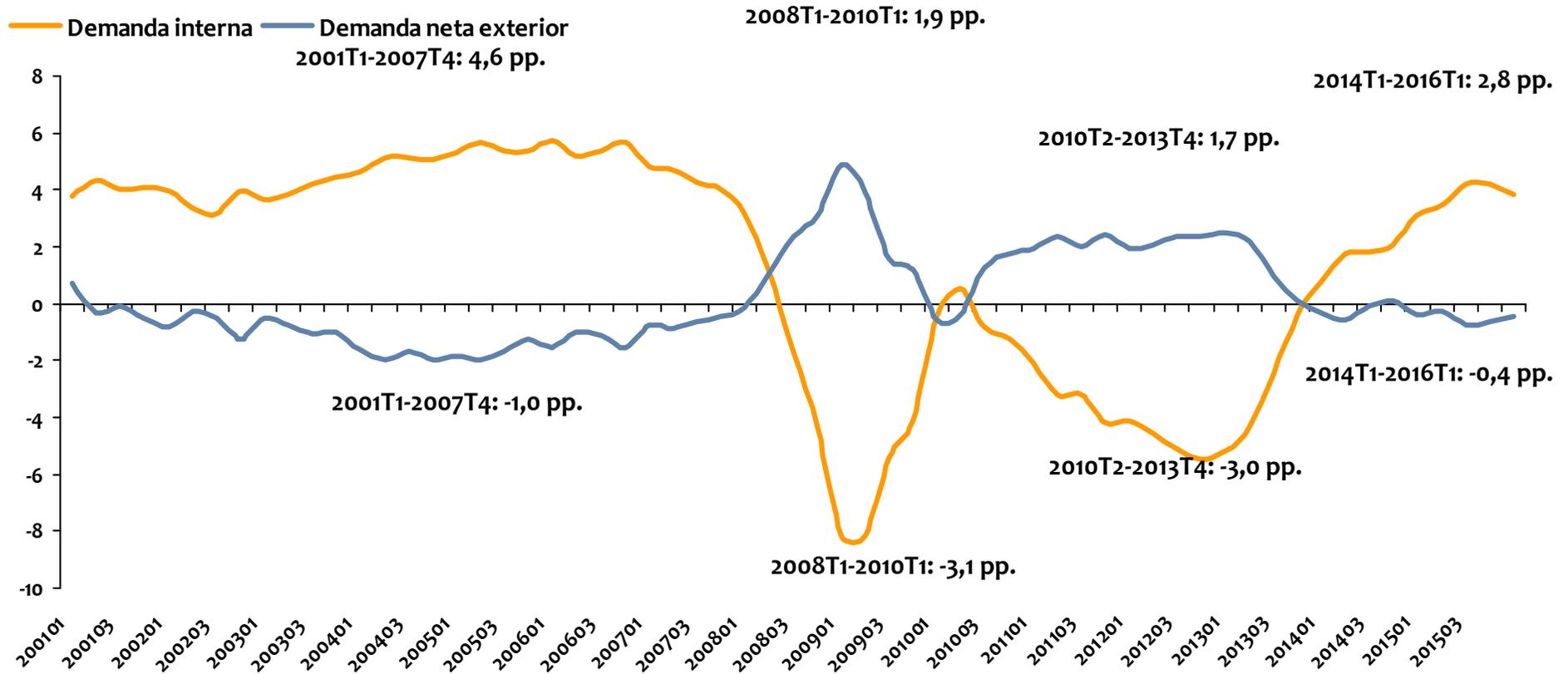


PIB pm 2007T3-2016T2  
(tasa anual real en %)



... de manera que la demanda neta exterior está ya restando crecimiento del PIB, desde una aportación positiva media de +1,7 pp en 2010/T2-2013/T4, a los -0,4 pp des del 2014/T1 al 2016/T1

**Demanda interna y demanda neta exterior 2000/T1-2016/T1  
(contribución al crecimiento del PIB real en puntos porcentuales)**

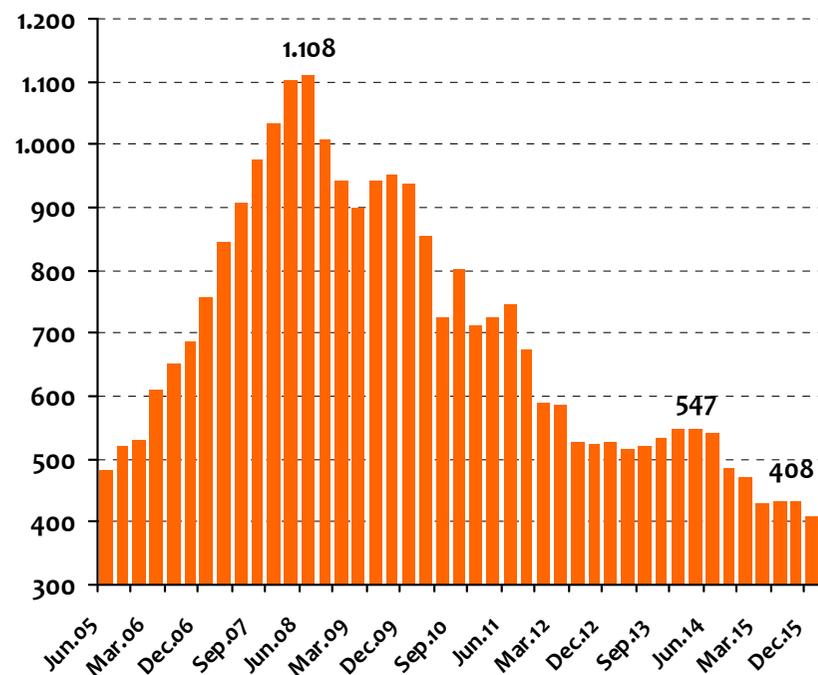


1. Estimació pròpia a partir de la sèrie de Comptabilitat Nacional. Base 2010.

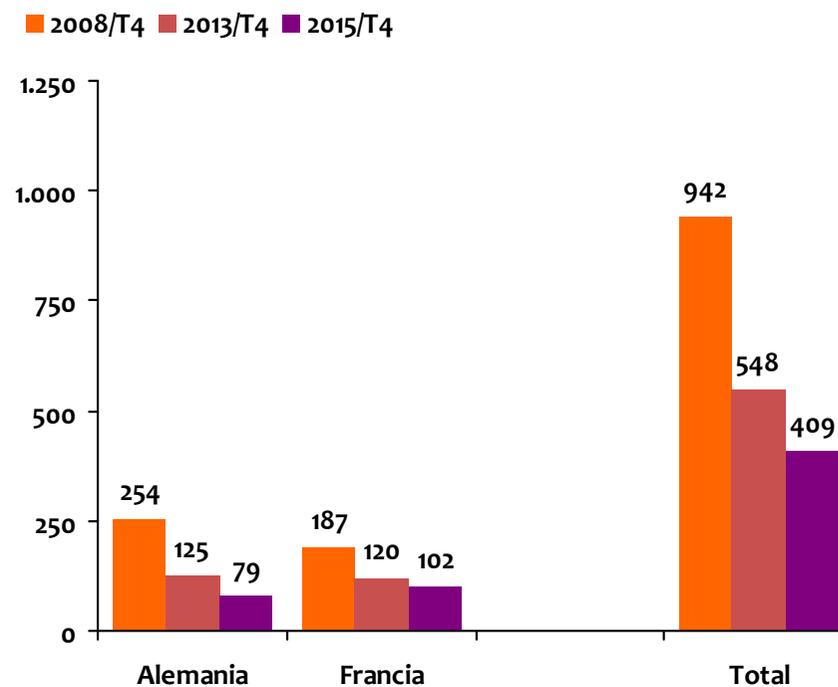
## 2. Bases internas y externas de la recuperación: reformas, BCE y confianza

## La crisis de confianza y la salida de fondos de la banca internacional en España ...

Activos de la banca internacional sobre España 2005/T1-2015/T4 (mm de \$)



Detalle principales bancos acreedores por países 2008/T4-2015/T4 (mm de \$)



1. BIS: criterio 'consolidated; ultimate risk basis'.

## ... y reformas y actuación del BCE: la necesaria estabilización de la situación que emergió en 2011/12...

### \* Reformas:

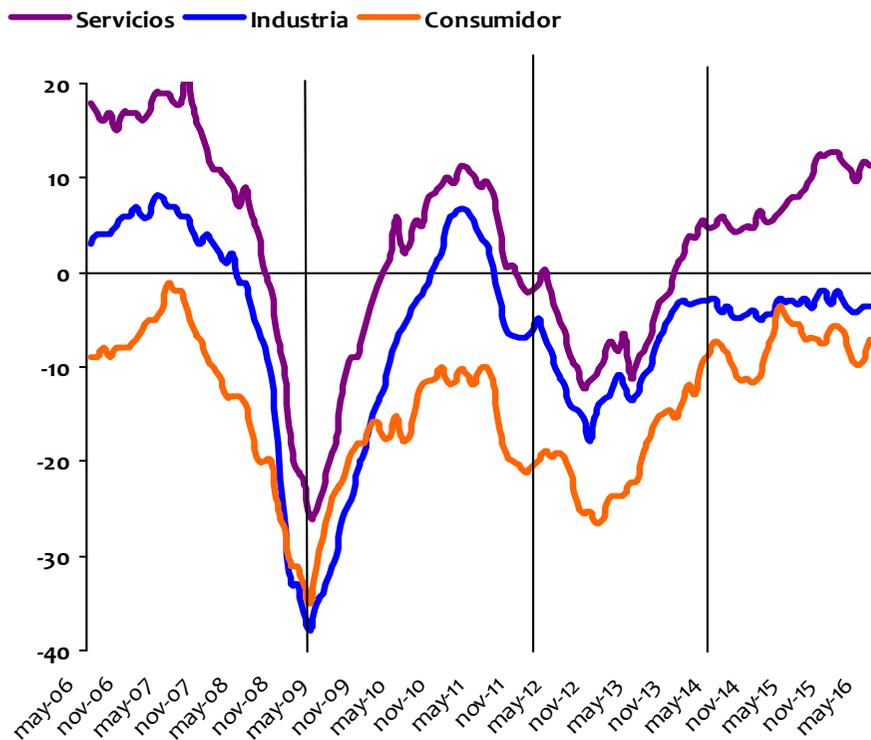
- \* Laboral
- \* Financieras
- \* Pensiones
- \* Indexación contratos públicos y otras

### \* BCE:

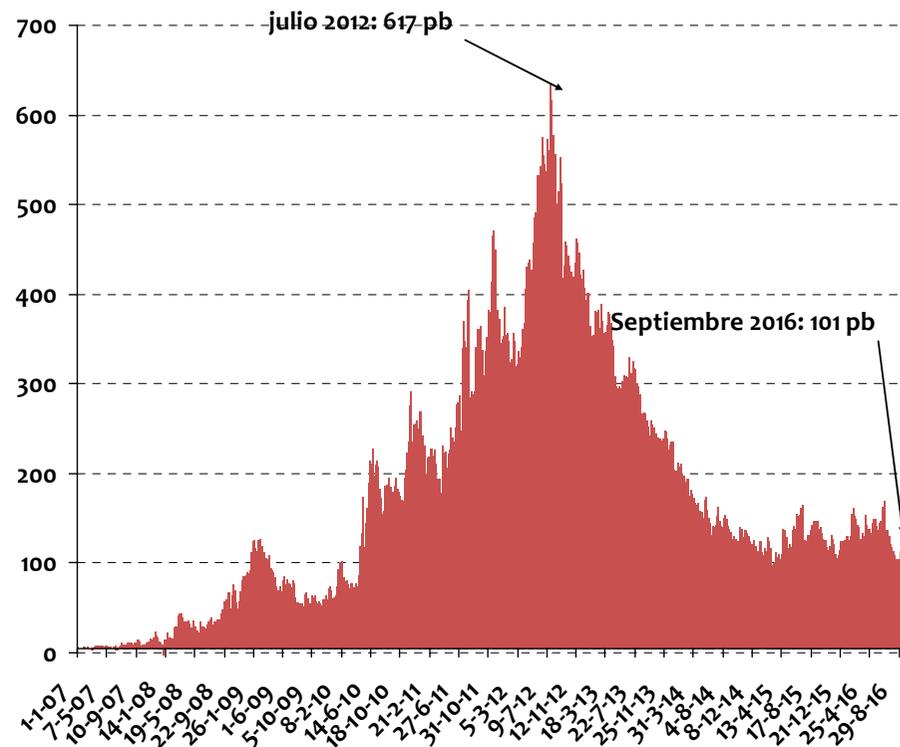
- \* OMT
- \* Caída tipos de interés
- \* Refinanciación de la banca en el BCE: las LTRO
- \* QE: compra de deuda pública y privada

## ... y sus efectos sobre la confianza, la caída de las primas de riesgo y la emergencia de emisiones del Tesoro español a tipos negativos

Las dos crisis y la confianza en el área del euro.  
2006/M5 - 2016/M5 (saldos)

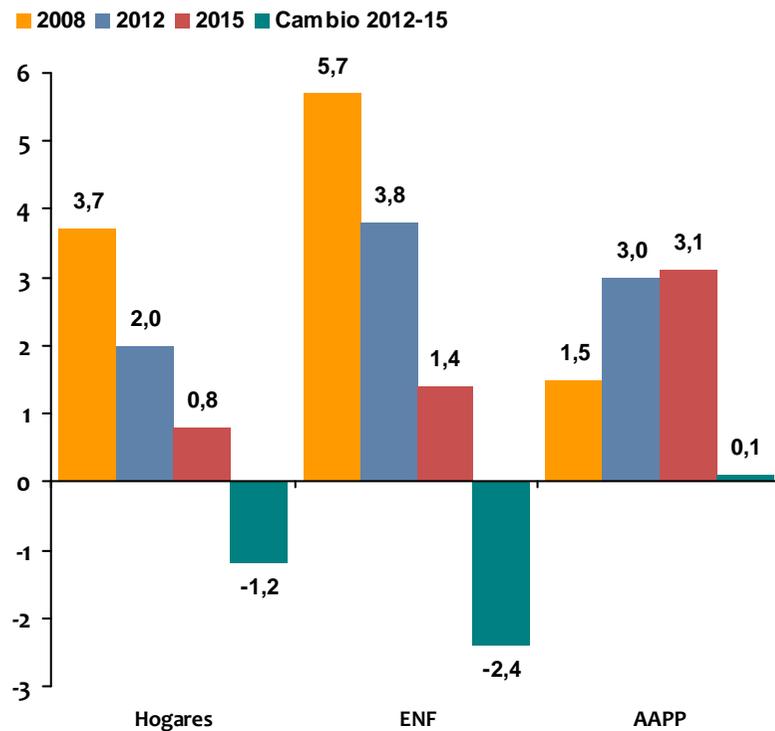


Primas de riesgo en España (deuda a a 10 años).  
2007-2016 (pb)

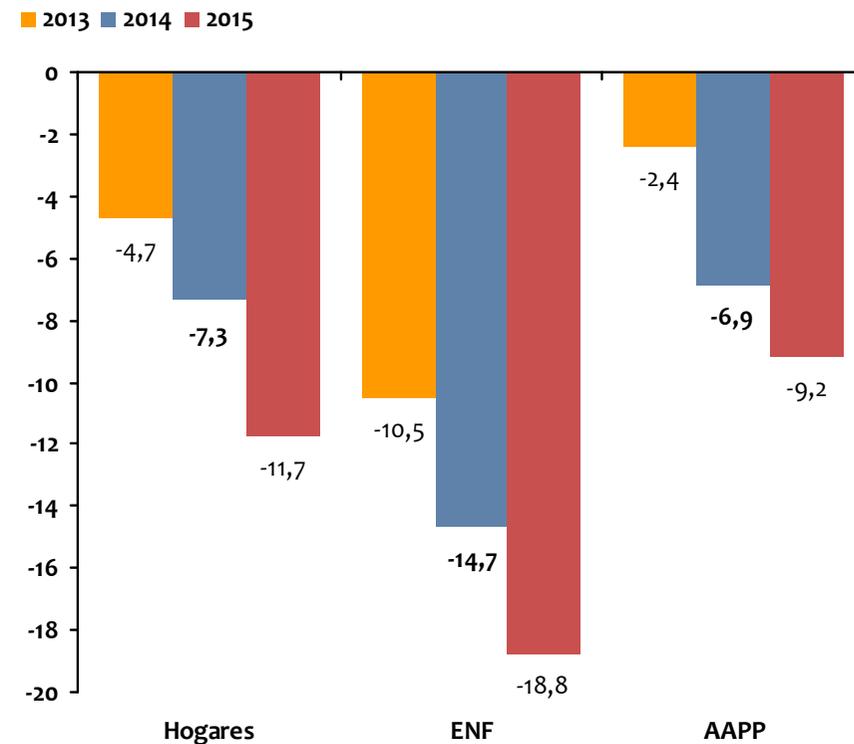


## Otros impactos relevantes del BCE sobre España (1). La mejora de la renta disponible por la caída de los tipos de interés...

Intereses efectivos pagados por los hogares, ENF y AAPP. 2012-2015 (% PIB)



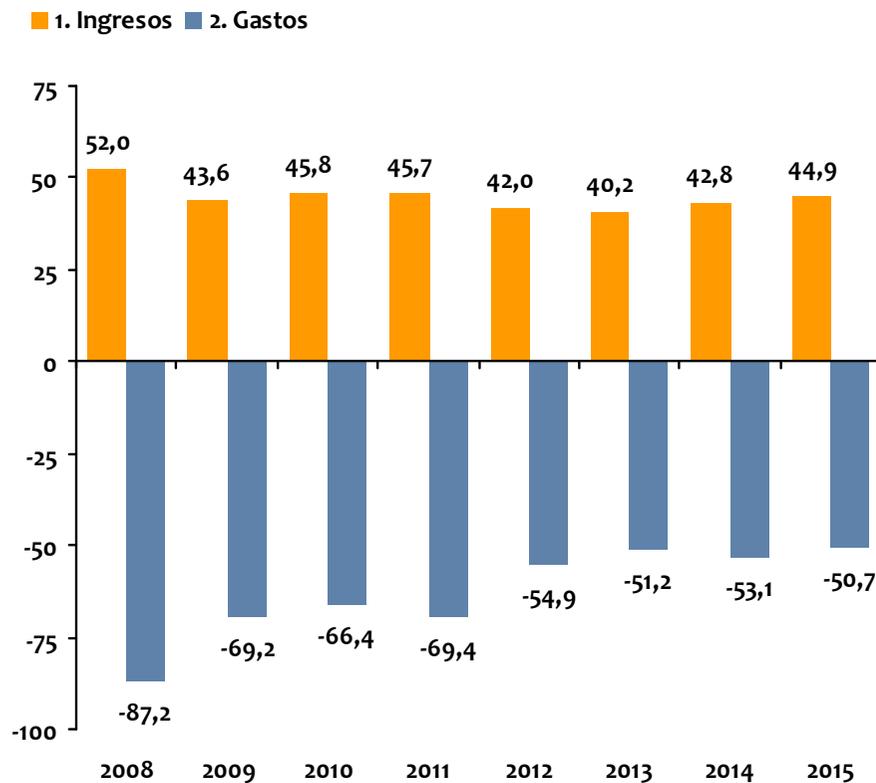
Diferencia intereses efectivos e intereses teóricos.<sup>1</sup> 2013-2015<sup>2</sup> (mm)



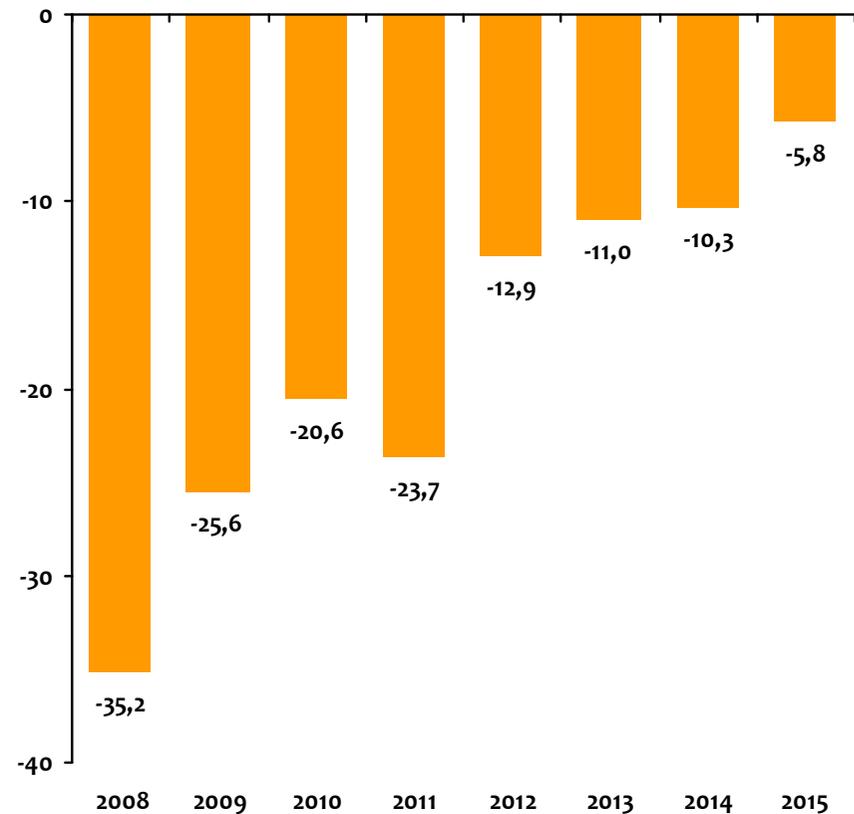
1. Interés teórico resultante de aplicar a los pasivos del balance financiero 2009-2015 la ratio intereses/pasivos de 2008-12; 2. 4º trimestre.

## Otros impactos relevantes del BCE sobre España (2). Mejora del saldo exterior: caída del déficit de rentas primarias (de los 24 mm de 2011 a 6 mm de 2015), pese al mantenimiento del volumen absoluto de los pasivos brutos totales...

Rentas primarias con el resto del mundo.  
2008-2015 (mm euros)

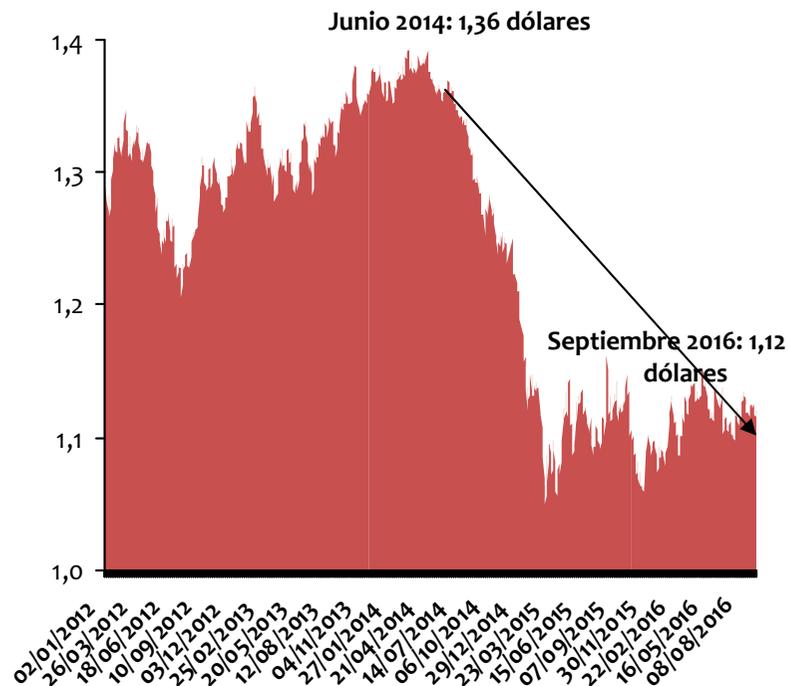


Saldo de la balanza de rentas primarias.  
2008-2015 (mm euros)

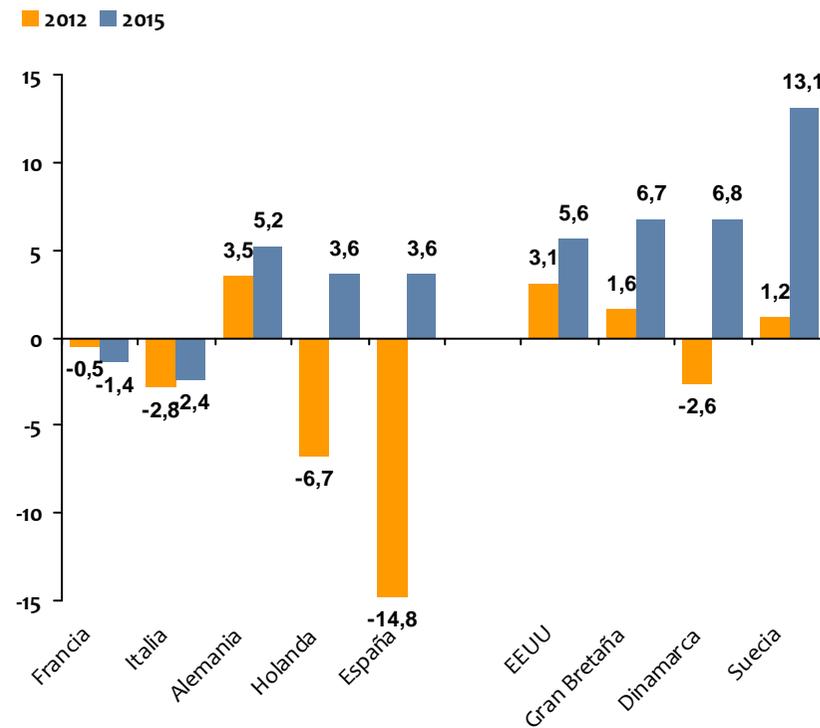


## Otros impactos relevantes del BCE sobre España (3). Caída del euro y precios de los activos, en especial de los inmobiliarios...

Cotización del euro.<sup>1</sup> Enero 2012/septiembre-2016 (dólares/euro)

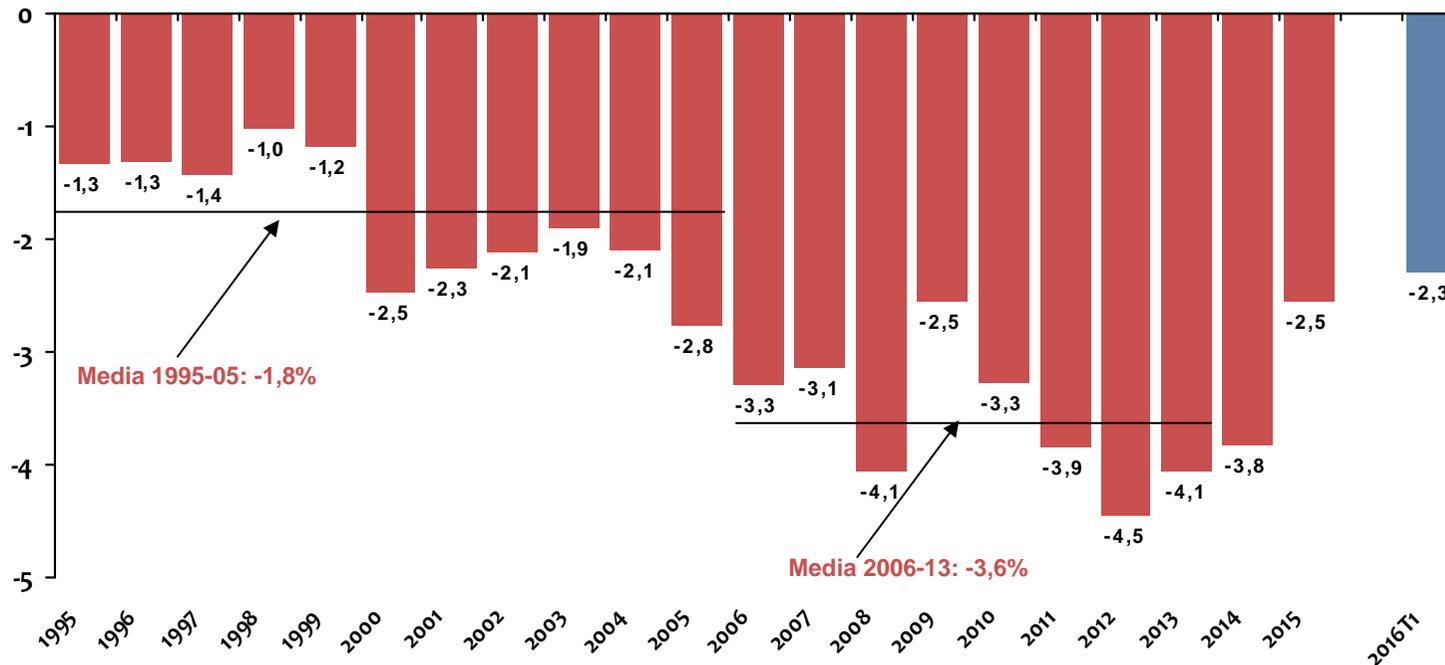


Precios de la vivienda en algunos países de la OCDE. 2012 y 2015 (% cambio medias anuales)



## Consecuencias del cambio en las condiciones internacionales: contracción del déficit energético de 2 puntos del PIB entre 2012 i 2015

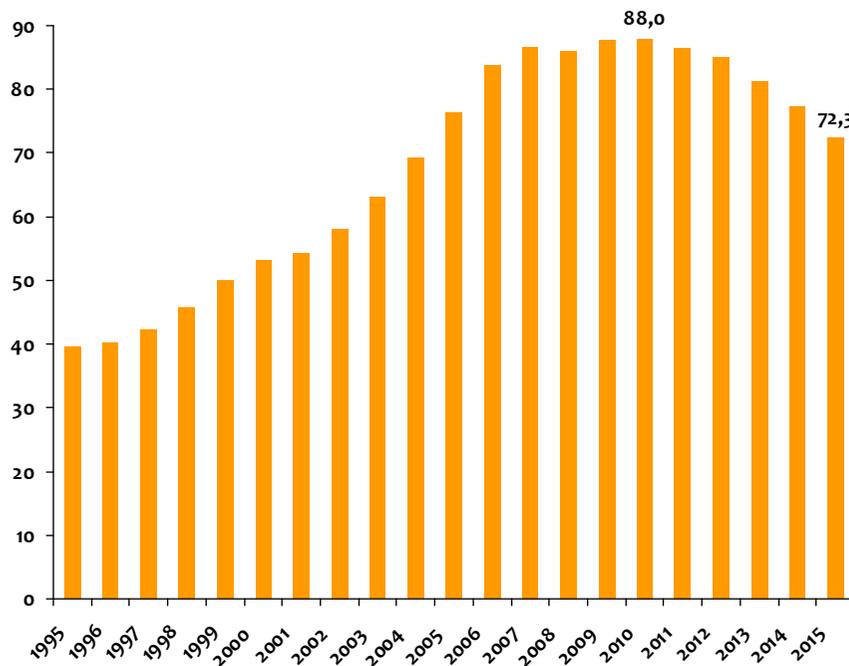
Saldo de la balanza energética con el resto del mundo. 1995-2016/T1 (% del PIB)



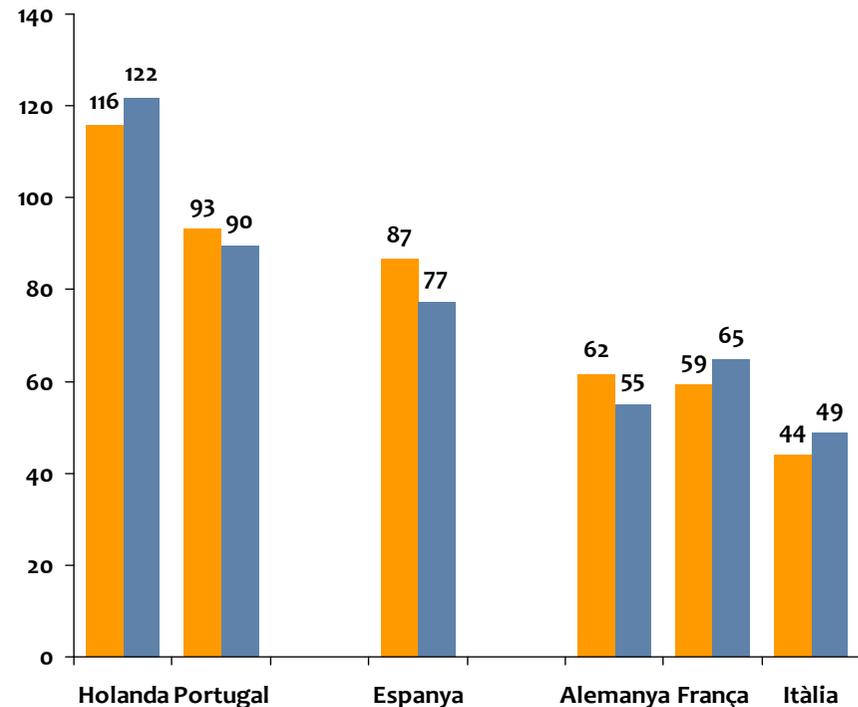
### 3. Reducción del endeudamiento privado y sustitución por el público: más deuda en 2015 que en 2007

Los hogares españoles han reducido su apalancamiento en unos 16 puntos del PIB desde el máximo del 88% del PIB en 2009, aunque su deuda todavía precisa otros 15/20 puntos de caída, para situarse en valores de las familias alemanas o italianas ...

Pasivos no consolidados de los hogares 1995-2015  
(% del PIB)

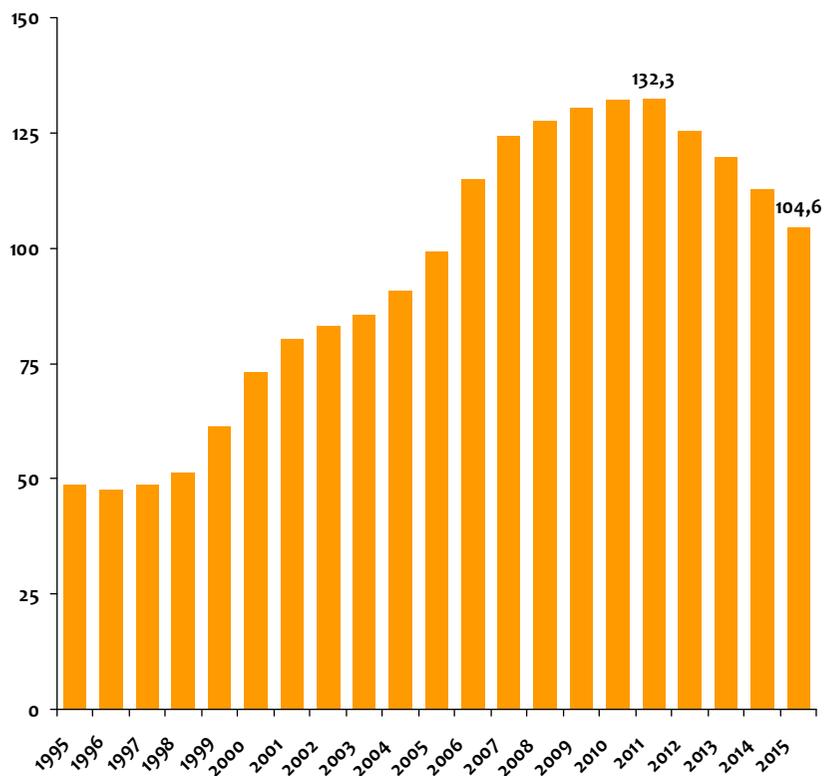


Pasivos no consolidados de hogares en España y otros países del euro. 2007-2014 (% del PIB)

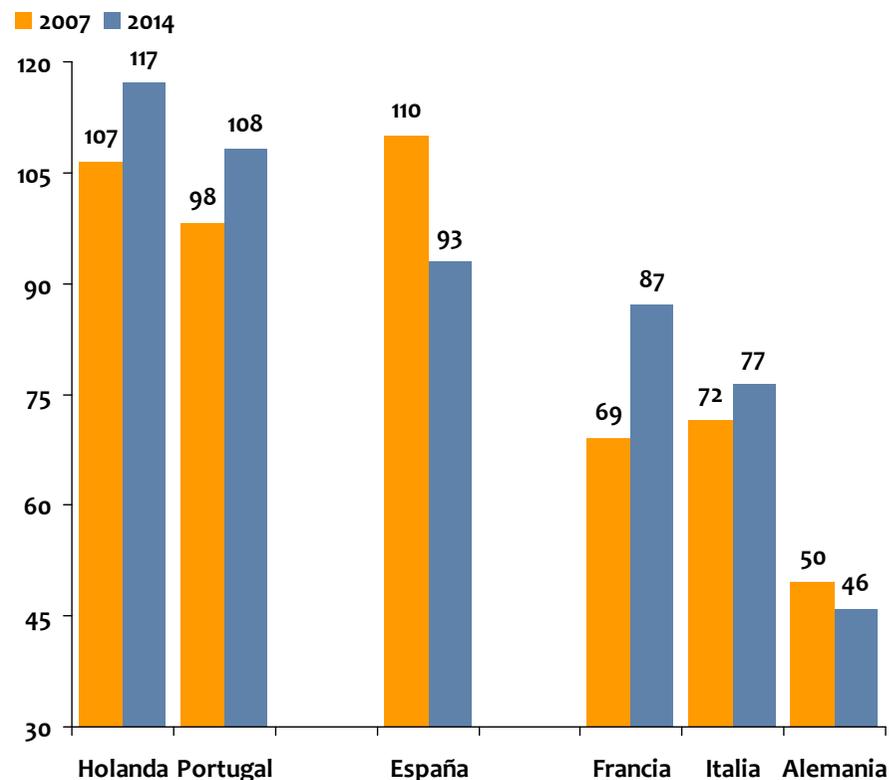


... al tiempo que las ENF han efectuado una reducción mayor (unos 25 puntos del PIB), pero sus necesidades de desapalancamiento se sitúan también en el entorno de otros 20 puntos del PIB ...

Deuda no consolidada de las ENF españolas  
1995-2015 (% del PIB)

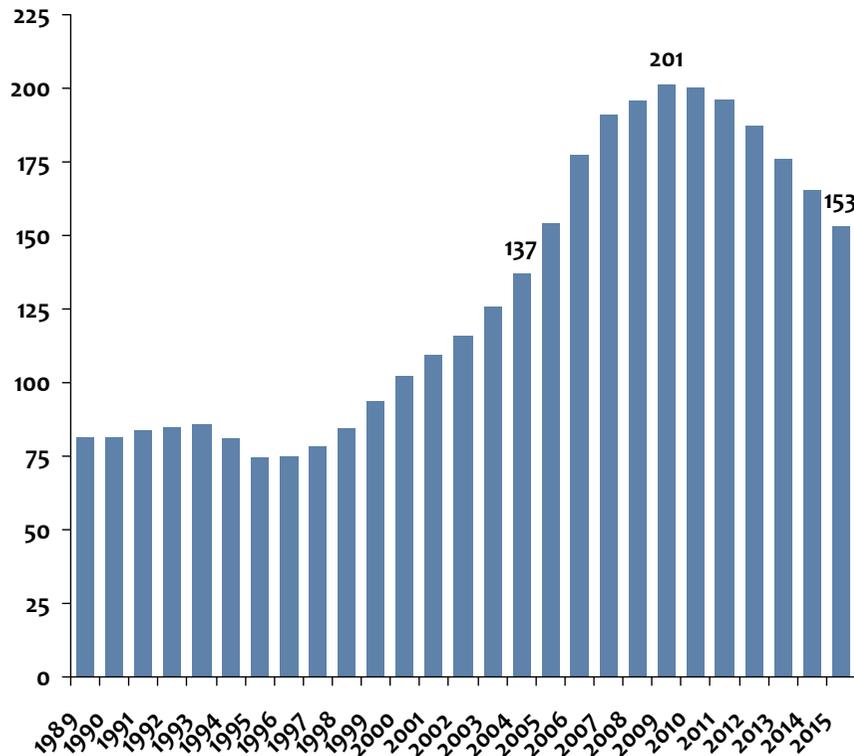


Deuda consolidada de las ENF en España y otros  
países del euro. 2007-2014 (% del PIB)

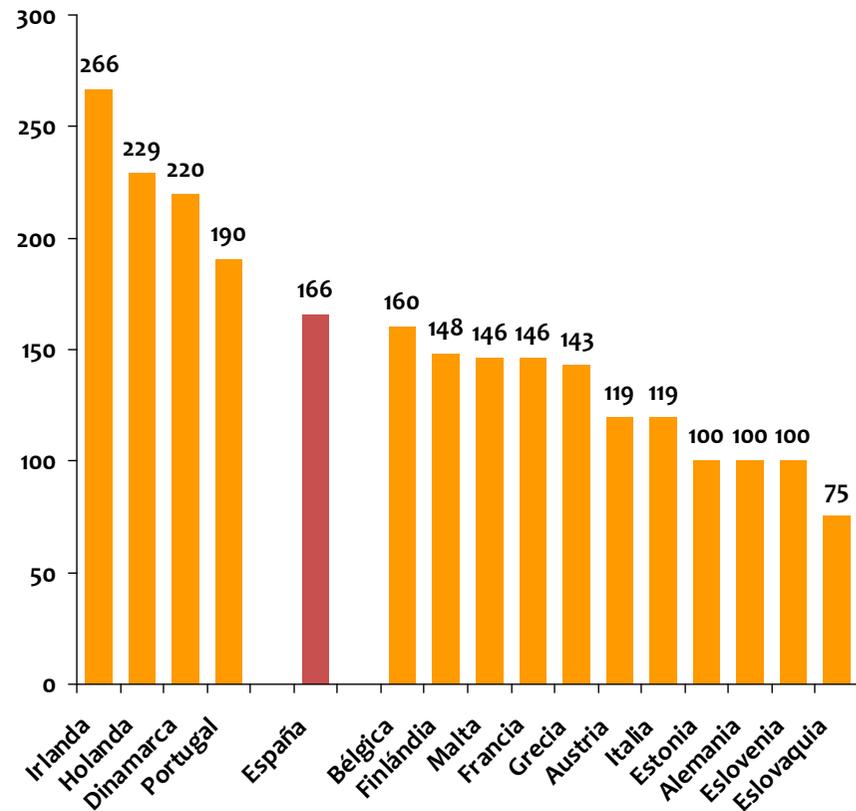


Para el conjunto del sector privado no financiero, la deuda total se ha reducido un elevado 45% del PIB, aunque todavía faltaría reducirla otros 40 puntos del PIB ...

Deuda privada consolidada en España  
1995-2015 (% del PIB)

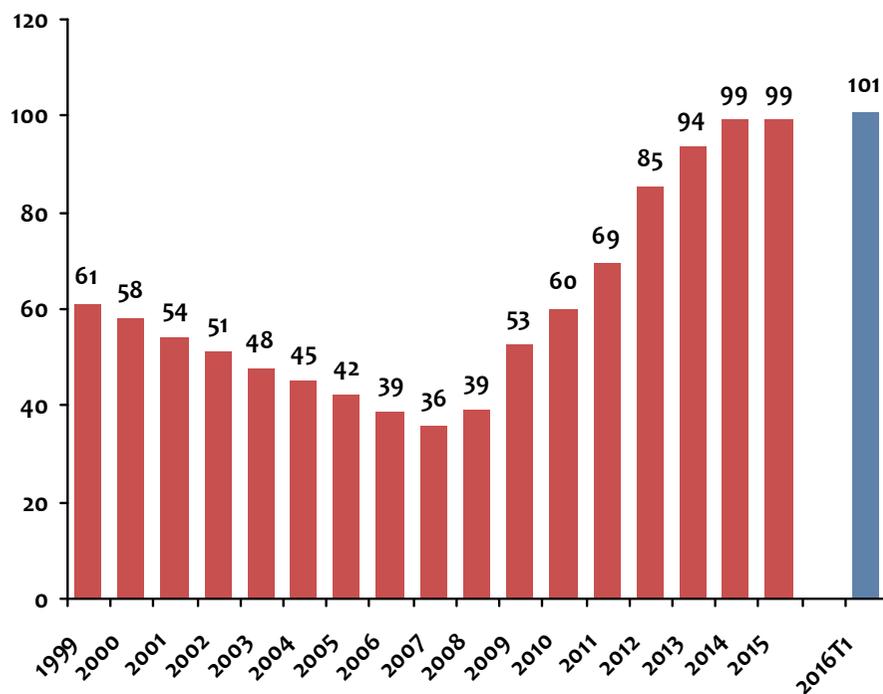


Deuda privada consolidada en España y el área  
del euro. 2014 (% del PIB)

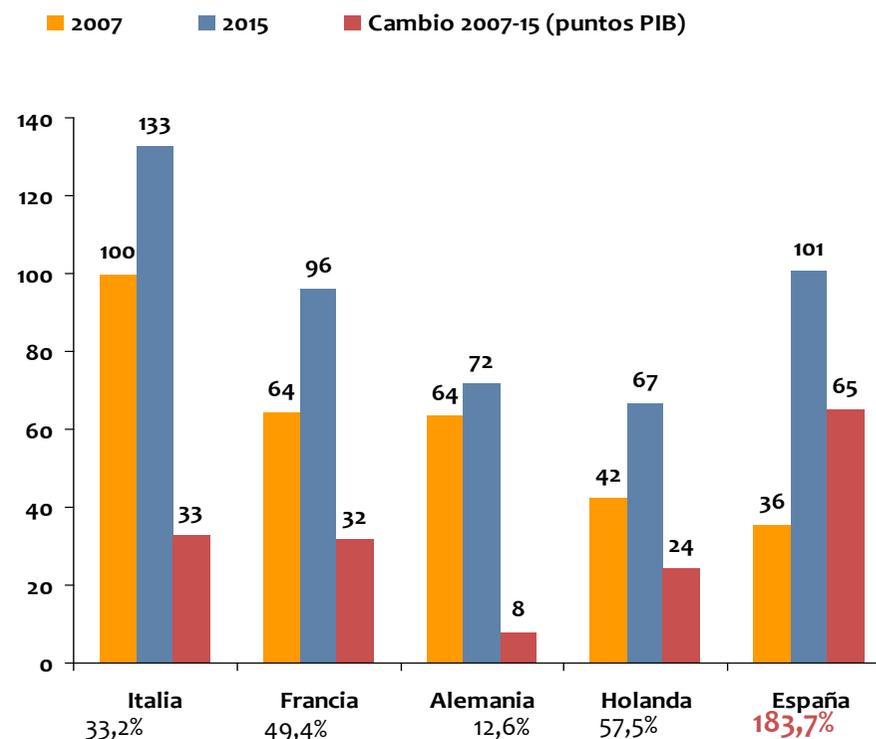


... una reducción que ha sido más que compensada por las AAPP, cuya deuda ha aumentado unos 65 puntos del PIB desde 2007, el crecimiento más intenso de la eurozona (44 puntos del PIB en promedio), y se ha situado ya por encima del 100% ...

Deuda de las AAPP en España.<sup>1</sup>  
1999-2015<sup>1</sup> (% del PIB)



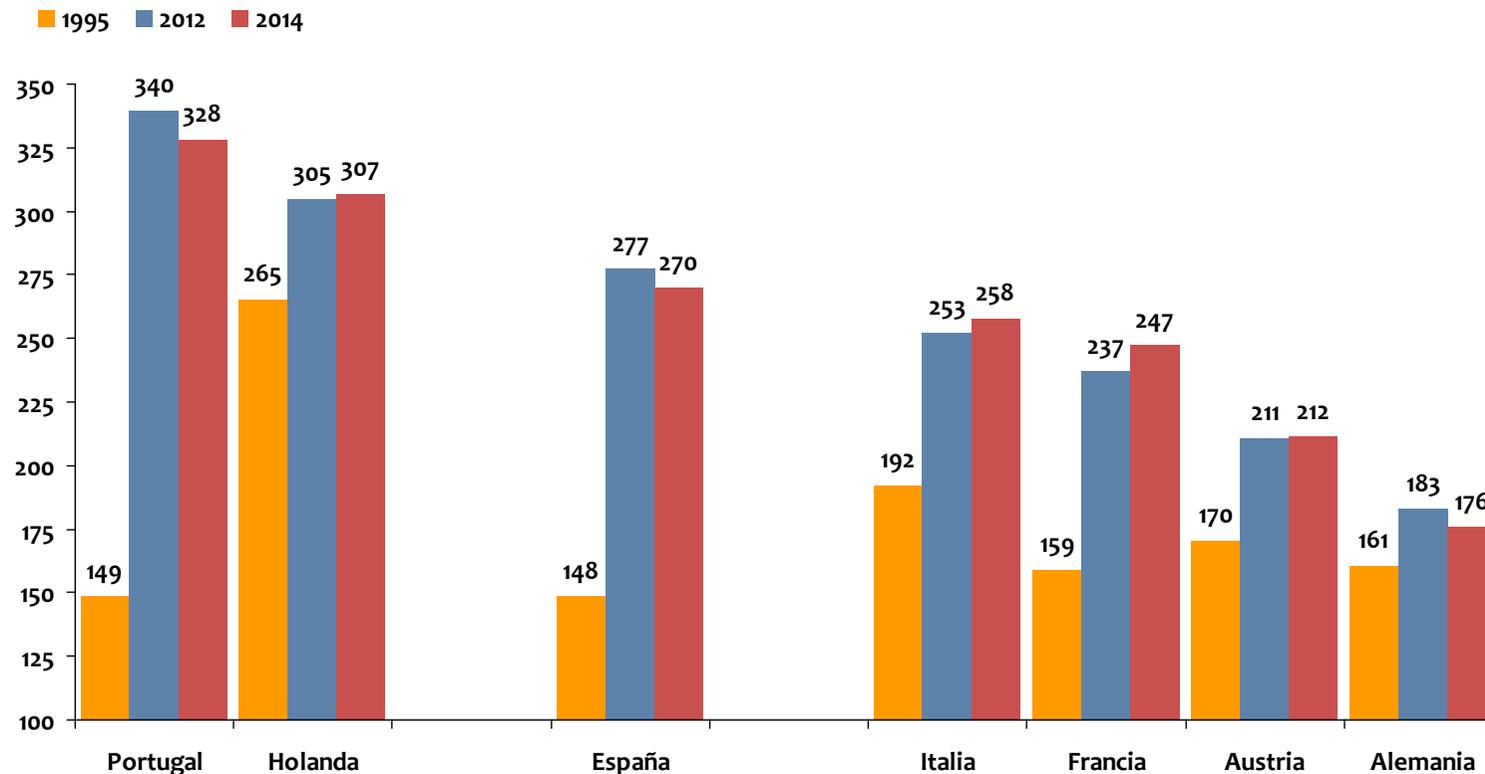
Deuda de las AAPP en algunos países del euro.  
2007-15. (% del PIB)



1. Definición según procedimiento de déficit excesivo; 2. Comisión Europea (primavera 2016).

De esta forma, la deuda total de los sectores no financieros de la economía española (hogares, ENF y AAPP) se sitúa en el 270% del PIB (2014), por encima de las de Italia y Francia (un 250%) y muy alejada de la situación de Alemania (176%)...

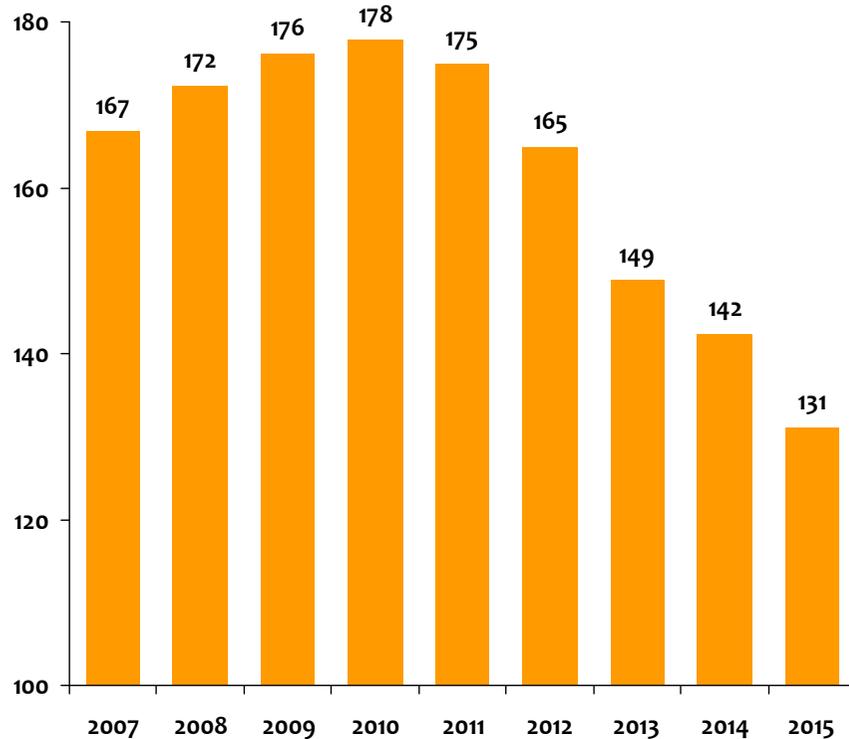
Deuda total de los sectores no financieros (privados y AAPP) en España y algunos países del área del euro 1995-2014 (% del PIB)



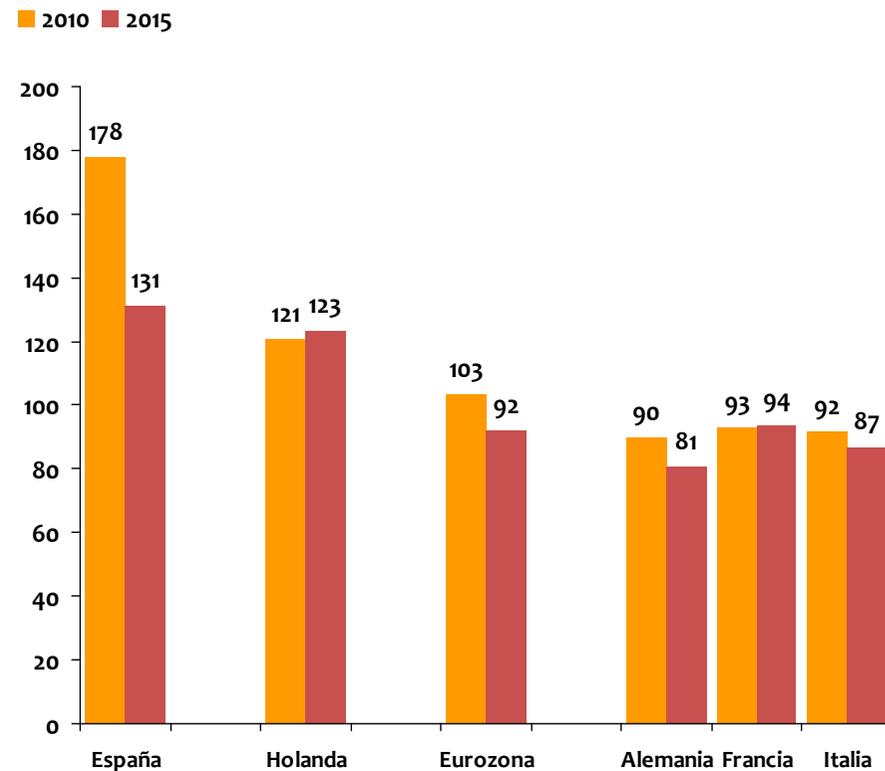
1. Deuda privada no consolidada: suma de los stocks de pasivos consolidados de ENF y hogares e IPSFL en forma de títulos de deuda y préstamos.

A pesar de la notable reducción del volumen de crédito del sector financiero, desde el 178% del PIB (máximo en 2010) al 131% a finales de 2015, su volumen continúa lejos de los valores de Alemania, Francia o Italia (en el entorno del 85/95% del PIB) ...

Crédito al sector privado en España. 2007-2015  
(% del PIB)

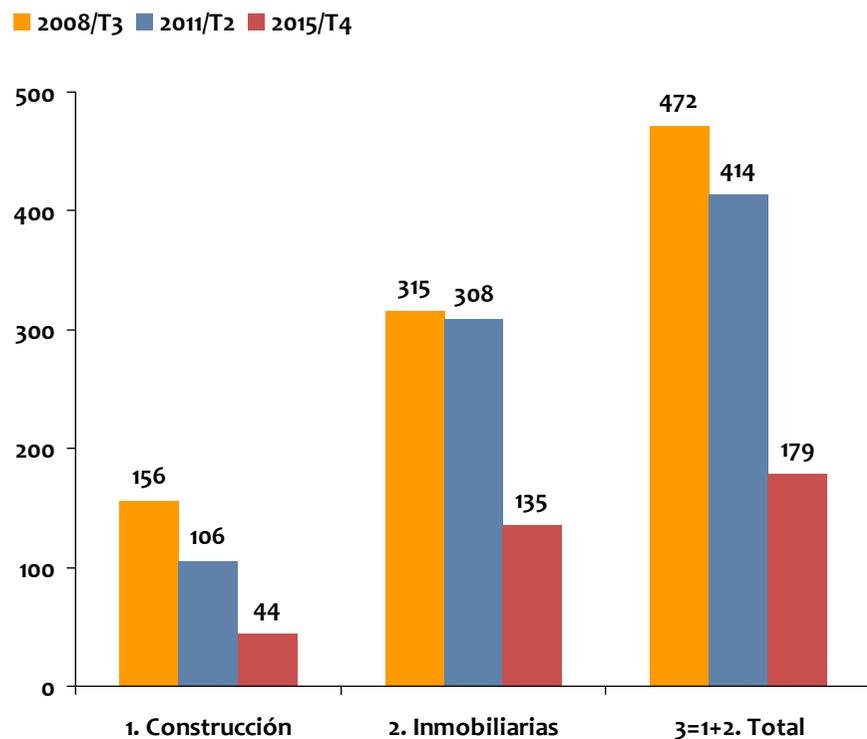


Crédito al sector privado en España y algunos países del área del euro. 2007-2015 (% del PIB)

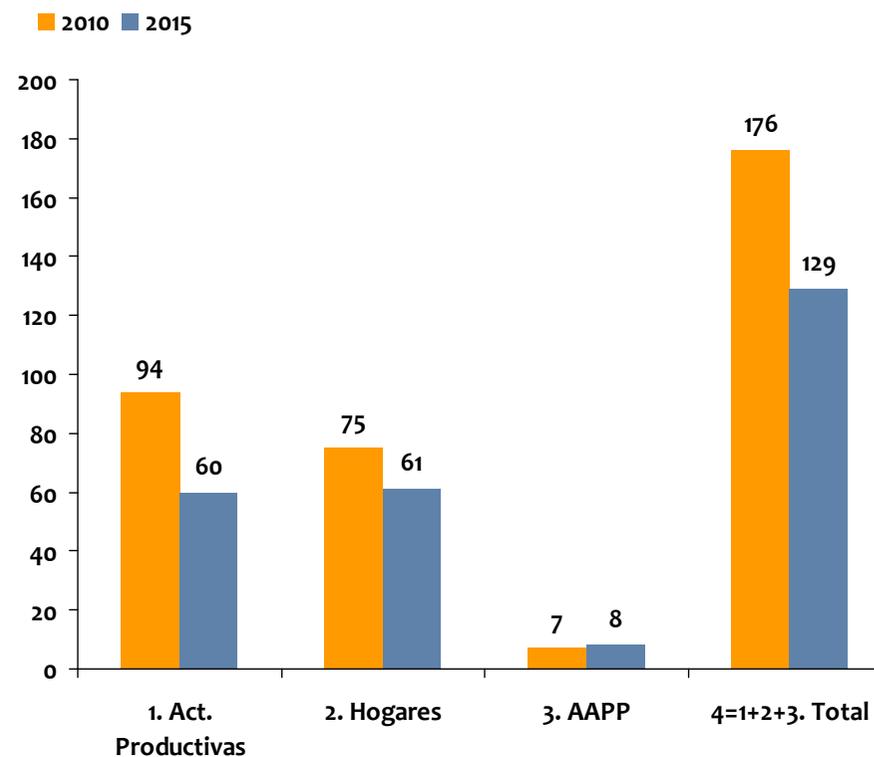


... una caída que refleja, fundamentalmente, la reducción del destinado a la construcción e inmobiliarias, de manera que el crédito total (sector privado y público) se ha contraído desde el 176% del PIB (máximo histórico) al 129% de 2015 ...

Crédito a actividades productivas de la construcción. 2008T3-2015T4 (mm euros)

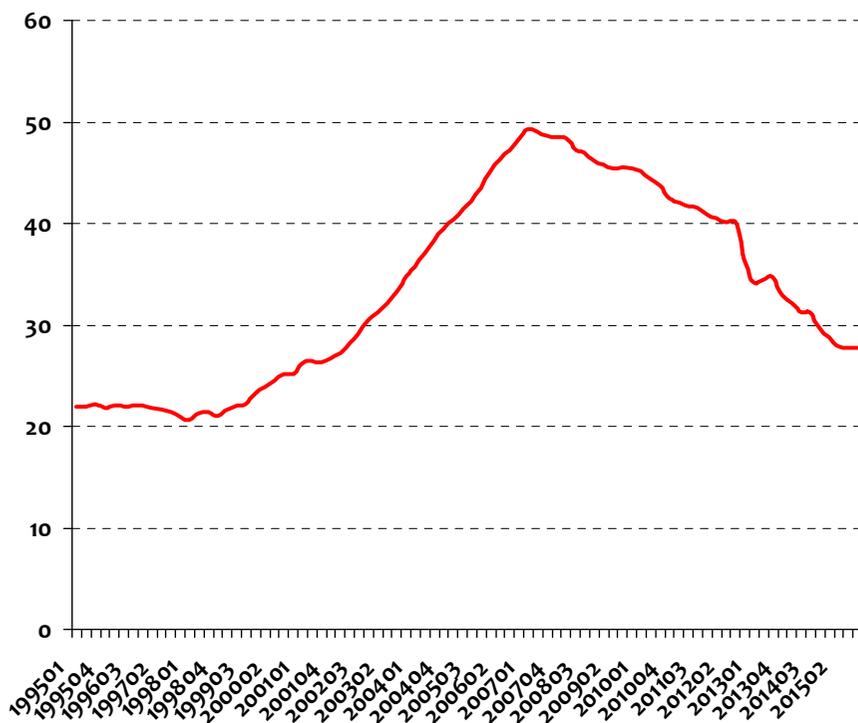


Crédito concedido en España por entidades de crédito. 2007-2015 (% del PIB)

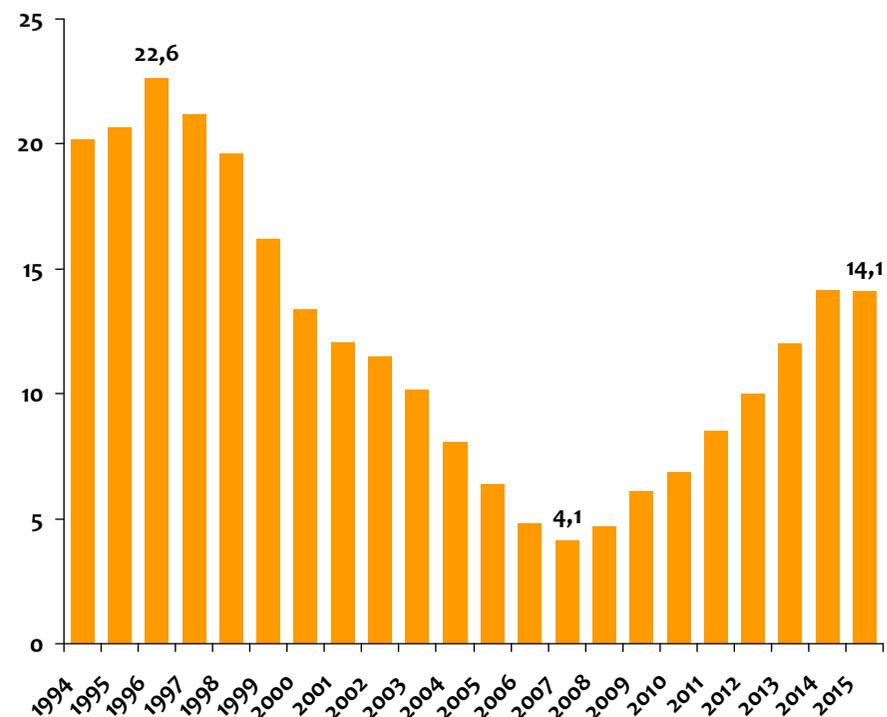


... aunque el crédito vivo vinculado a la construcción (hogares y ENF) aporta todavía el 55% del total, al tiempo que la actuación del BCE ha incentivado su sustitución por deuda soberana ...

Crédito a actividades de la construcción e inmobiliarias 1995-2015 (% del total a actividades productivas)

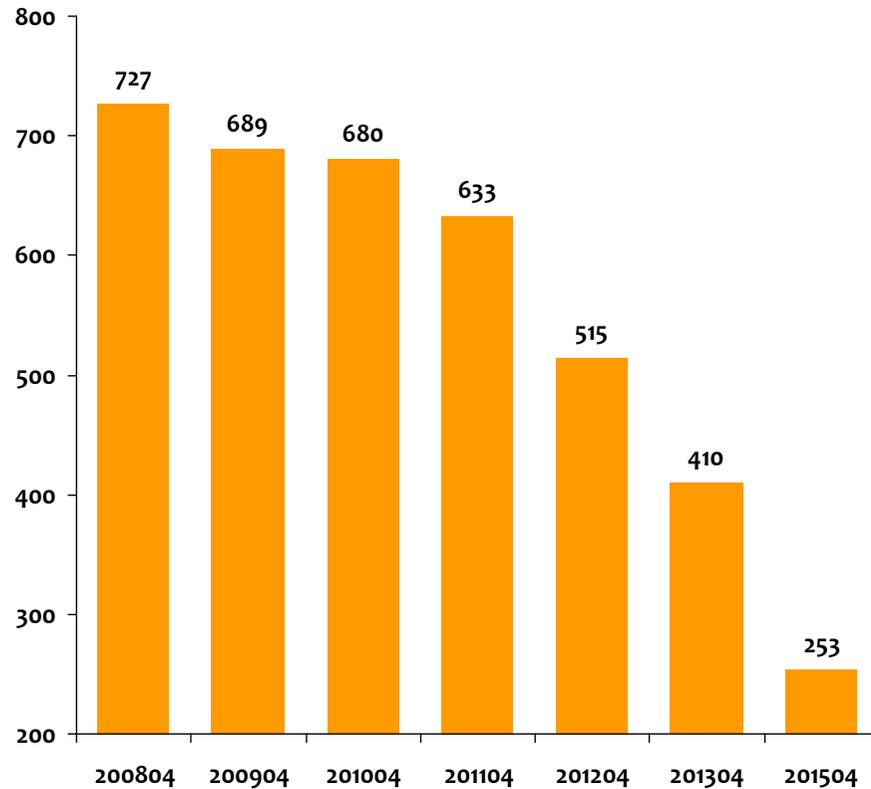


Pasivos de las AAPP en el activo de las IFM 1994-2015 (% del activo)

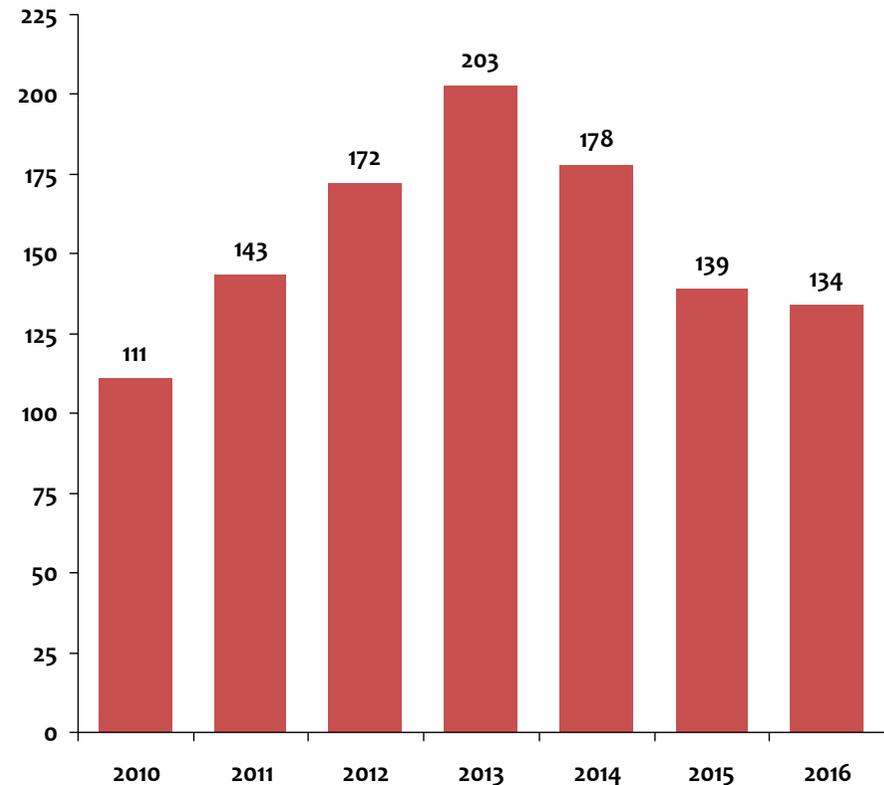


En suma, el exceso de crédito vivo en la economía española puede estimarse en el entorno de los 200 mm, una cifra relativamente próxima a los 134 mm reconocidos como créditos dudosos

PIB y crédito al sector privado en España  
2008-2015 (en % del total de la eurozona)



Activos dudosos de las entidades de crédito  
2010-2016<sup>1</sup> (mm de euros)



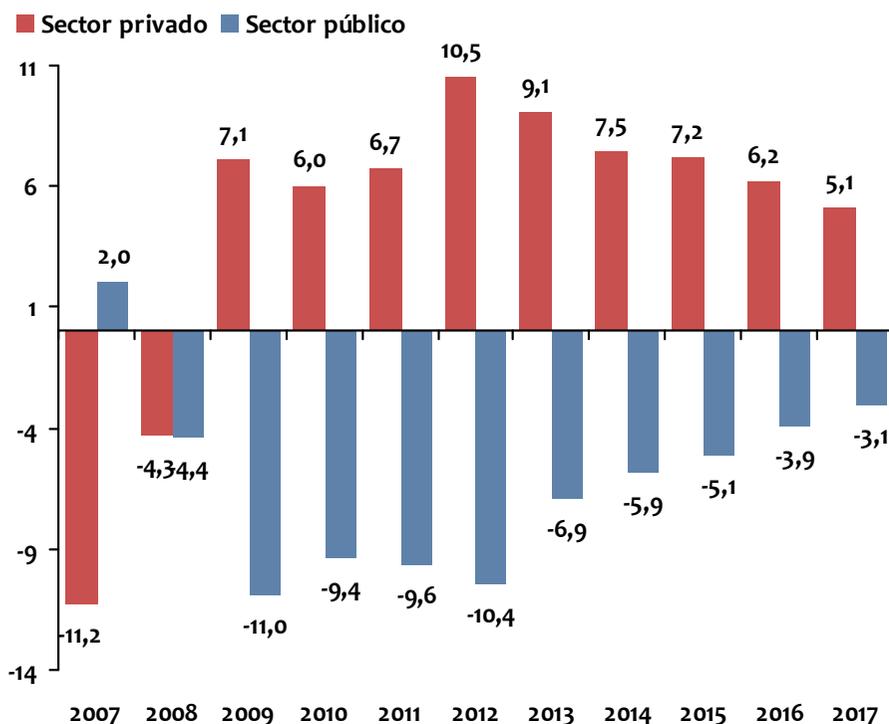
1. Para 2015, cifras de diciembre; para 2016, de marzo.

## 4. Deuda exterior y saldo con el resto del mundo: los cambios en la recuperación

## 41. Mejora del saldo exterior: ¿coyuntural o estructural?

## ¿Cambio estructural en el comportamiento del sector exterior?: 2013-2017<sup>1</sup> emerge como la fase más dilatada de la moderna historia con excedentes y más importantes que en 1971-73, 1978-79, 1984-86 y 1995-97

Capacidad/necesidad financiación del sector privado y público 2007-2017<sup>1,2</sup> (% del PIB)



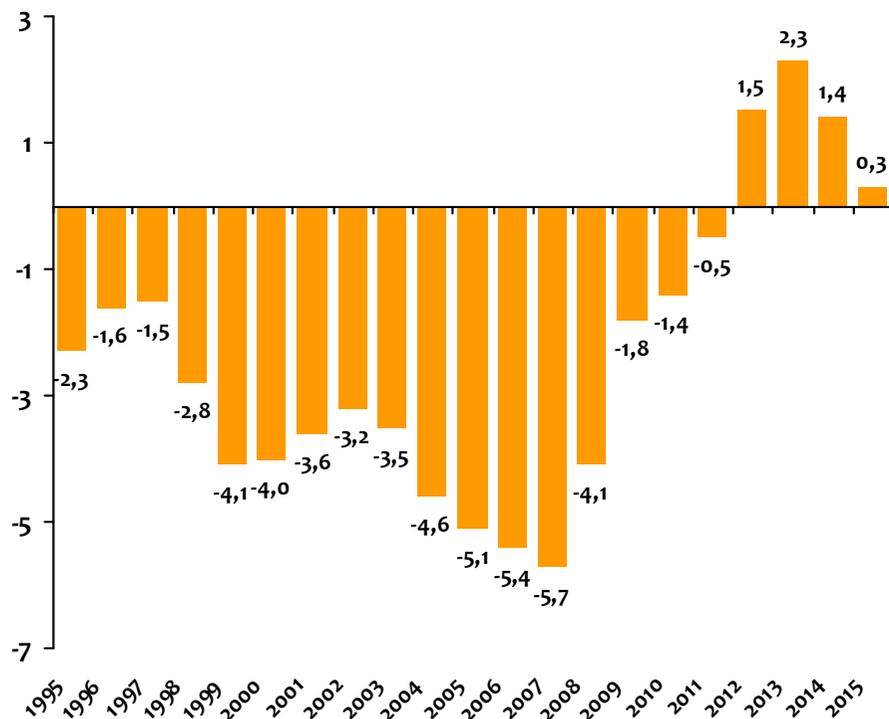
Capacidad/necesidad de financiación exterior de España. 2007-2017 (% del PIB)



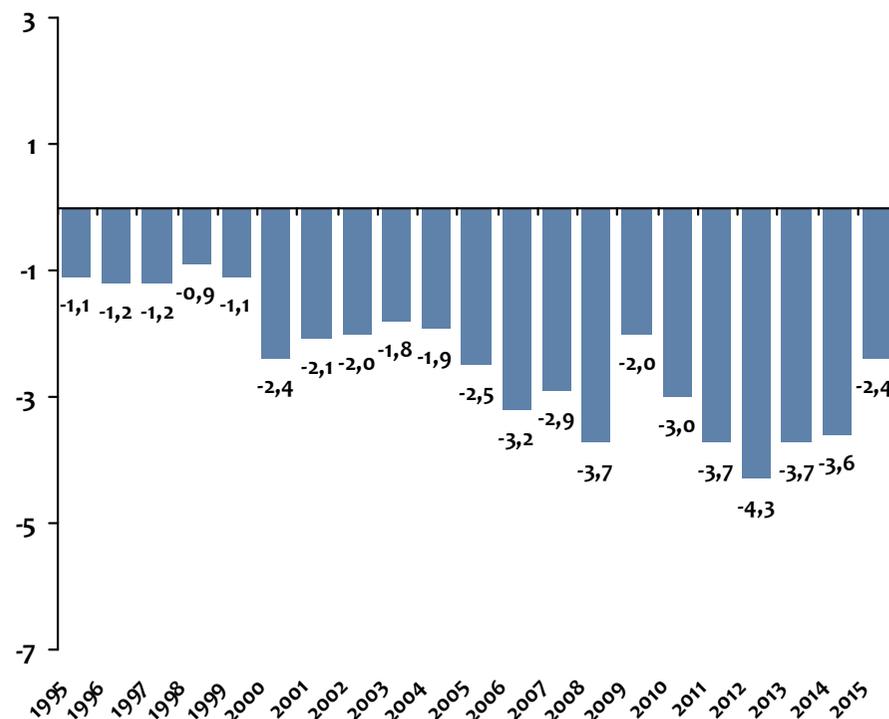
1. Para 2016 y 2017 previsiones de la Comisión Europea (primavera 2016).

¿Cambio estructural en el comportamiento del comercio exterior de bienes?: entre 2008 y 2015, insólito superávit de la balanza no energética (del -5,7% del 2008 al +0,3% de 2015), y apoyo de la de bienes energéticos (del -4,1% al -2,3% del PIB) ...

Saldo balanza de bienes no energéticos.<sup>1</sup>  
1995-2015 (% del PIB)



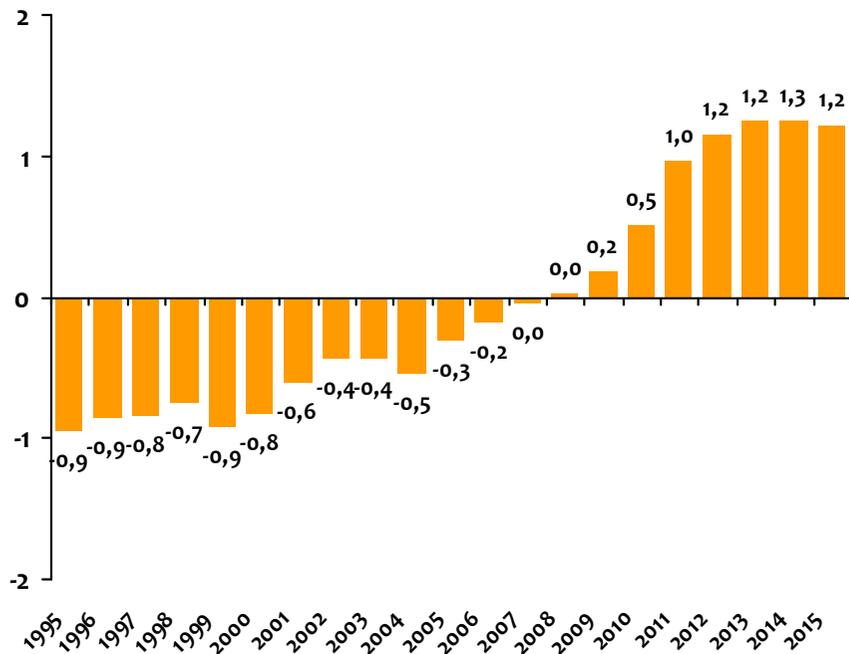
Saldo balanza de bienes energéticos.<sup>1</sup>  
1995-2015 (% del PIB)



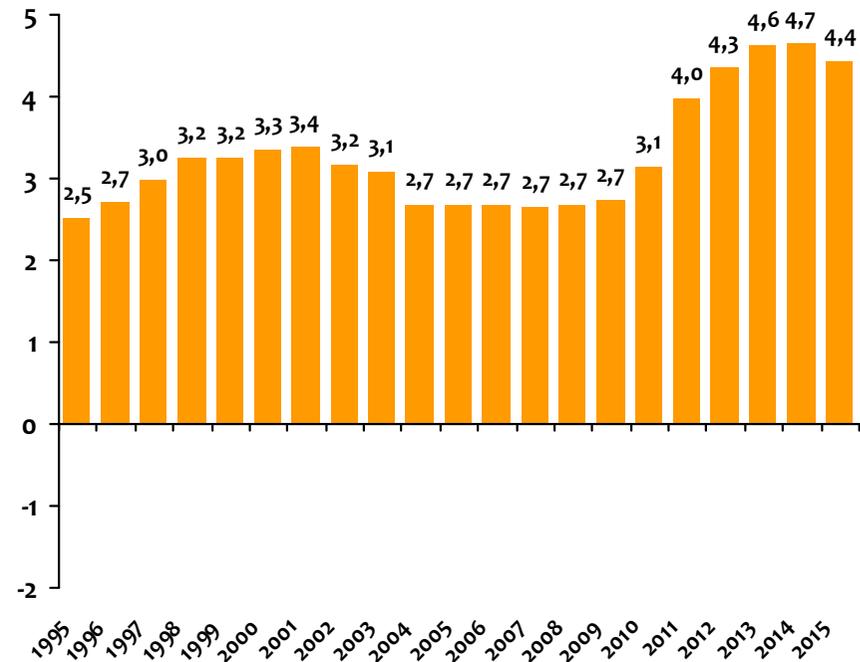
Fuente: estimación propia a partir de datos del Ministerio de Comercio y de la *Balanza de Pagos* del Banco de España.

¿ Cambio estructural en el comportamiento del comercio exterior de servicios no turísticos?: entre 2000 y 2015, cambio de signo de la balanza de servicios no turísticos (del -0,9% al +1,2% del PIB) y acentuación del superávit turístico desde 2010 (desde el 2,7% a más del 4,5%) ...

Saldo de la balanza de servicios no turísticos.  
1995-2015 (% del PIB)

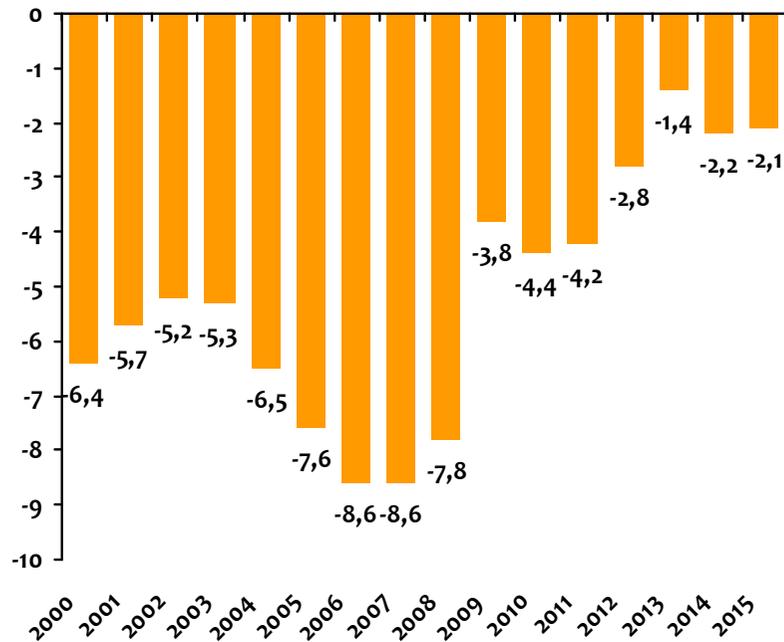


Saldo de la balanza de servicios turísticos.  
1995-2015 (% del PIB)

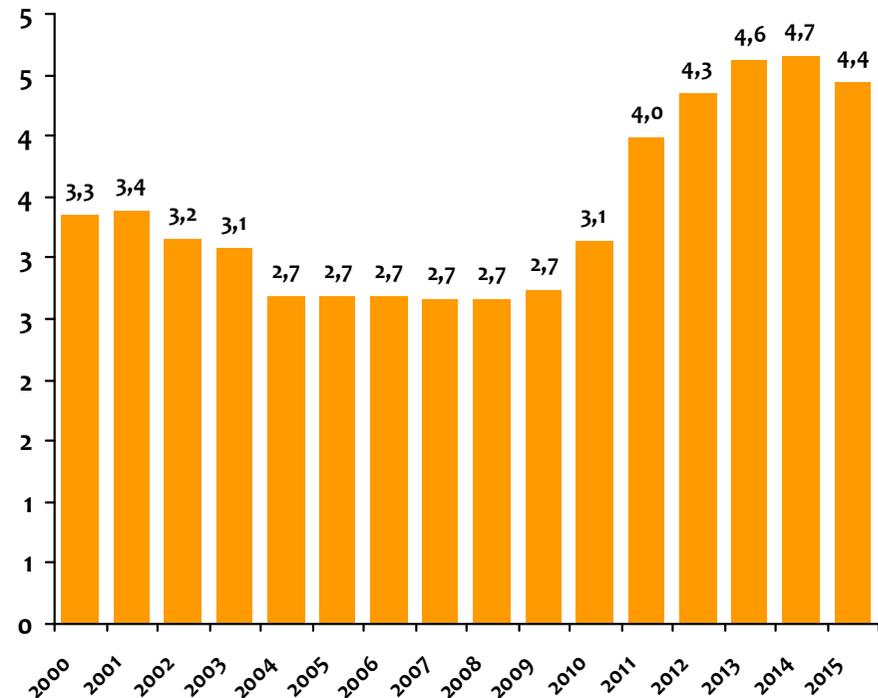


De forma que, entre 2008 y 2015, el déficit de mercancías se ha contraído, substancialmente (del -8,6% al -2,1% del PIB), al tiempo que también ha aumentado el superávit en servicios (del 2,7% al 4,4% del PIB) ...

Saldo de la balanza de mercancías  
(energéticas y no energéticas).  
2000-2015 (% del PIB)

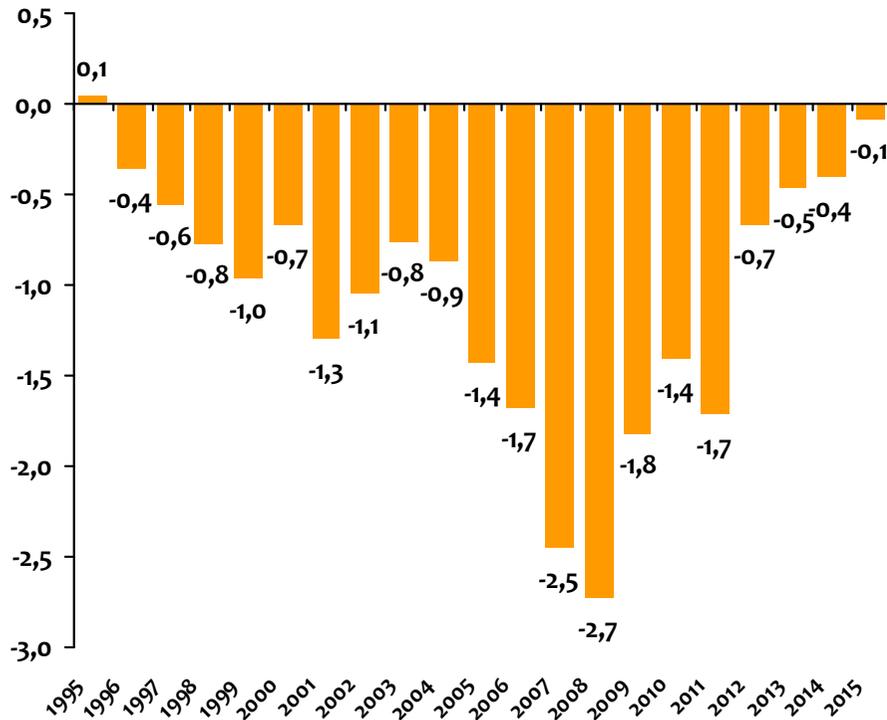


Saldo balanza servicios (turísticos y no  
turísticos). 1995-2015<sup>1</sup> (% del PIB)

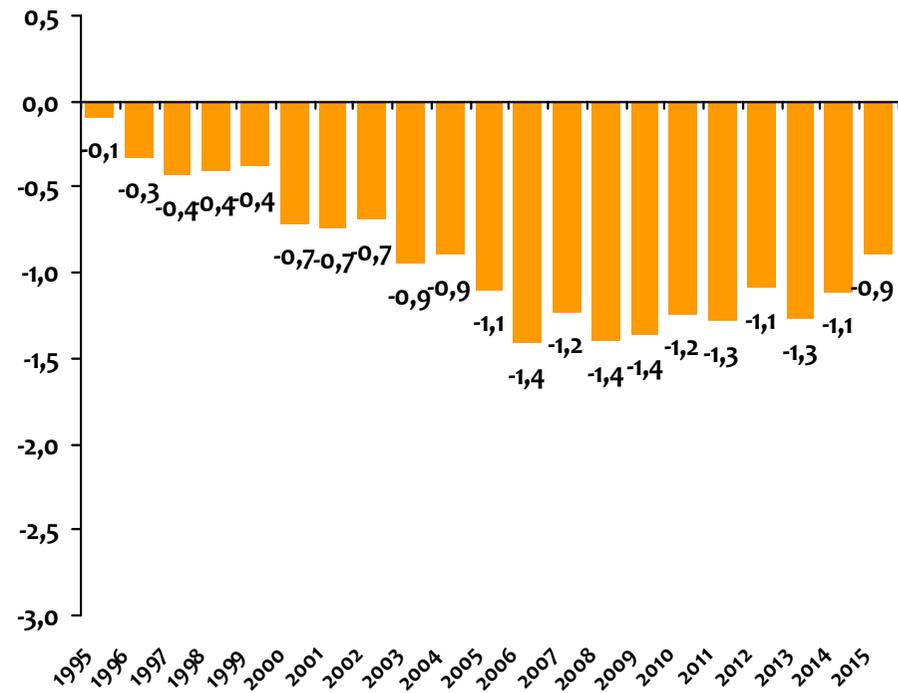


¿Cambio estructural en la dinámica de la balanza de rentas?: contracción de su tradicional saldo negativo, cercano a los 3 puntos porcentuales del PIB entre 2008 y 2014, y moderación también en el saldo de la balanza de rentas secundarias

Saldo balanza rentas primarias. 1995-2015  
(% del PIB)

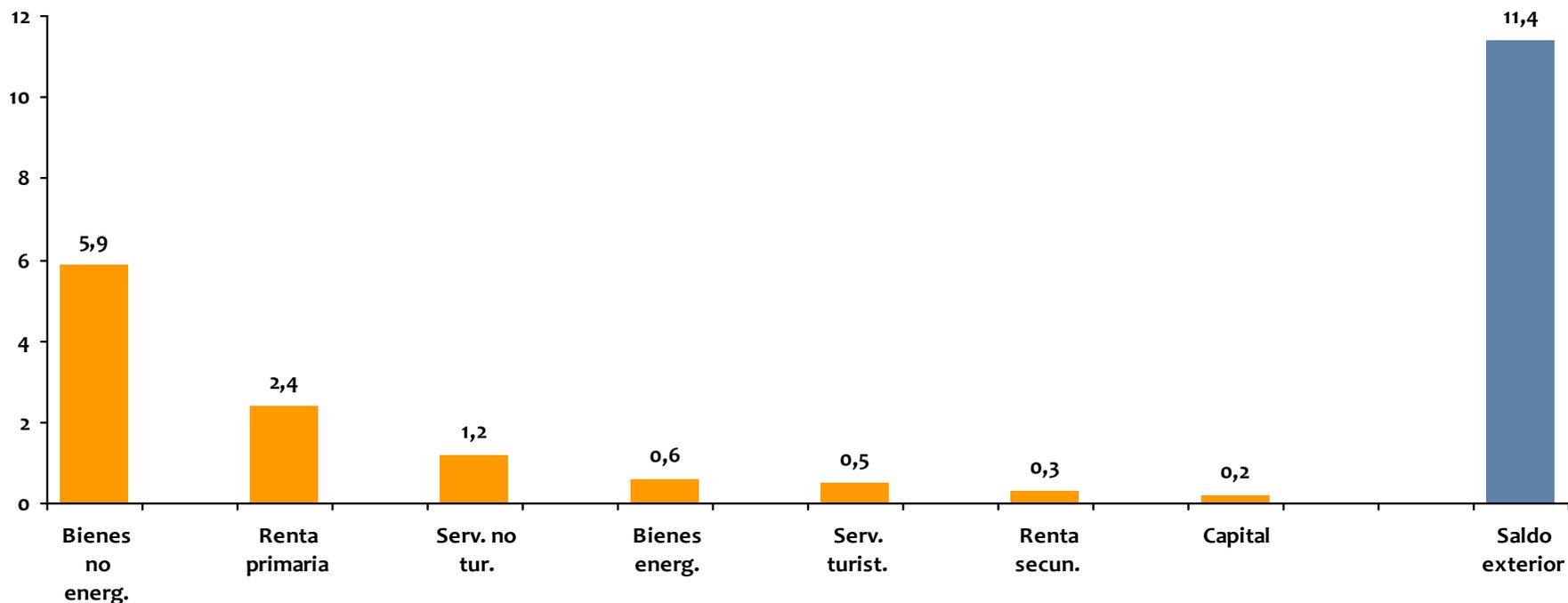


Saldo balanza rentas secundarias. 1995-2015  
(% del PIB)



En suma, entre 2007 y 2015, corrección de más de 11 puntos del PIB en el saldo exterior (de -9,2% a +2,1%) por la mejora en la balanza de bienes no energéticos (5,9 puntos), rentas primarias (2,4 puntos) y servicios no turísticos (1,2 puntos) ...

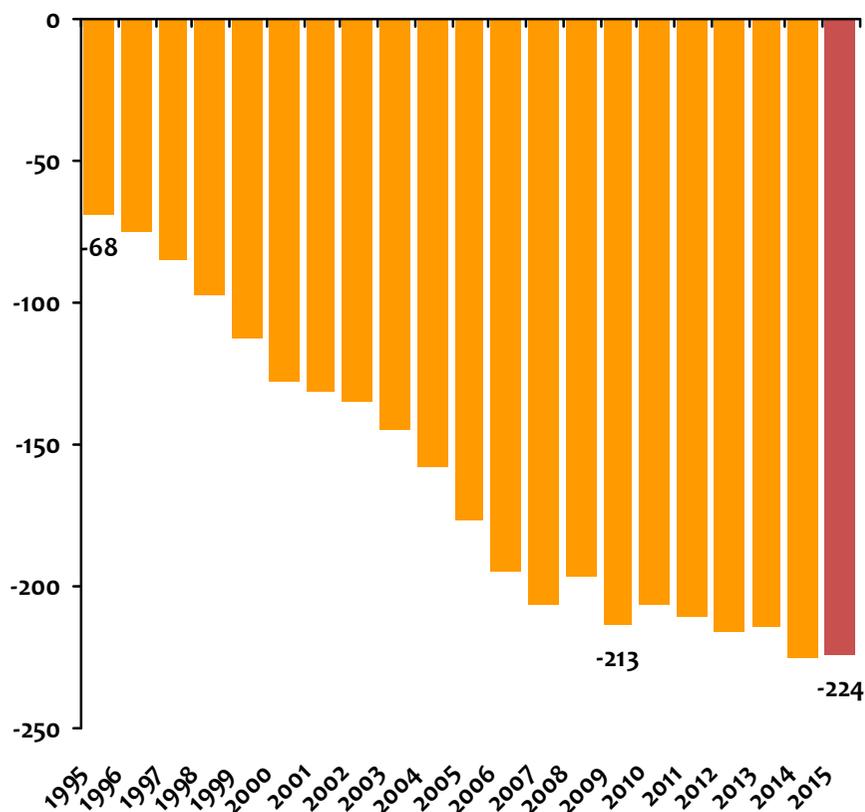
Cambios en el saldo exterior de España con el resto del mundo. 2007-2015  
(% del PIB)



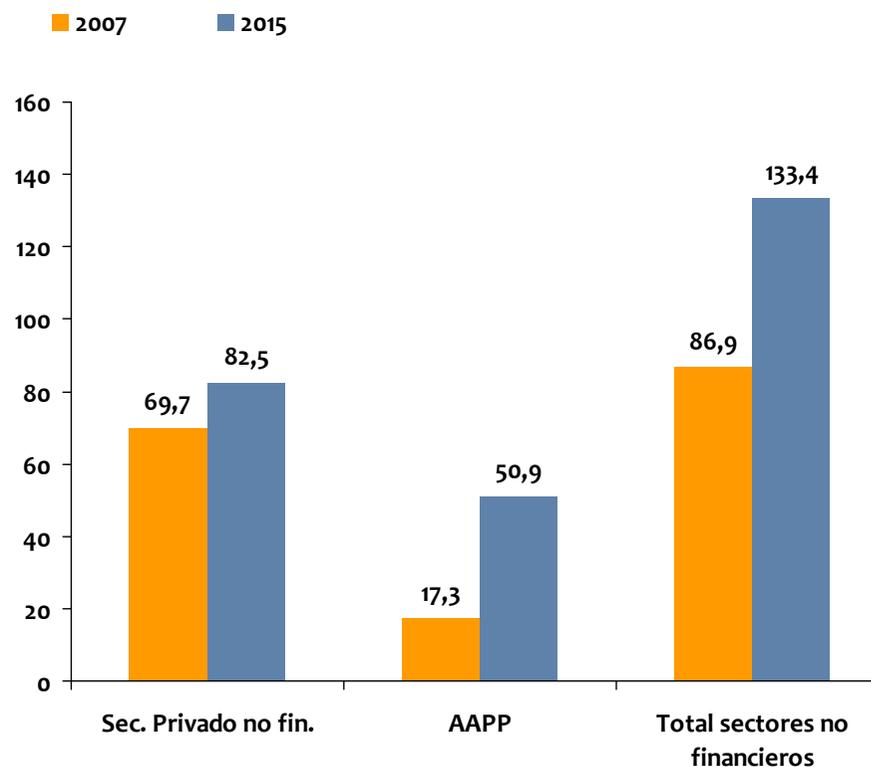
## 42. El saldo exterior y las dificultades de la reducción del endeudamiento con el resto del mundo

Unos pasivos exteriores que se mantienen en el entorno del 220% del PIB, con aumentos muy importantes, entre 2007 y 2015, del endeudamiento exterior del sector público (del 17% al 51% del PIB) ...

Pasivos exteriores de España.  
1995-2015(% PIB)

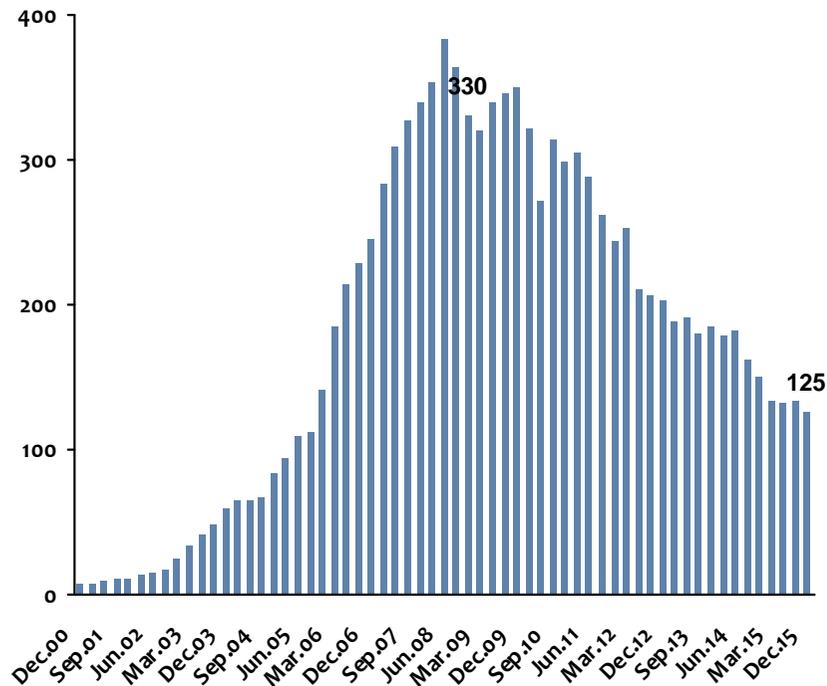


Pasivos exteriores de España por sectores (no financieros). 2007-2015 (% del PIB)

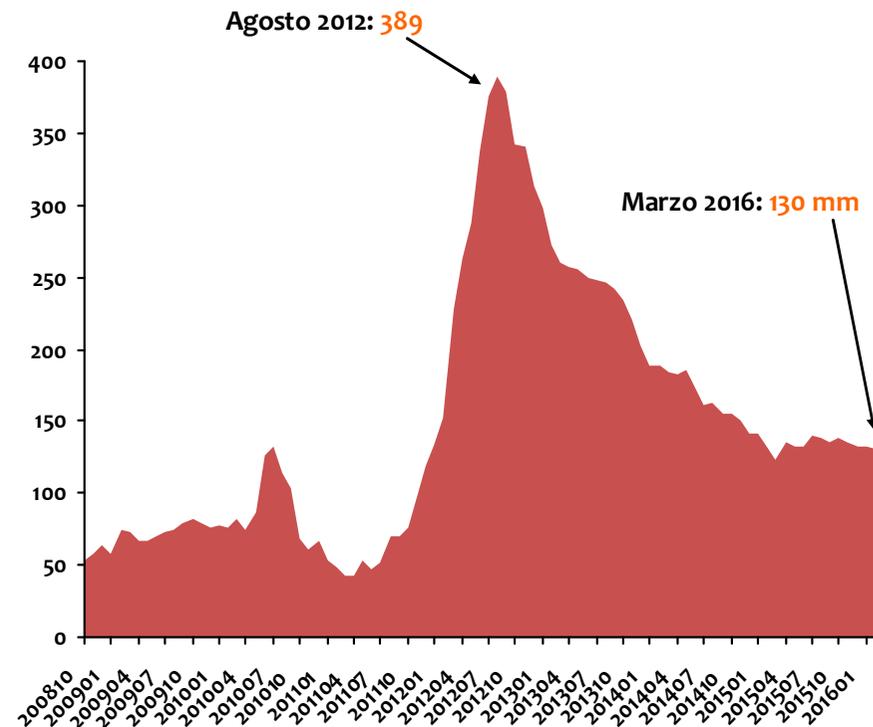


... un aumento de los pasivos exteriores de las AAPP que ha compensado la importante caída de los pasivos de las instituciones financieras: su deuda viva ha caído hasta los 125 mm de dólares (similar a finales de 2005), mientras la apelación al BCE ha retrocedido a valores de principios de 2012...

Stock de deuda internacional emitido por la banca española. 2000/T4-2015/T4 (mm \$)

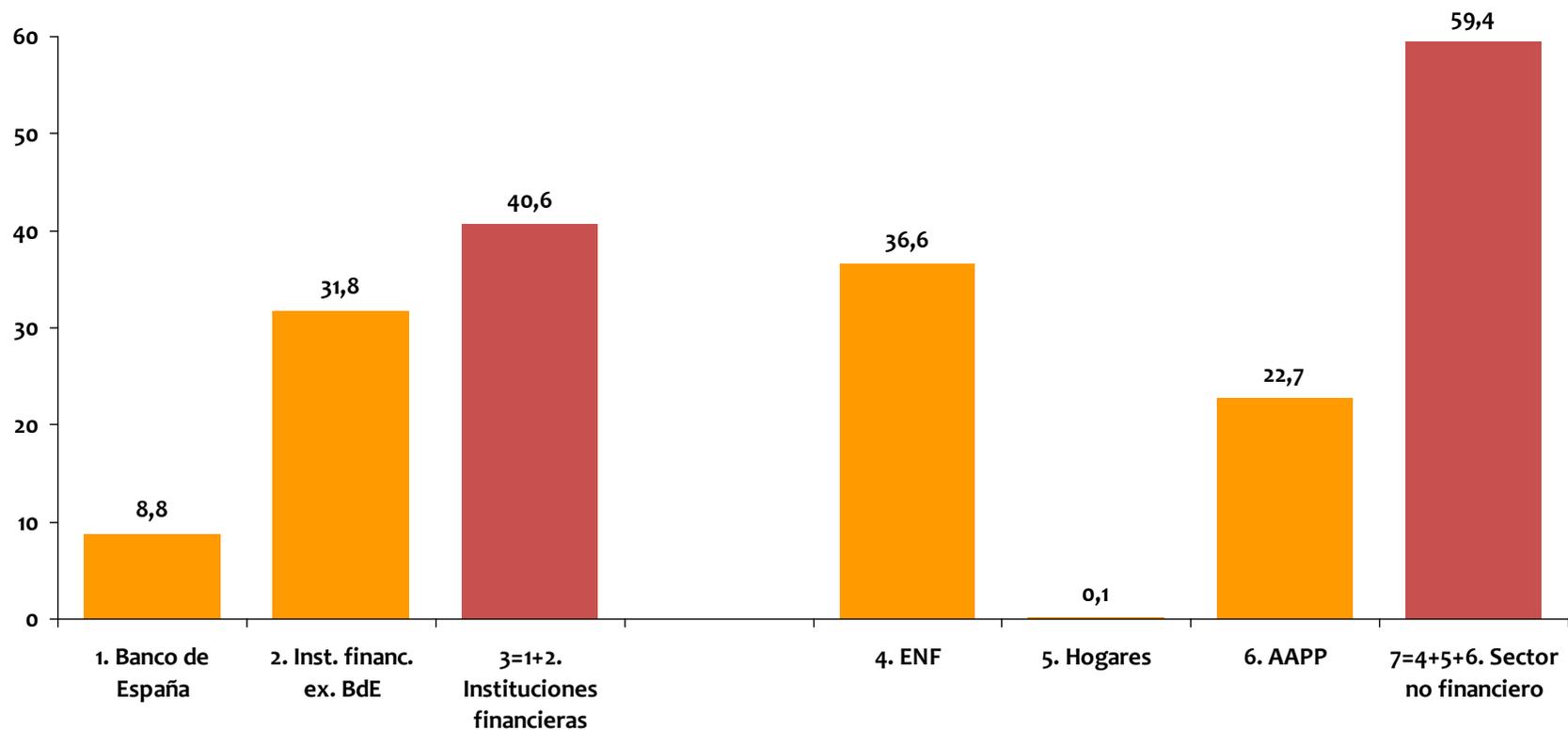


Préstamos netos a la banca. 2008-2016 (mm de euros)



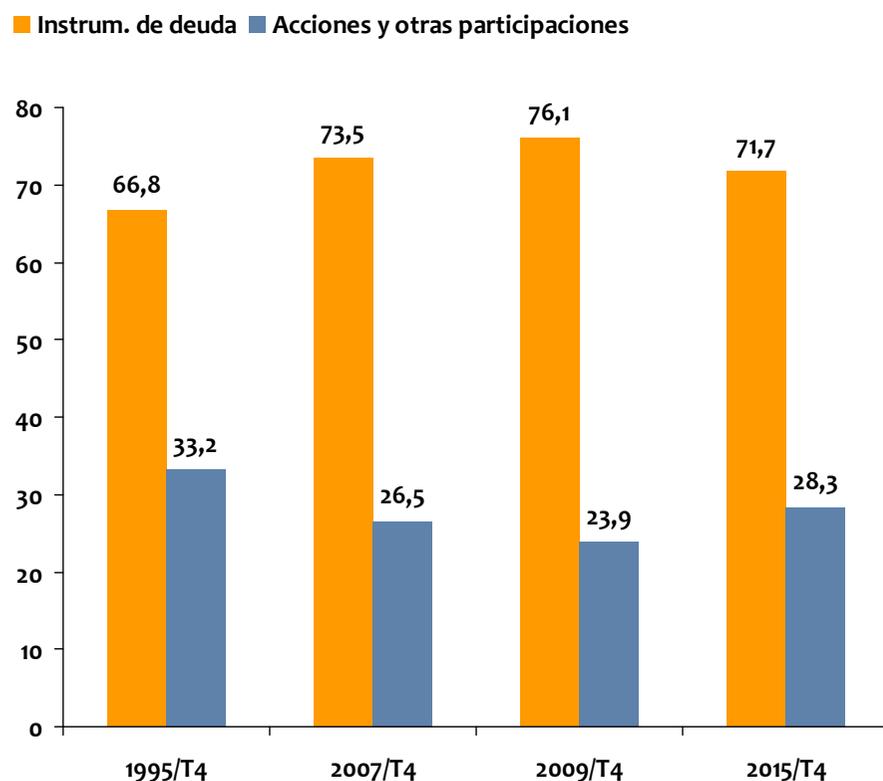
...de forma que, a finales de 2015, el sector financiero había reducido su peso en los pasivos exteriores hasta el 40% del total

Distribución de los pasivos brutos frente al exterior, por sectores. 2015/T4  
(% del total de pasivos brutos)

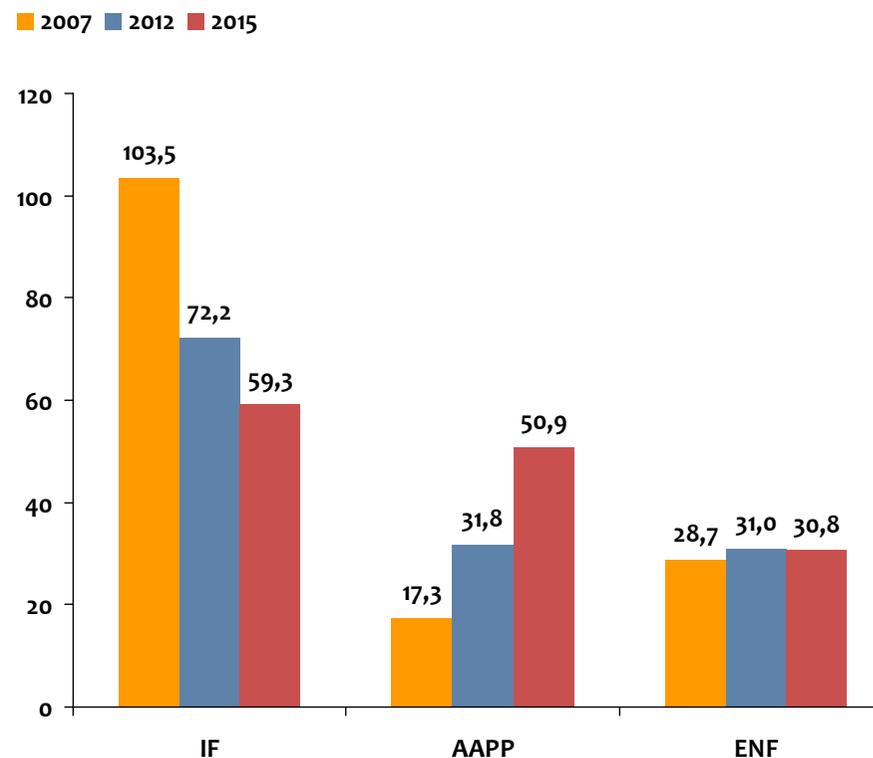


... unos pasivos exteriores que continúan muy sesgados hacia los instrumentos de deuda (cerca del 70% del total), con unos pasivos a refinanciar próximos al 140% del PIB

Pasivos frente al exterior<sup>1</sup>  
1980/T4-2015/T4 (en % del total de pasivos)



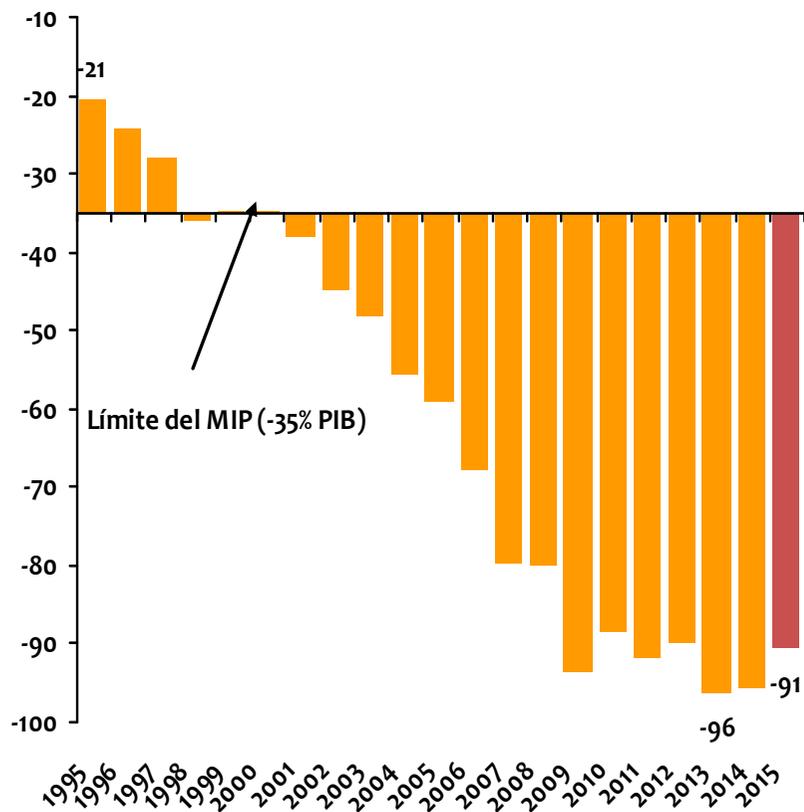
Pasivos a refinanciar frente al exterior, según sector deudor 2007-2015 (en % del PIB)



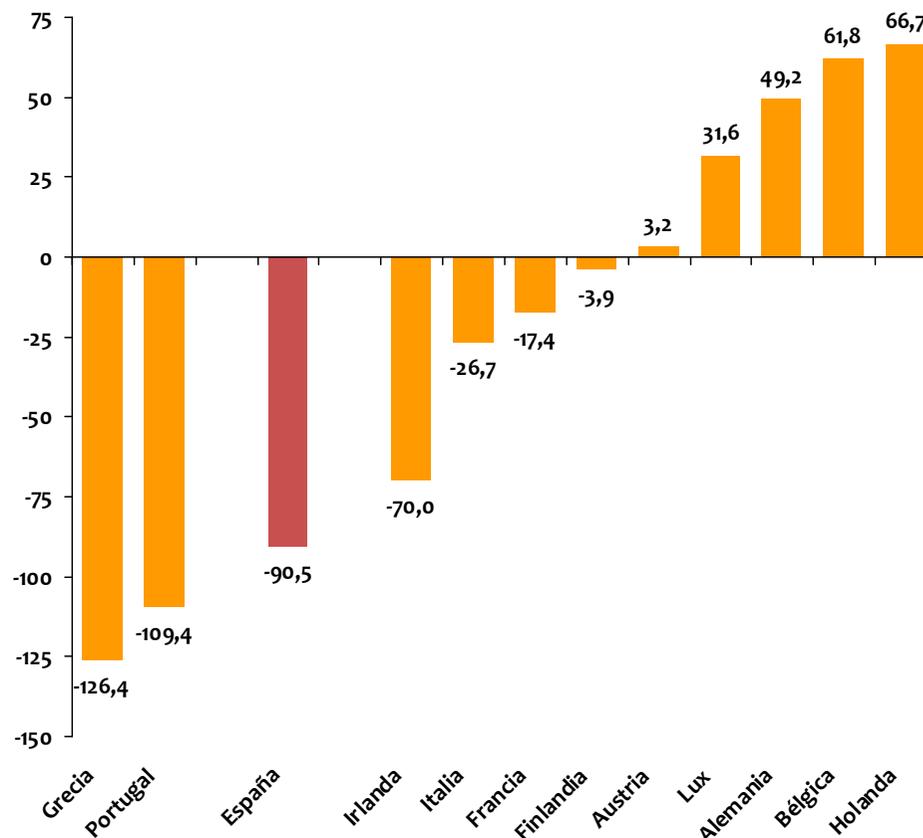
1. Instrumentos de deuda: efectivo y depósitos, valores diferentes de acciones, reservas de seguros, préstamos y otros pasivos.

Inicio de la reducción de la PNII a partir de 2014, aunque sus valores (cerca del 90% del PIB) continúan muy por encima del límite que define el MIP o de los valores de Italia (-27%), Francia (-17%) o Alemania (+49%)...

PNII de España. 1995-2015 (% PIB)

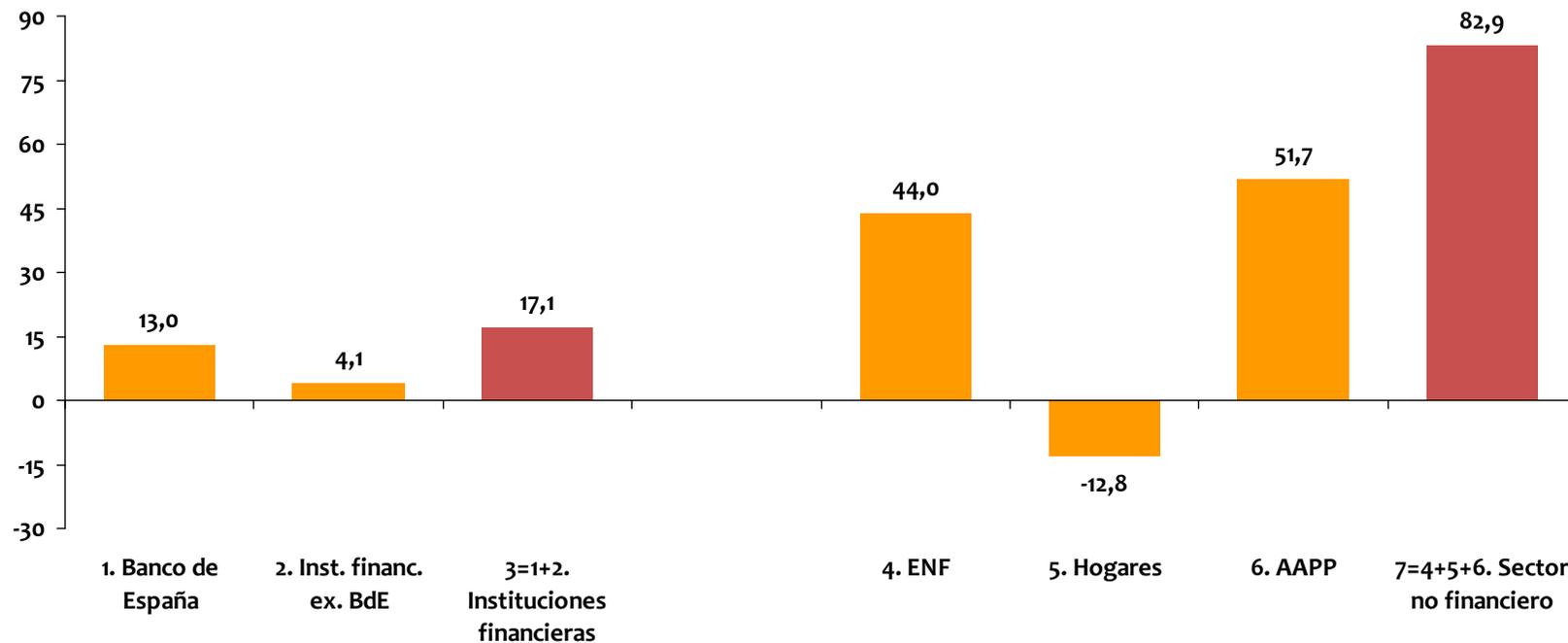


Deuda neta exterior en los principales países del área del euro 2014 (% del PIB de cada país)



... con un creciente protagonismo de las AAPP en la PNII, aportando ya, a finales de 2015, más del 50% del total ...

Distribución de los pasivos netos de España respecto del resto del mundo, por sectores institucionales. 2015/T4 (en % del total)



# Recuperación y persistencia de fragilidades: deuda interna y sector exterior en España 2013-2016

Madrid, 4 de octubre de 2016

Josep Oliver Alonso (UAB i EuropeG)

