

# La recuperación 2013-19 y sus perspectivas: reabsorción de desequilibrios financieros y fragilidades pendientes

Madrid, 12 de diciembre de 2019  
Josep Oliver Alonso (UAB i EuropeG)



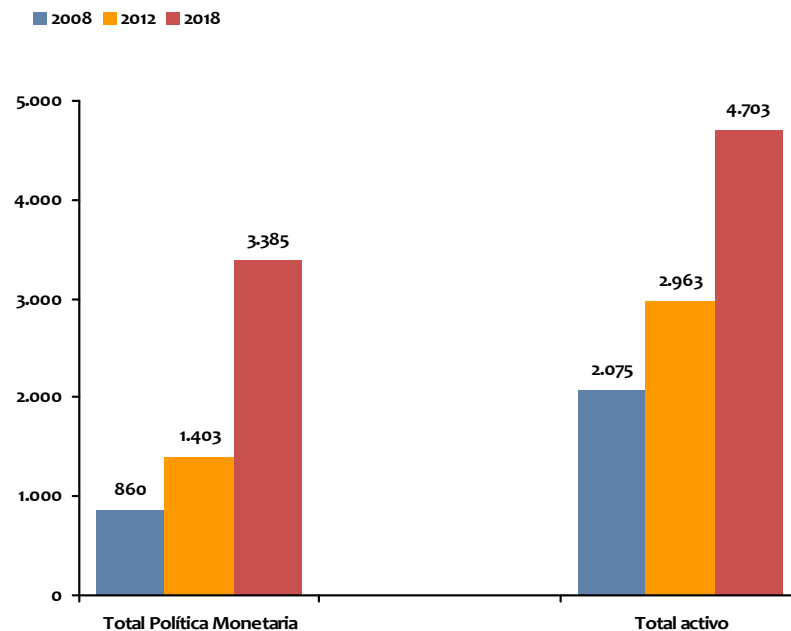
# Sumario

1. La base exterior de la recuperación 2014-19: el excepcional papel del BCE
2. Flujos de financiación con el resto del mundo (VaF y VpF): los cambios 2014-2019 y su reflejo en la balanza exterior
3. De flujos a stocks: modificaciones en volumen, sectores e instrumentos de financiación de activos, pasivos y Posición de Inversión Internacional de España
4. Desapalancamiento de los sectores residentes 2013-2019: contracción del crédito, caída de la deuda de hogares y SNF y auge del endeudamiento de las AAPP

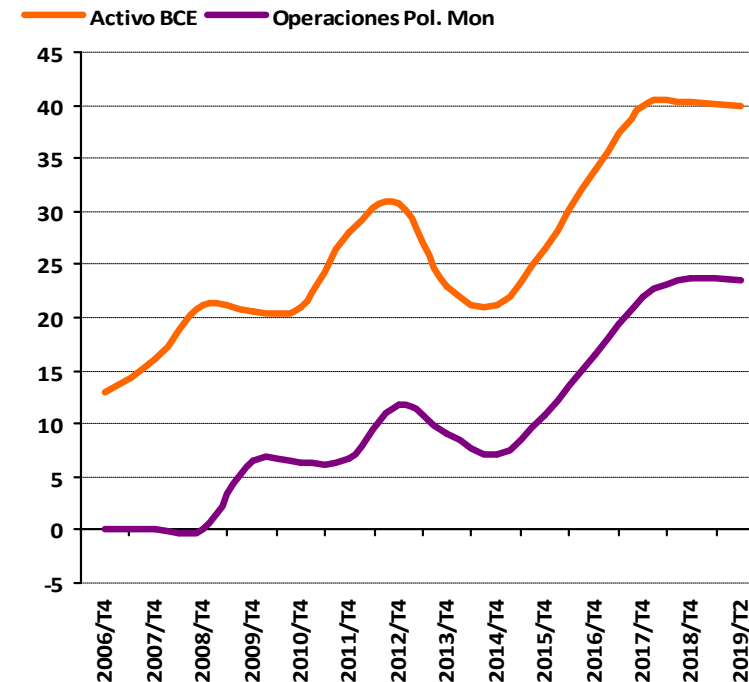
# 1. La base exterior de la recuperación 2014-19: el excepcional papel del BCE

## Cambios en el activo del BCE 2008-18: intenso aumento (del 13% al 42% del PIB de la eurozona) y profundas modificaciones en su composición (de préstamos a compra de activos)...

Activo del eurosistema con finalidad de política monetaria<sup>1</sup> 2009-2018/T4 (mm EUR)



Activo del eurosistema y operaciones de política monetaria 1996/T4-2019/T2 (% PIB eurozona)

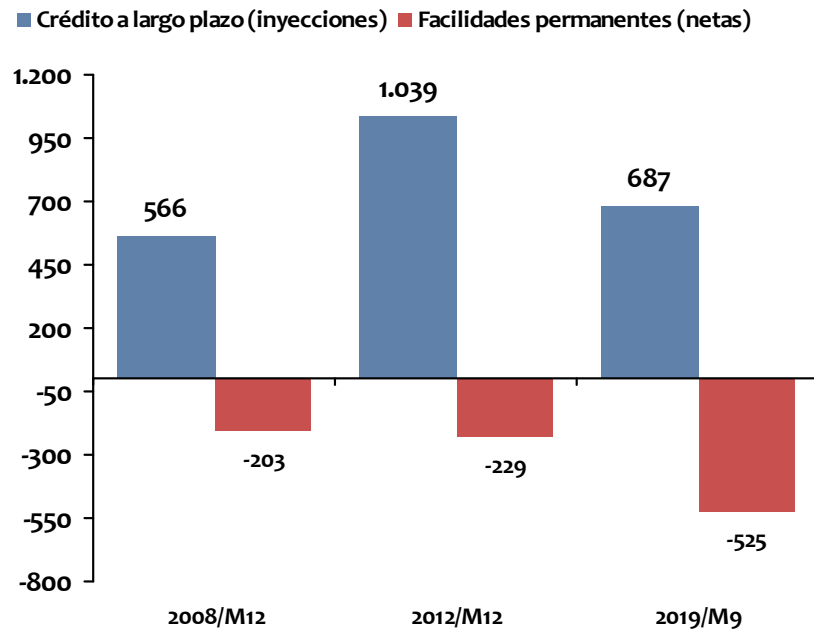


1. El activo del balance consolidado del Eurosistema se ha descompuesto entre política monetaria (**datos del gráfico**) (Epígrafe 5 del balance: préstamos concedidos a entidades de crédito para operaciones de política monetaria y epígrafe 71: Valores mantenidos con finalidades de política monetaria) y el resto (**no incluidos en el gráfico**) (suma de los epígrafes: 1. Oro y derechos en oro; 2. Activos en moneda extranjera frente a no residentes de la zona de euro; 3. Activos en euros frente a no residentes; 6. Otros activos frente entidades de crédito; 72. Otros valores; 8. Crédito en euros a AAPP; 9. Otros activos).

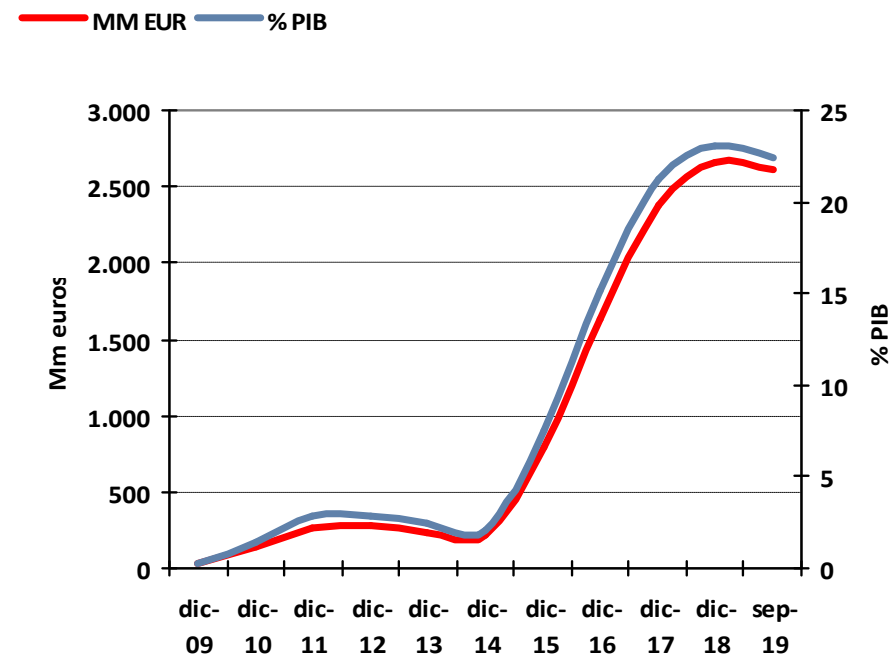
Fuente: (1) **Banco Central Europeo**, Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2018; (2) **Banco Central Europeo**, Estadísticas de política monetaria, Boletín Estadístico, Statistical Data Warehouse. 4

... con un papel inicial de prestamista en última instancia y, desde 2015, intervención en los mercados de capital (programa de compra de activos públicos y privados) ...

LTRO (y TLTRO)<sup>1</sup> concedidos a la banca de la eurozona y facilidades permanentes (netas)<sup>2</sup> 2008/M12-2019/M9 (mm EUR)



Compra de activos<sup>3</sup> de la banca central de la eurozona 2009/M12-2019/M9 (mm EUR y % PIB eurozona)

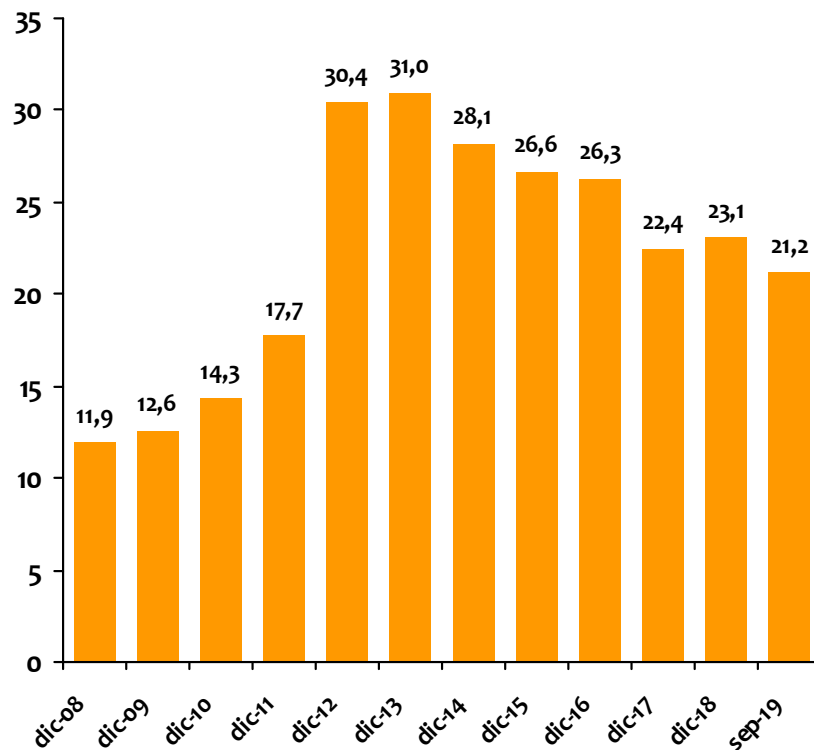


1. Operaciones de financiación a largo plazo (1 a 3 años) y con objetivos específicos (*Targeted*, a 4 años). 2. Su objeto es proporcionar y absorber liquidez y controlar los tipos de interés del mercado a un día. Comprende la *facilidad marginal de crédito*, que permite a las entidades obtener liquidez a un día de los bancos centrales nacionales contra activos de garantía (inyección de liquidez) y la *facilidad de depósito*, que permite a las entidades realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales (absorción liquidez). 3. El programa actual de compra de activos del BCE incluye la tercera ola del *Covered Bond Purchase Programme*, (CBPP-3) más los con saldos pendientes de los programas CBPP-1 y 2, el *Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP), el *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) y el *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP).

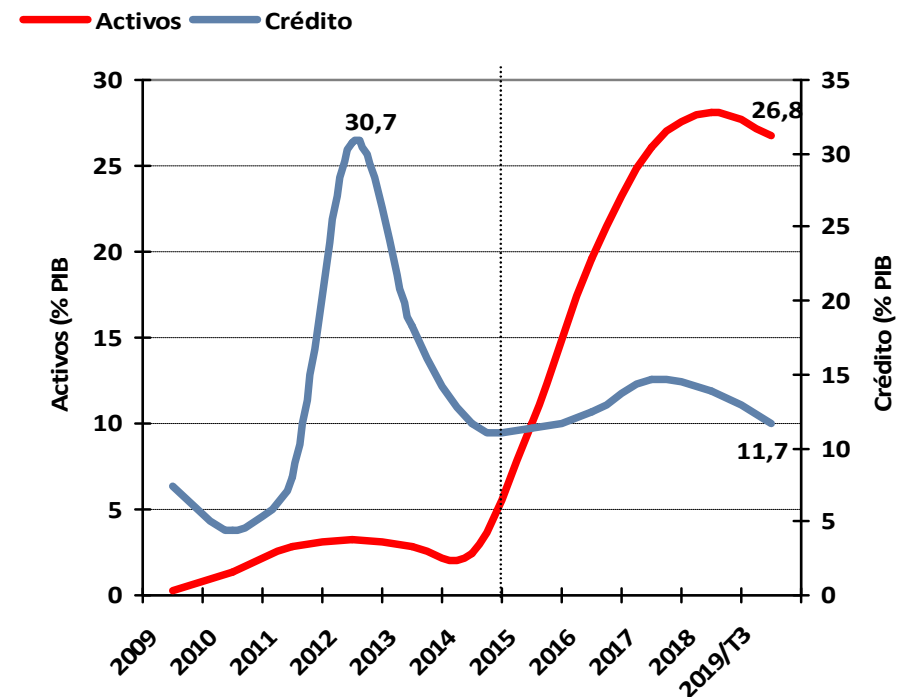
Fuente: Banco de España, Indicadores Económicos (Magnitudes financieras cuadro 8.1).

... unos recursos que España ha recibido en una proporción más elevada de la que corresponde a su peso en el PIB de la eurozona (un 10,3% en media 2012-18): 27% en crédito a largo plazo (178 mm de euros en 2018, un 14,8% del PIB español) y 13% en compra de activos (331 mm de euros en 2019/T3, un 27% del PIB español), un total cercano a los 500 mm en 2019 (cerca del 40% del PIB de España)...

LTRO y TLTRO<sup>1</sup> concedido a la banca española 2008/M12-2019/M9 (% del total)



Compra activos por el BdE 2009-2019/T3 (esc. der.) y crédito a largo 2011-2019/T3<sup>1</sup> (esc. izq.) (% PIB)

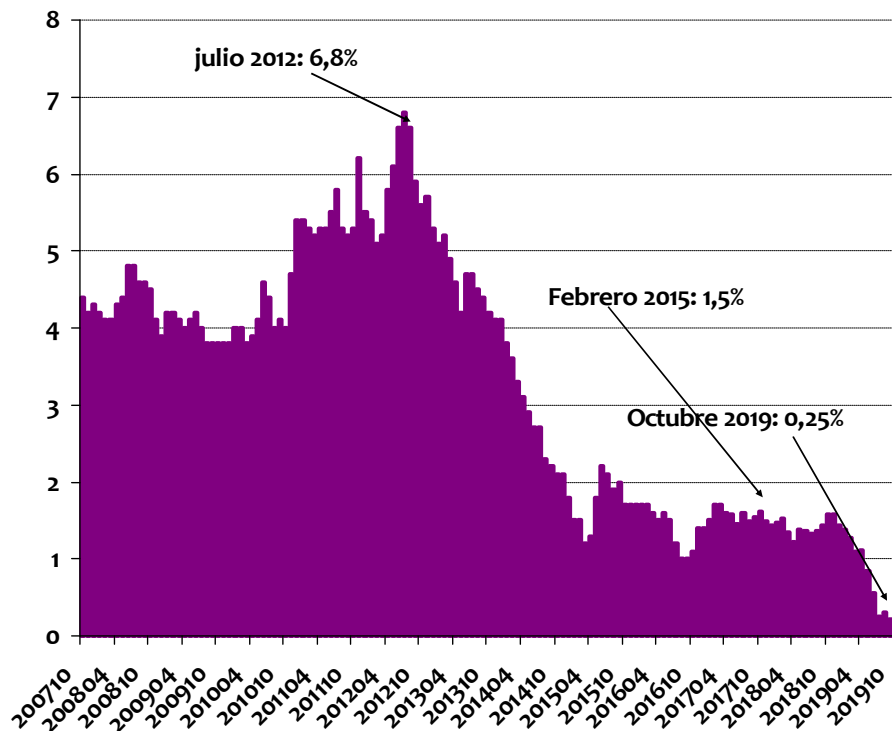


1. Crédito a largo plazo en el último mes de cada trimestre.

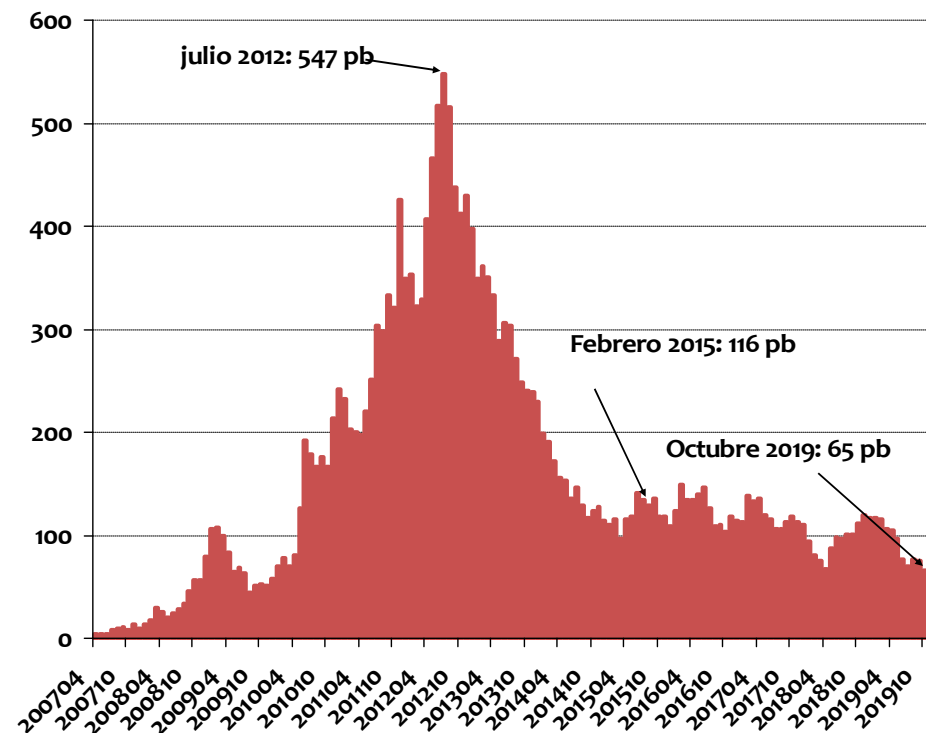
Fuente: Banco de España, Indicadores Económicos (Magnitudes financieras cuadro 8.1).

... una intervención que se ha traducido, en media de octubre de 2019, en una substancial reducción de los tipos de interés en España, hasta el 0,25% para la deuda soberana a 10 años, y una muy notable caída de la prima de riesgo, hasta los 65 puntos básicos

Tipos de interés de la deuda pública española a 10 años 2007/M1-2019/M8 (%)



Prima de riesgo de España con Alemania (deuda a 10 años). 2007/M1-2019/M10 (puntos básicos)

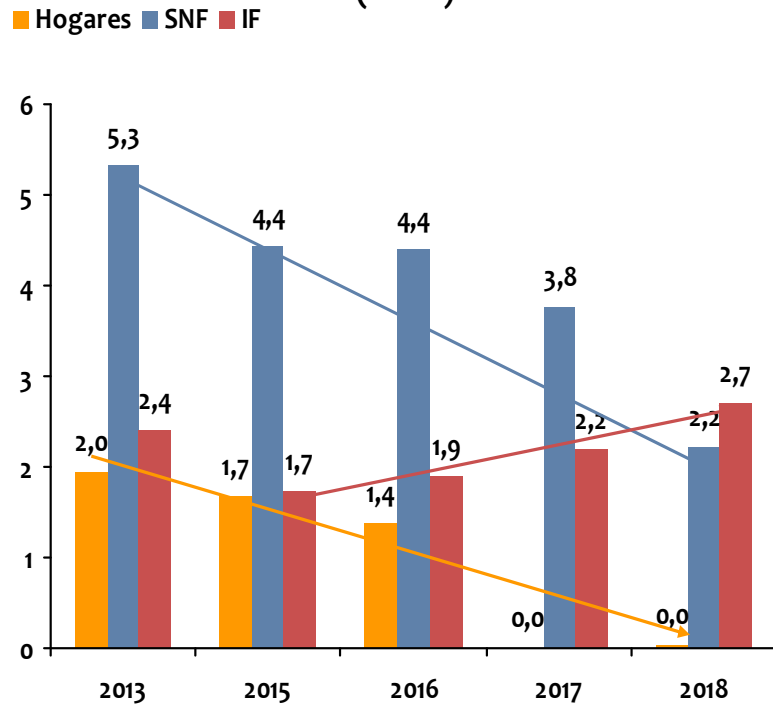


## 2. Flujos de financiación con el resto del mundo (VaF y VpF): los cambios 2014-2019 y su reflejo en la balanza exterior

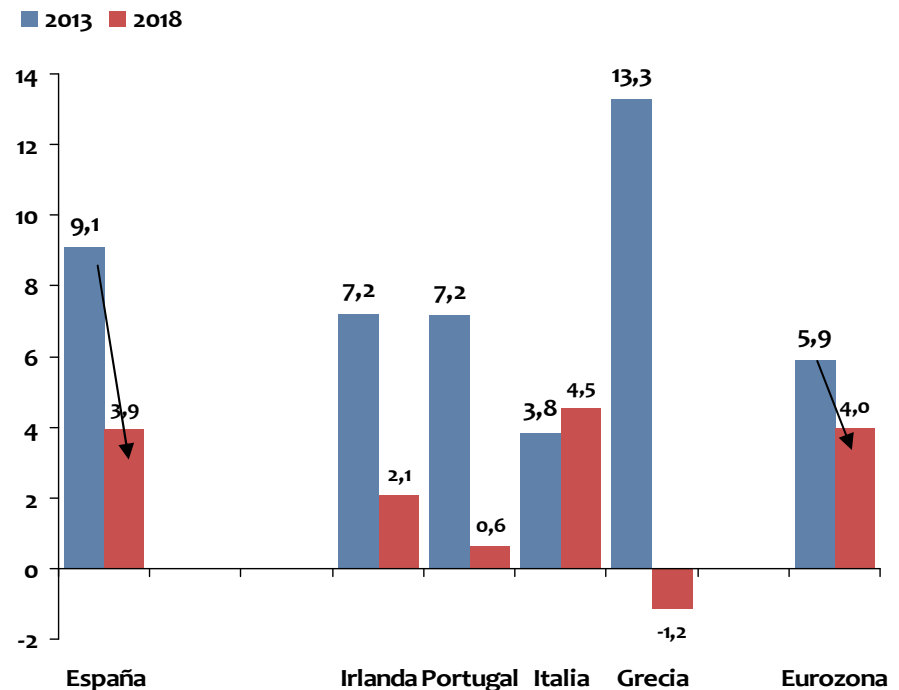


En la recuperación 2013-18, notable reducción de la capacidad de financiación para hogares y SNF y aumento para IF, lo que resulta en una substancial caída de los recursos excedentarios del sector privado (del 9,1% al 3,9% del PIB), en línea con la tendencia de la eurozona ...

España: capacidad/necesidad de financiación de hogares, SNF e IF. 2013-18 (% PIB)



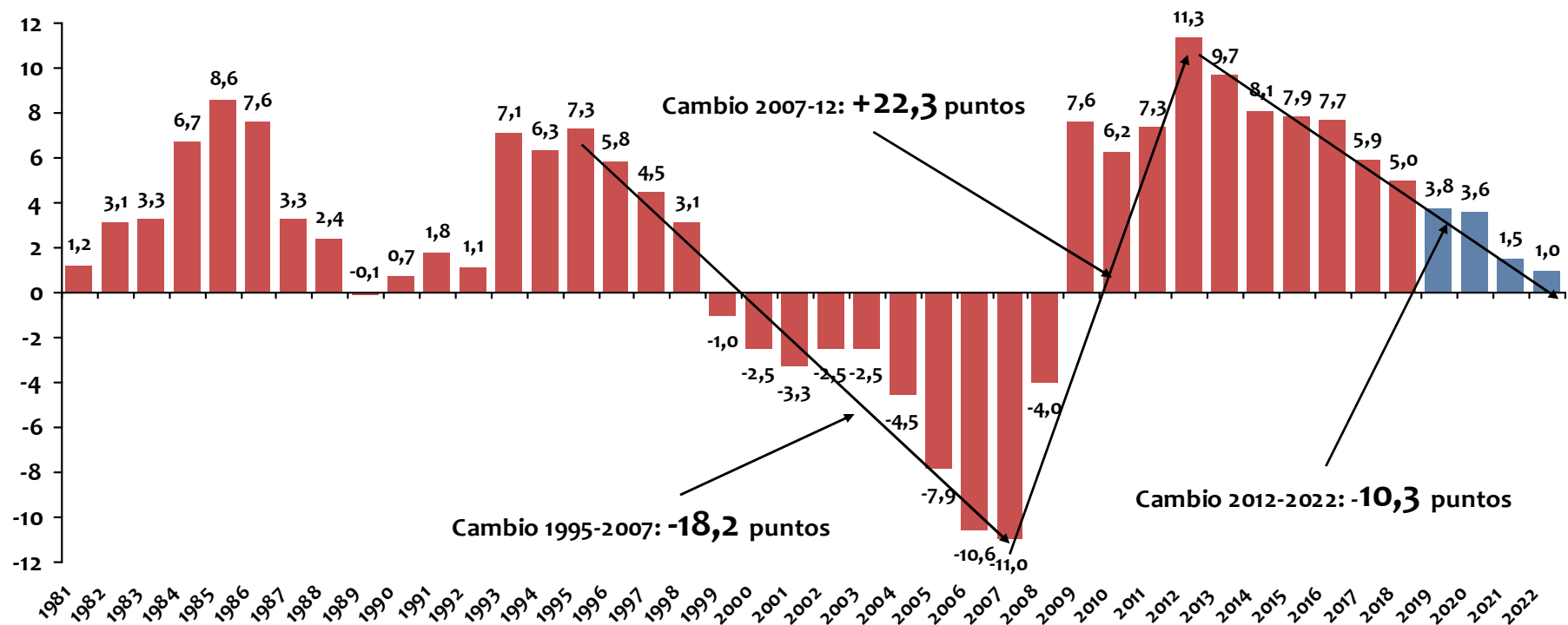
Eurozona: capacidad/necesidad de financiación del sector privado. 2013-2018 (% PIB)



Fuente: (1) Ministerio de Economía y Empresa, Dirección General de Análisis Macroeconómico, *Indicadores e informes macroeconómicos* (9. Contabilidad Nacional, 97. Cuentas No Financieras Sectores Institucionales. Rev. Est. 2019); (2) European Commission, *Macro-economic database AMECO* (10. Balances with the rest of the world; 16. General Government (S13), Net lending (+)/net borrowing (-)).

... una dinámica del saldo de la cuenta de capital del sector privado (financiero y no financiero) que muestra una clara tendencia a la reducción de los excedentes, tras los máximos de superávit de 2012 (11,3% del PIB), con previsiones de la Comisión que lo reducen todavía más en 2021-22 ...

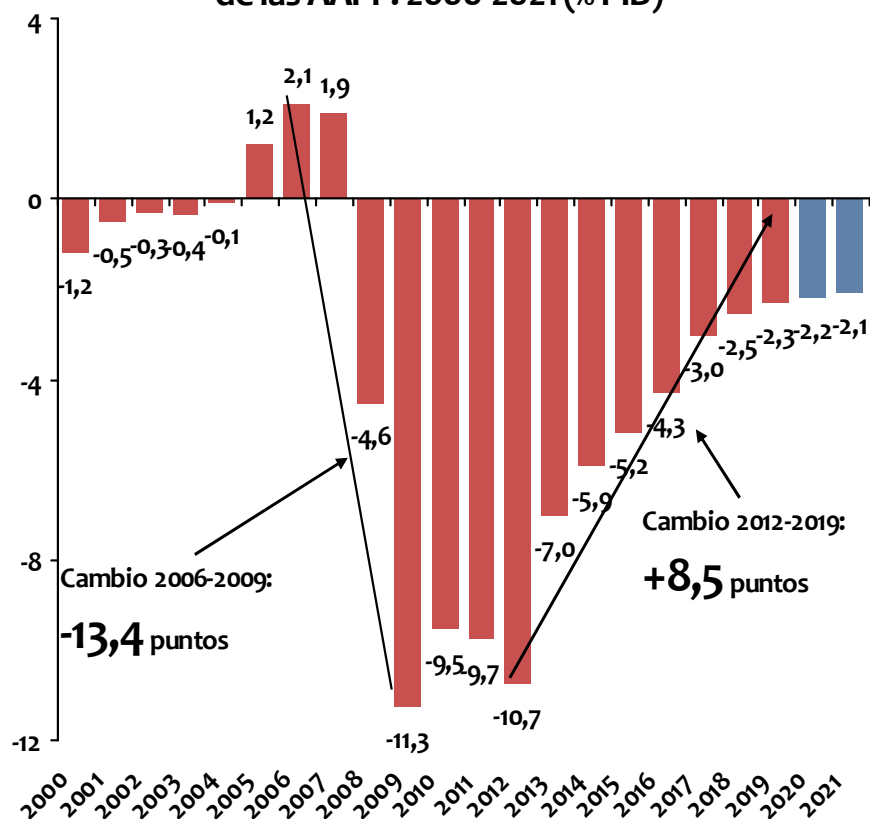
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación del sector privado español (hogares, SNF e IF). 1981-2022 (% del PIB)



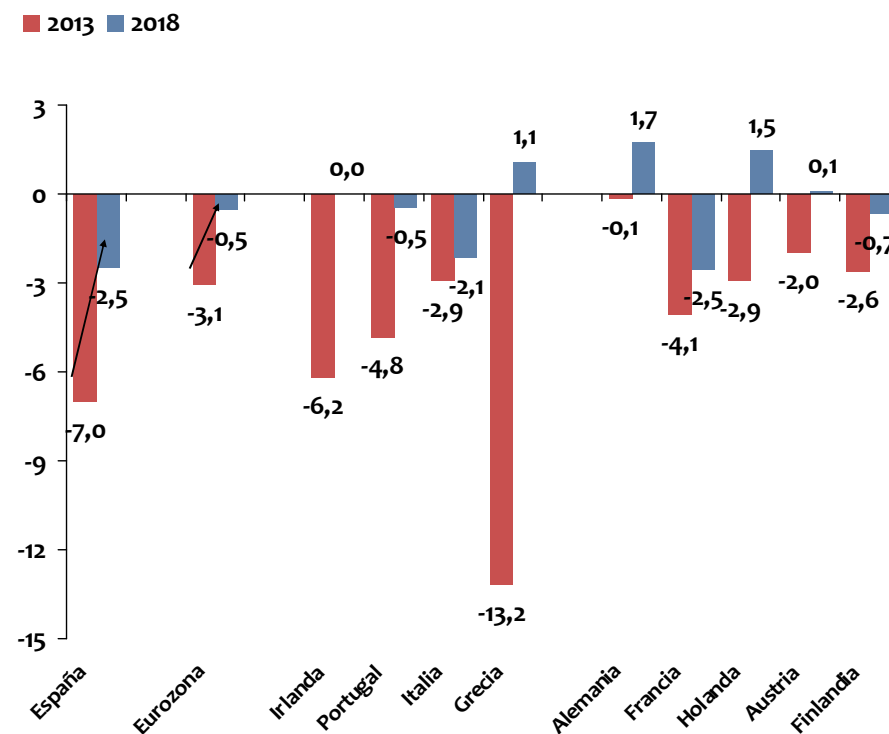
Fuente: para 1981-1994, INE, CNE; para 1995-2018, Ministerio de Economía y Empresa, Dirección General de Análisis Macroeconómico, Indicadores e informes macroeconómicos (9. Contabilidad Nacional, 97. Cuentas No Financieras Sectores Institucionales. Rev. Est. 2019); para 2019-2020, European Commission, Macro-economic database AMECO; para 2021 y 2022, Gobierno de España: Programa de Estabilidad. 10

... mientras las AAPP, tras la intensa corrección 2012-19 (8,4 puntos del PIB, a razón de 1,2 puntos/año), se encaminan hacia saldos en el entorno del -2% los próximos años

España: capacidad/necesidad de financiación de las AAPP. 2000-2021 (% PIB)



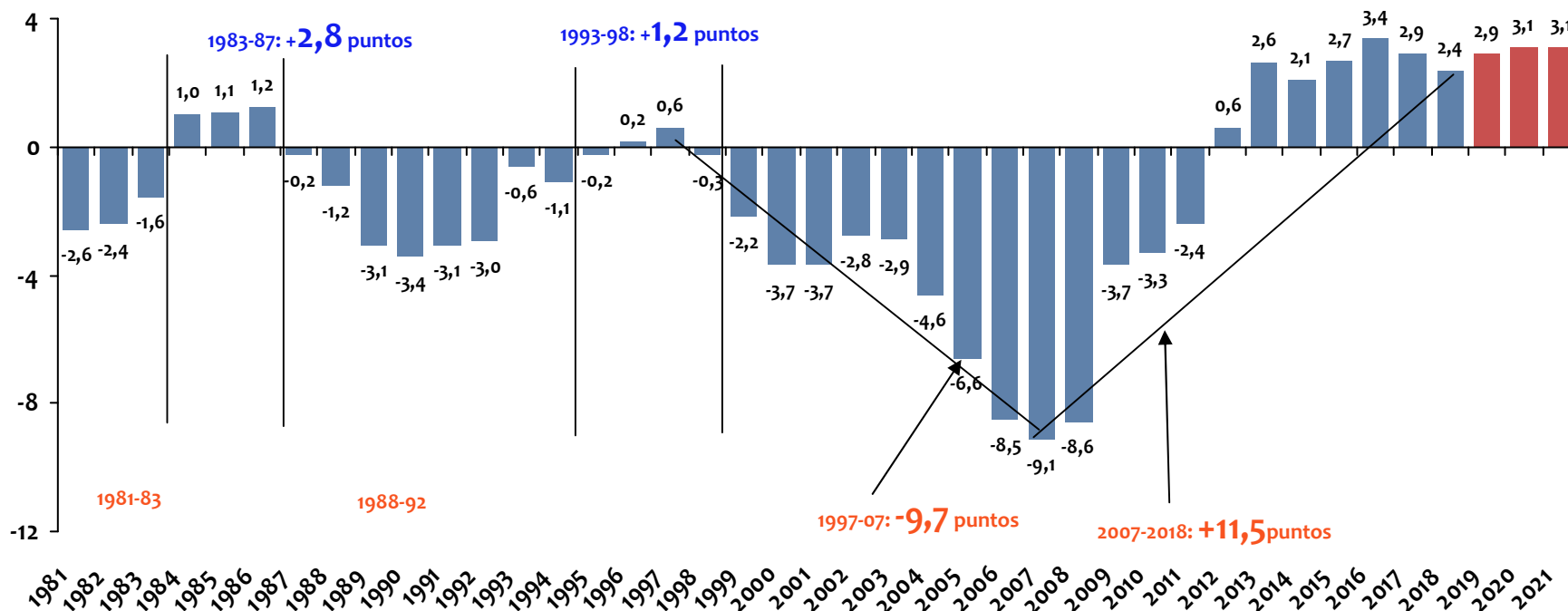
Eurozona: capacidad/necesidad de financiación de las AAPP. 2013-18 (% PIB)



Fuente: (1) para España, INE, CNE (1981-1994, ); European Commission, Macro-economic database AMECO (para 1995-1998); para 1999-2018, Ministerio de Economía y Empresa, Dirección General de Análisis Macroeconómico, Indicadores e informes macroeconómicos (9. Contabilidad Nacional, 97. Cuentas No Financieras Sectores Institucionales. Rev. Est. 2019); para 2019-21, previsiones de la Comisión Europea, Autumn 2019 Economic Forecast. (2) European Commission, Macro-economic database AMECO (16. General Government (S13), Net lending (+)/net borrowing (-)).

La suma de los cambios en el comportamiento de los sectores privado y público se han traducido en superávits exteriores los últimos 8 años (2012-19), que parecen van a prolongarse los próximos ejercicios: ¿hacia una década de préstamo al resto del mundo?

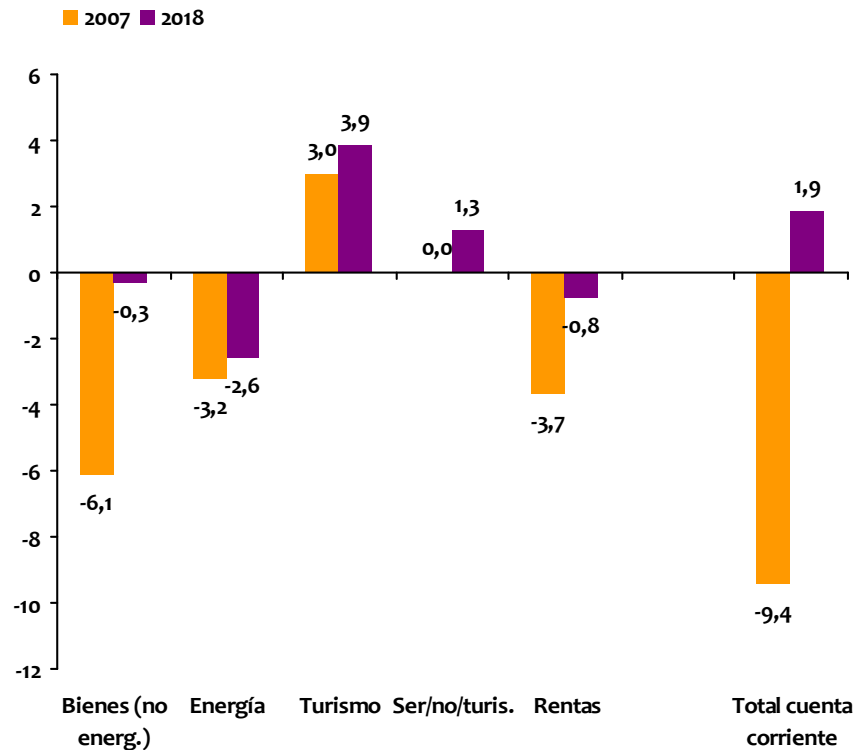
### Capacidad/necesidad de financiación de la economía española 1981-2022 (% del PIB)



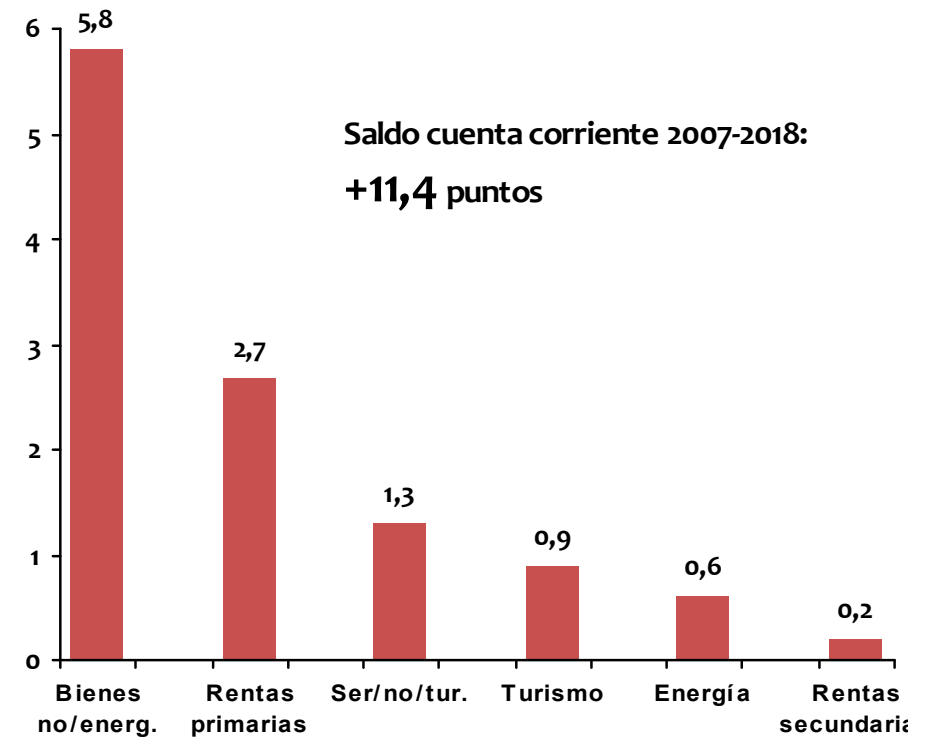
Fuente: para 1981-1998, **European Comission, Macro-economic database AMECO** (10. Balances with the rest of the world); para 1999-2018, **Ministerio de Economía y Empresa, Dirección General de Análisis Macroeconómico, Indicadores e informes macroeconómicos** (9. Contabilidad Nacional, 97. Cuentas No Financieras Sectores Institucionales. Rev. Est. 2019); para 2019-21, previsiones de la **Comisión Europea, Autumn 2019 Economic Forecast**.

Desde la balanza de pagos, la recuperación de superávits por cuenta corriente entre 2007 y 2018 (cambio en el saldo por cuenta corriente superior a los 11 puntos del PIB) refleja la contribución positiva de todas sus balanzas...

Dinámica de las principales balanzas<sup>1</sup> con el resto del mundo 2007-2018 (% PIB)...



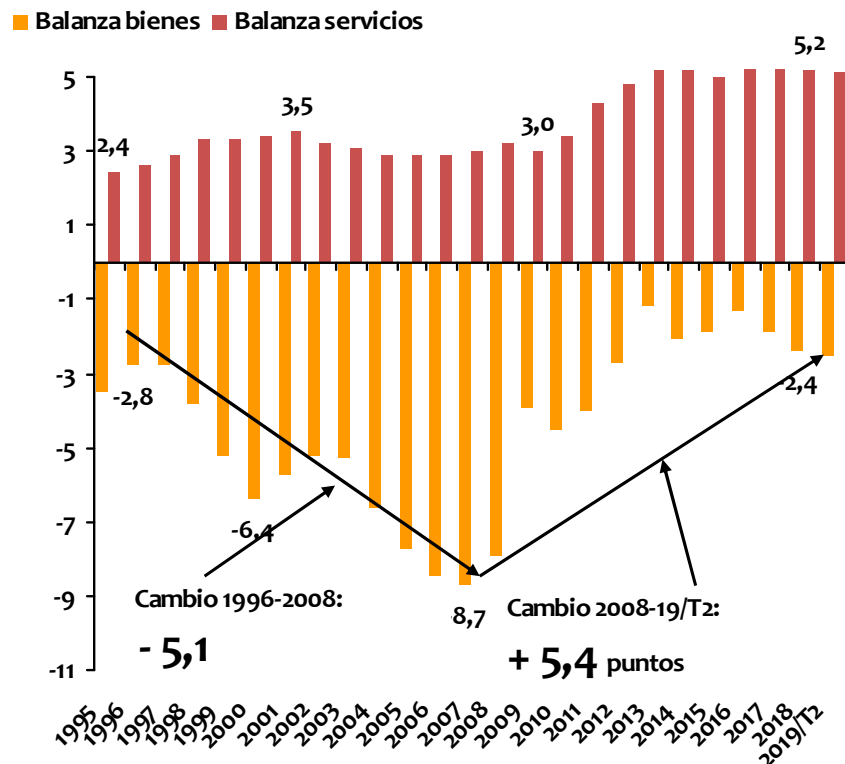
... y responsabilidad en los cambios 2007-18 en la modificación del saldo por cuenta corriente (puntos del PIB)



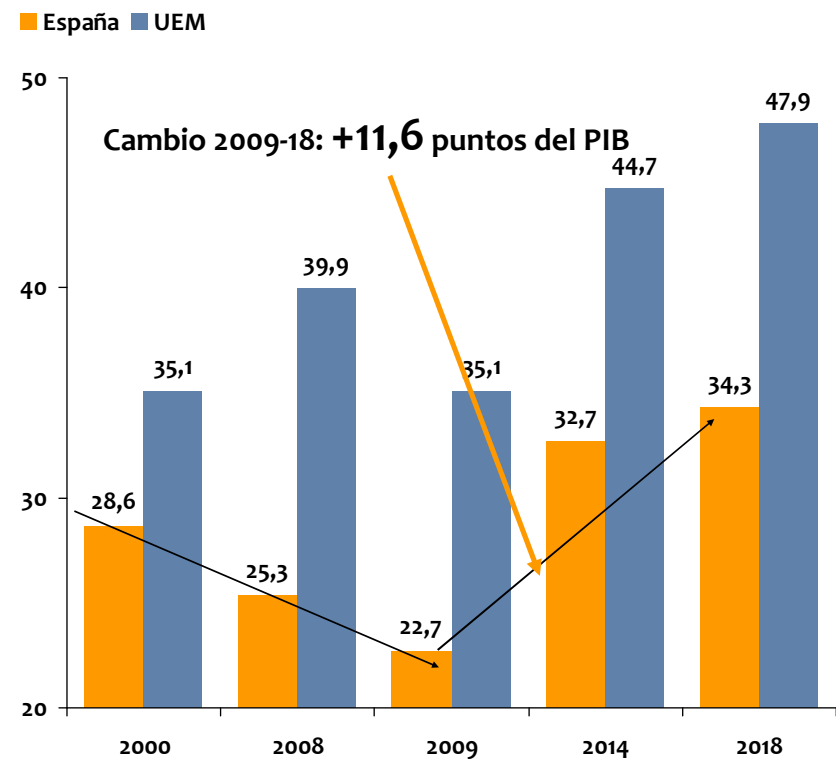
1. La balanza de bienes energéticos y no energéticos se obtiene de las estadísticas de Aduanas.

... y, en particular, la muy notable mejora de la comercial: entre 2009 y 2018, las exportaciones de bienes y servicios han aumentado en cerca de 12 puntos del PIB, hasta alcanzar un máximo histórico (del 22,7% del PIB en 2009 al 34,3% en 2018)...

Saldos de las balanzas de bienes  
1995-2019/T2: ida y vuelta (% PIB)



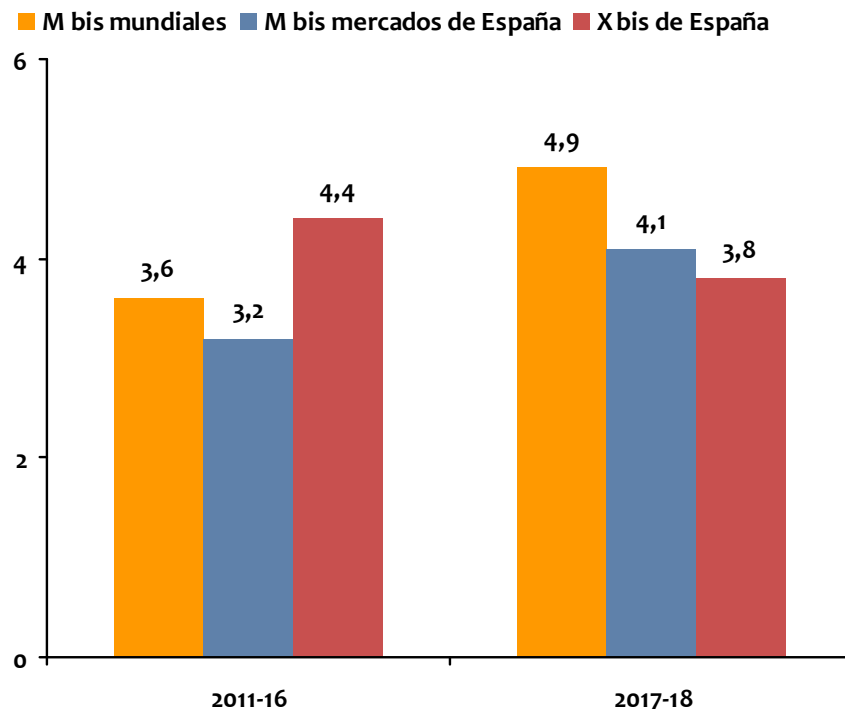
Exportaciones de bis de España y la UEM.  
2000-2018 (% del PIB)



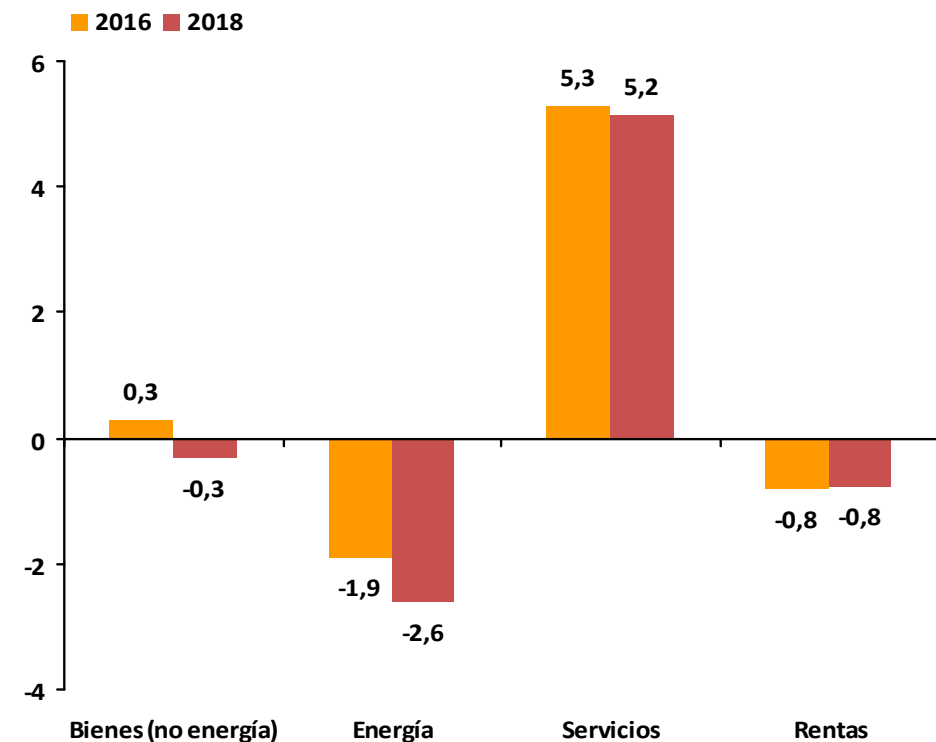
Fuente: (1) Banco de España, Boletín Estadístico (2. Principales indicadores económicos, cuadro 2.6. Balanza de pagos y posición de Inversión Internacional); (2) Banco de España, Informe Anual 2018 (Gráfico 1.22).

... aunque el menor aumento de las ventas españolas 2017-18, por debajo de las importaciones de nuestros mercados y del total mundial y otras modificaciones, sugiere un cambio de tendencia en el saldo por cuenta corriente sobre el que habrá que estar atentos ...

Exportaciones de España e importaciones de los mercados españoles y mundiales 2011-18 (cambio medio anual en %)



Saldos de las balanzas que integran la cuenta corriente. 2016-18 (% del PIB)

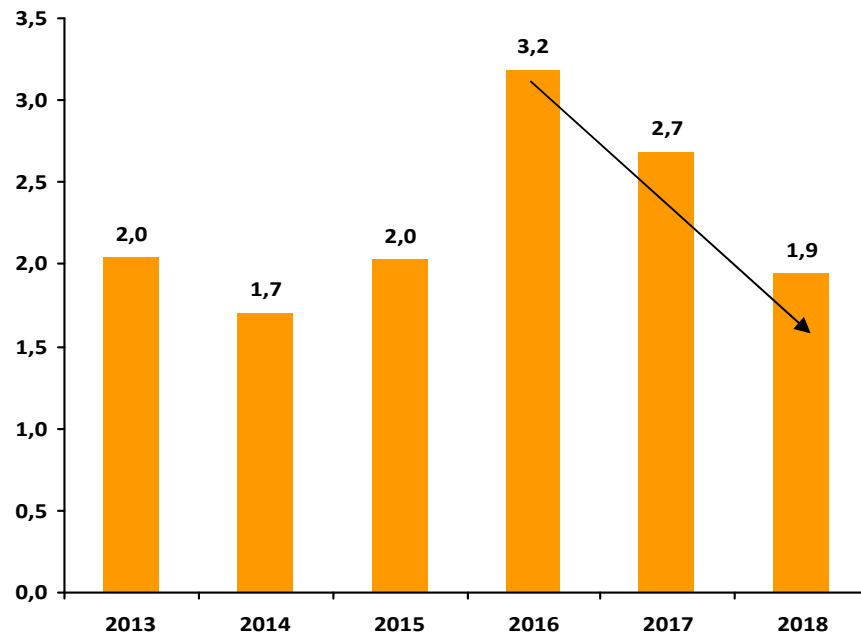


1. Para bienes no energéticos y energéticos datos de aduanas, con discrepancias respecto a la balanza de bienes según Balanzas de Pagos del Banco de España.

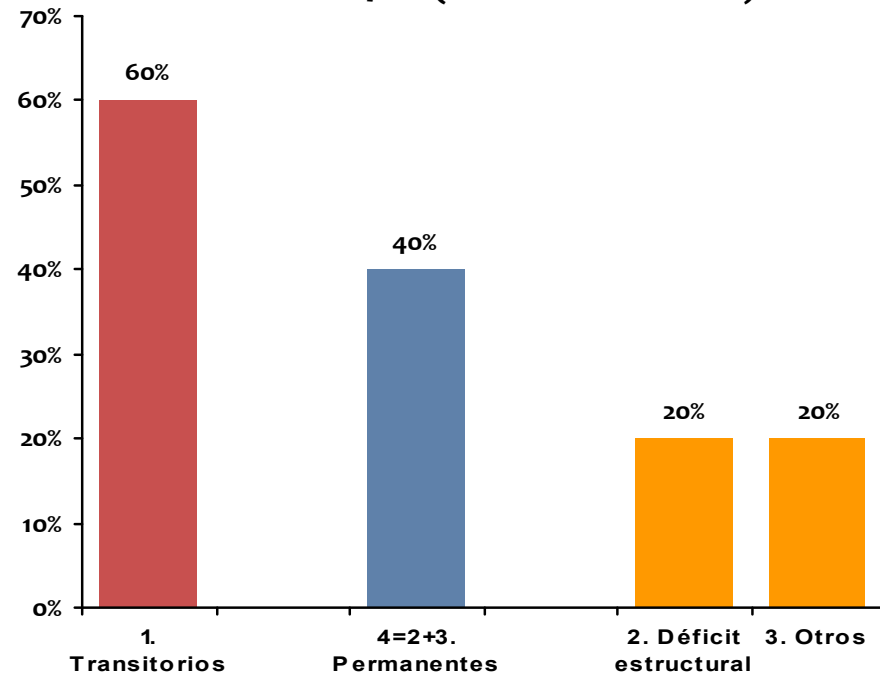
Fuente: European Commission, Macro-economic database AMECO y Banco de España, Informe Anual 2019.

... una reducción del superávit por cuenta corriente que refuerza la tesis del elevado peso de los factores *transitorios* en su mejora (60%, por *output gap*, petróleo y ciclo financiero), frente al 40% *permanente* (Banco de España, 2016), a partes iguales por caída del componente estructural del déficit (Oscar Arce, 2017) y efectos del envejecimiento, menor crecimiento y mejoras de competitividad (Moral-Benito y Viani, 2017)

Saldo por cuenta corriente. 2013-2018  
(% del PIB)



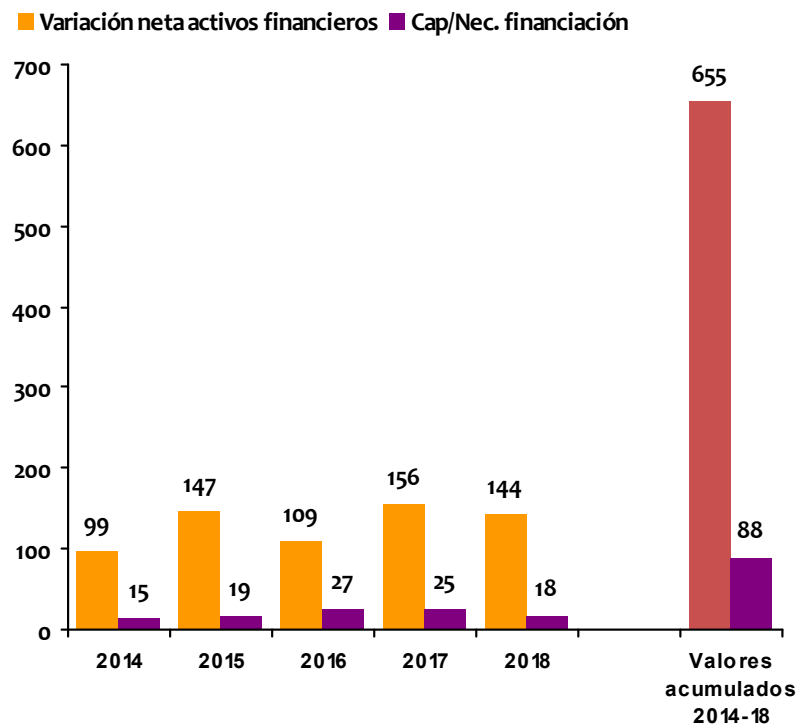
Factores permanentes y transitorios en la corrección del déficit por cuenta corriente 2007-16 (% de la corrección)



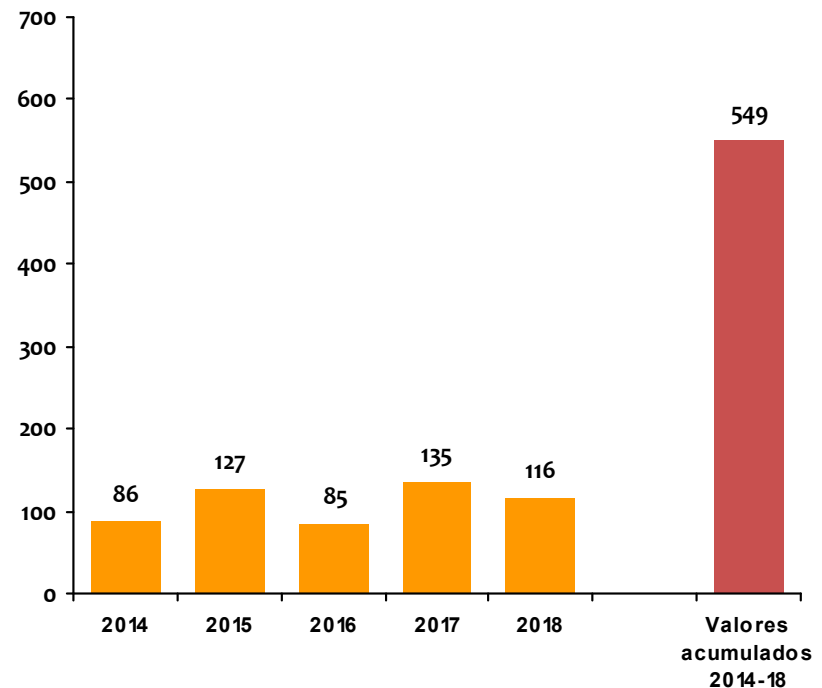


Flujos financieros con el exterior: tras la recuperación de la confianza en 2013/14, España ha adquirido más activos al resto del mundo de los que permitían los excedentes de su balanza de pagos, aumentando el endeudamiento bruto exterior (Alves, Martín y Roibás, mayo 2019)...

Variación de activos de España y saldo exterior. 2014-2018 (mm EUR)



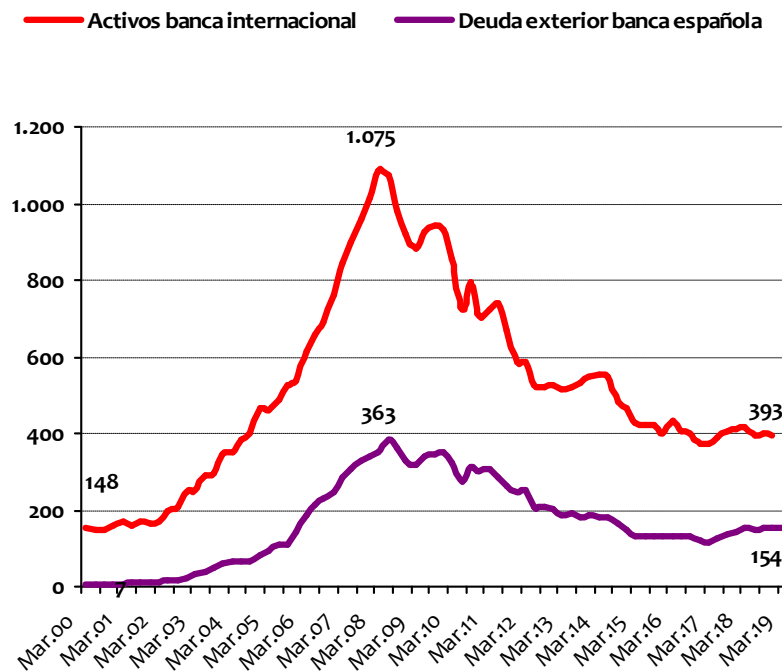
Variación de pasivos exteriores de España 2014-2018 (mm EUR)



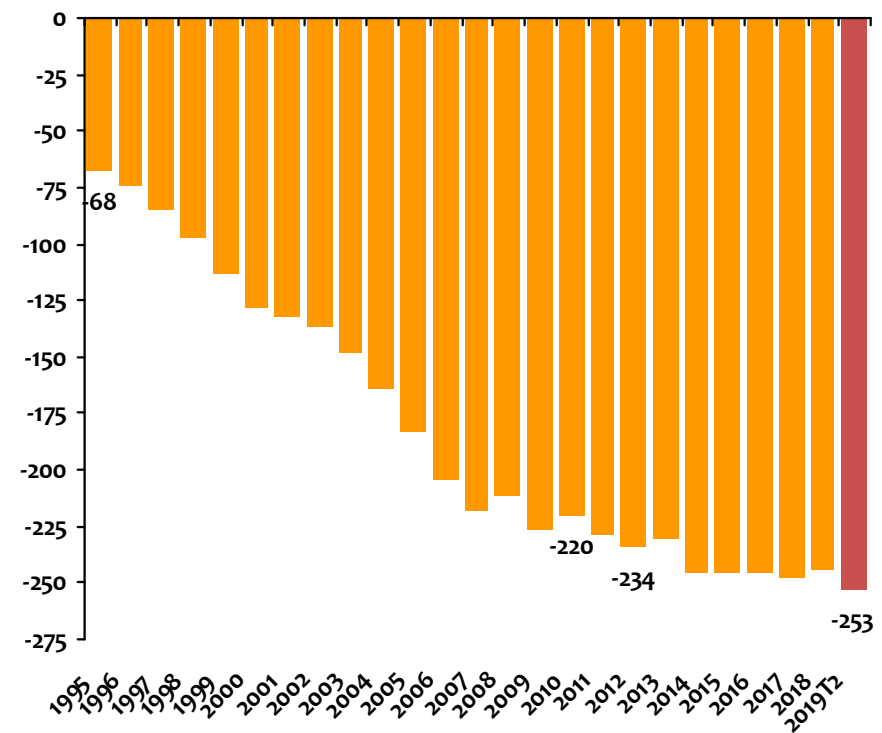
### **3. De flujos a stocks: modificaciones en volumen, sectores e instrumentos de financiación de activos, pasivos y Posición de Inversión Internacional de España**

Aumento del stock de pasivos exteriores 2010-2019/T2 cercano a los 30 puntos del PIB (hasta el 253%), a pesar del *Grand Retrenchment* (Miletti and Tilles, 2011) y sus efectos en la reducción de las posiciones de la banca internacional en España y el endeudamiento de la banca española en el exterior,...

Activos de la banca internacional sobre España<sup>1</sup> y deuda internacional de la banca española 1999/T4-2019/T1 (mm de \$)



Pasivos exteriores de España.<sup>2</sup> 1995-2019T2 (% PIB)

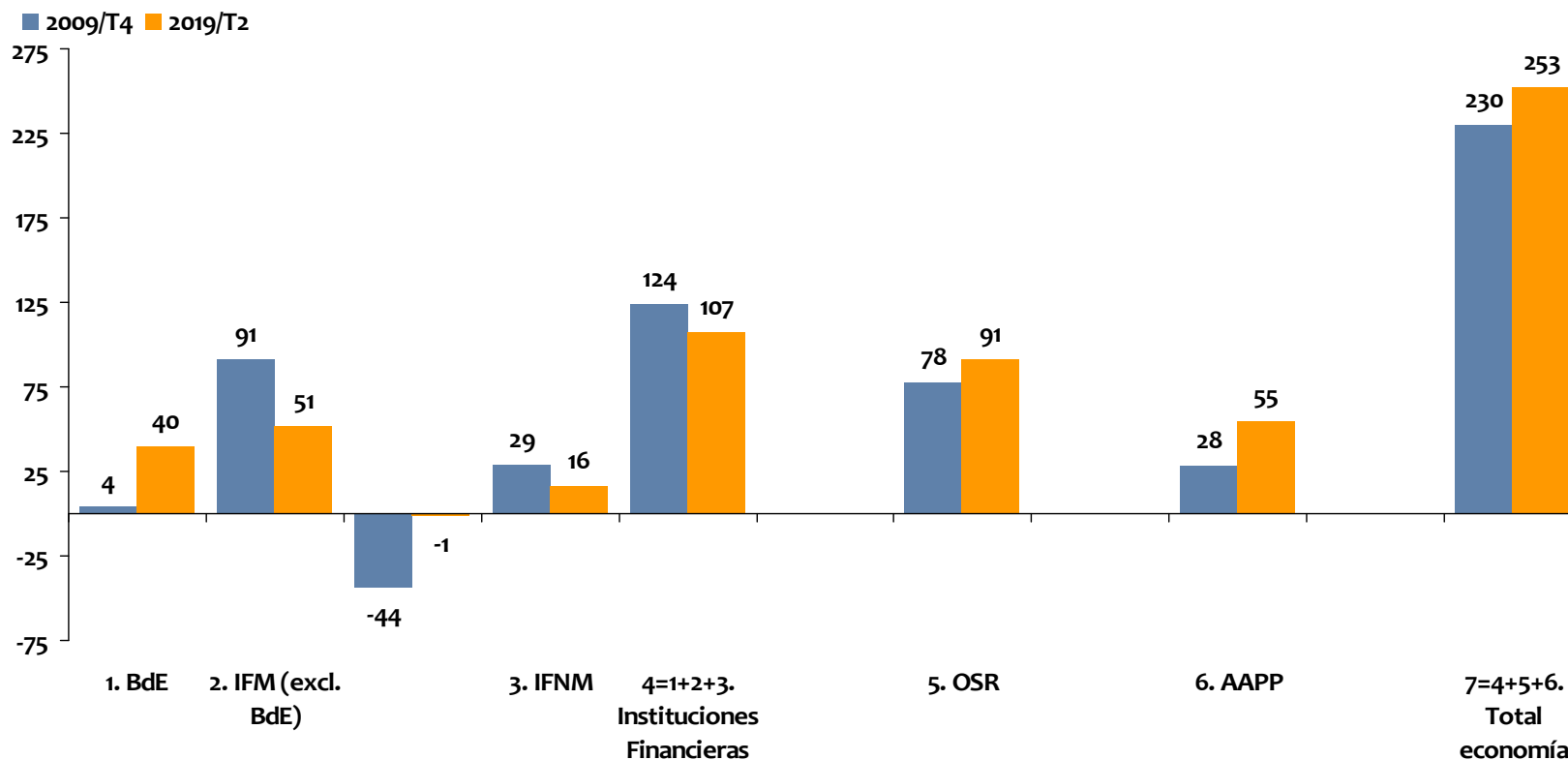


1. Criterio 'consolidated ultimate risk basis'; 2. Saldos del cuarto trimestre de cada año.

Fuente: **Bank of International Settlements, BIS Statistics Warehouse: BIS consolidated banking, claims and other exposures (ultimate risk basis); Banco de España, Cuentas Financieras (Cuadro 2.22a Resto del Mundo, Balance Financiero).**

... un incremento en los pasivos exteriores desde el máximo de 2009/T4 a 2019/T2 que refleja caídas de los de las IF (del 124% al 107% del PIB) y aumentos de los OSR (hasta el 91%) y las AAPP (del 28% al 55% del PIB)...

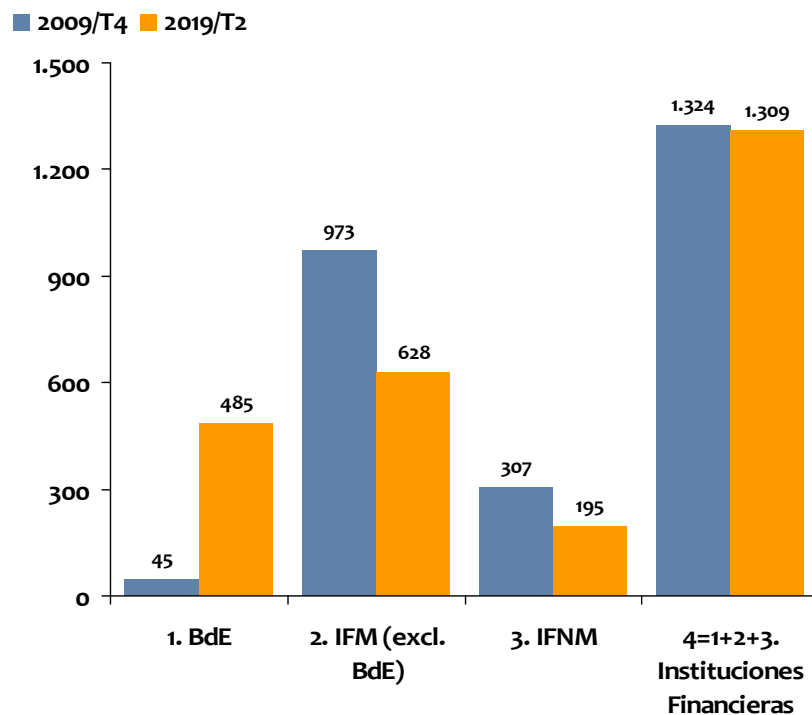
Pasivos exteriores de España, por sectores 2009/T4-2019/T2 (% del PIB)



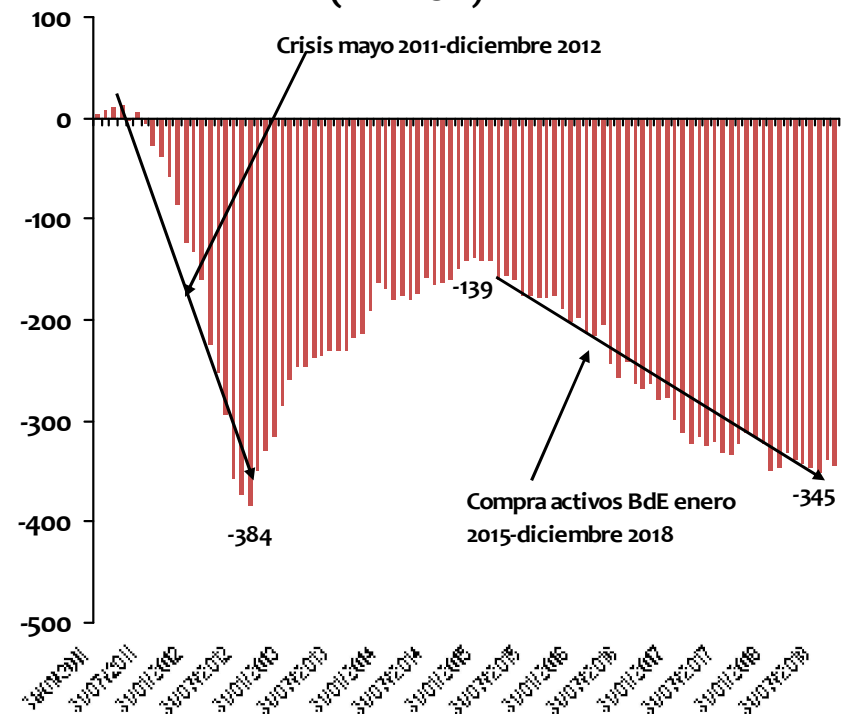
Fuente: **Banco de España**, *Cuentas Financieras de la Economía Española 1994/T4-2019/T2* (1) Detalle por instrumentos de las cuentas no consolidadas, cuadro 2.22a Resto del mundo, Balance financiero; (2) Resumen por instrumentos y sectores de contrapartida de las cuentas no consolidadas cuadro 2.40a Resto del mundo, Balance financiero.

... y con substanciales cambios en la composición de los pasivos de las IF que reducen substancialmente la vulnerabilidad exterior: reducción 2008-2019/T2 para las monetarias y no monetarias en unos 450 mm, y aumento, por un volumen similar, de los del Banco de España (saldos TARGET), resultado de la expansión monetaria (Martínez Pagés, 2016)

Pasivos exteriores de las Instituciones Financieras 2009/T4-2019/T2 (mm EUR)

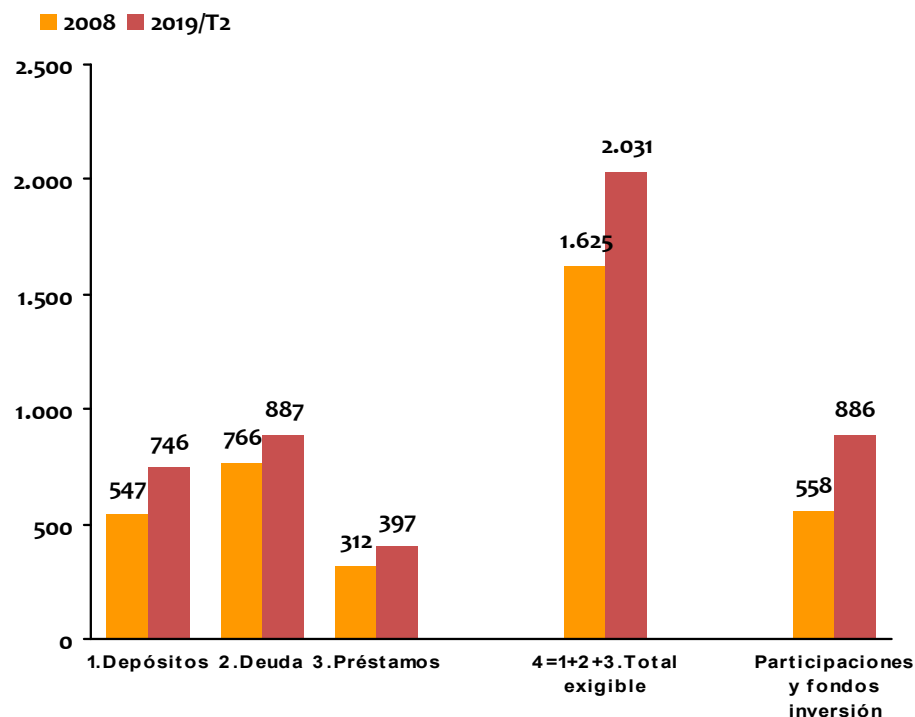


Saldos TARGET de España: flujos acumulados enero/2011- diciembre/2018 (mm EUR)

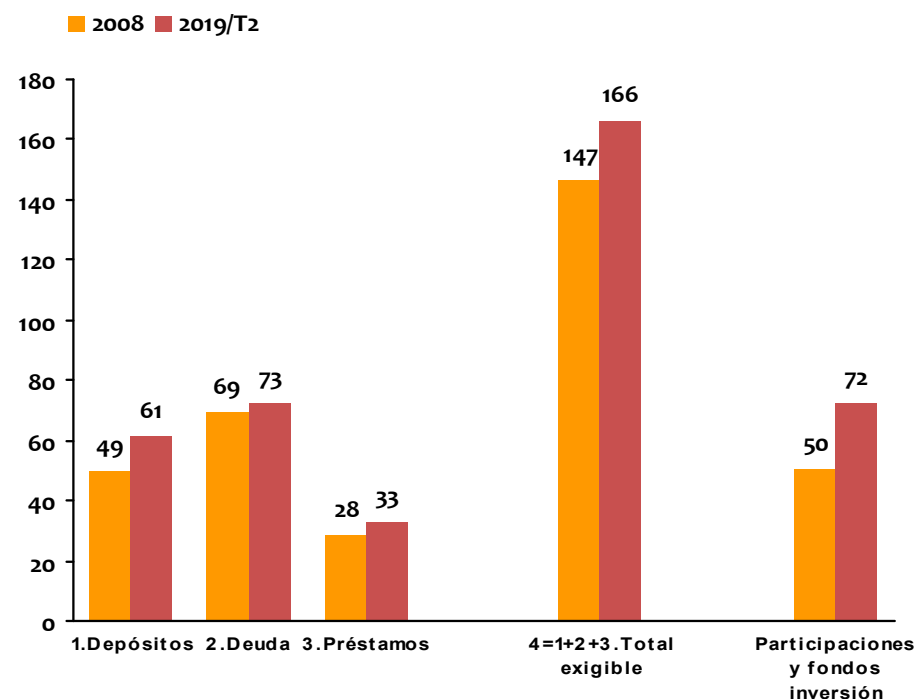


## Pasivos exteriores por instrumentos: aquellos a refinanciar en 2019/T2 se sitúan en el 166% del PIB (61% en depósitos, 73% en deuda y 33% en préstamos), un aumento de 20 puntos del PIB desde 2008

Pasivos exteriores de España: detalle por instrumentos<sup>1,2</sup>  
2008-2019/T2 (mm EUR)



Pasivos exteriores de España: detalle por instrumentos<sup>1,2</sup>  
2008-2019/T2 (% PIB)

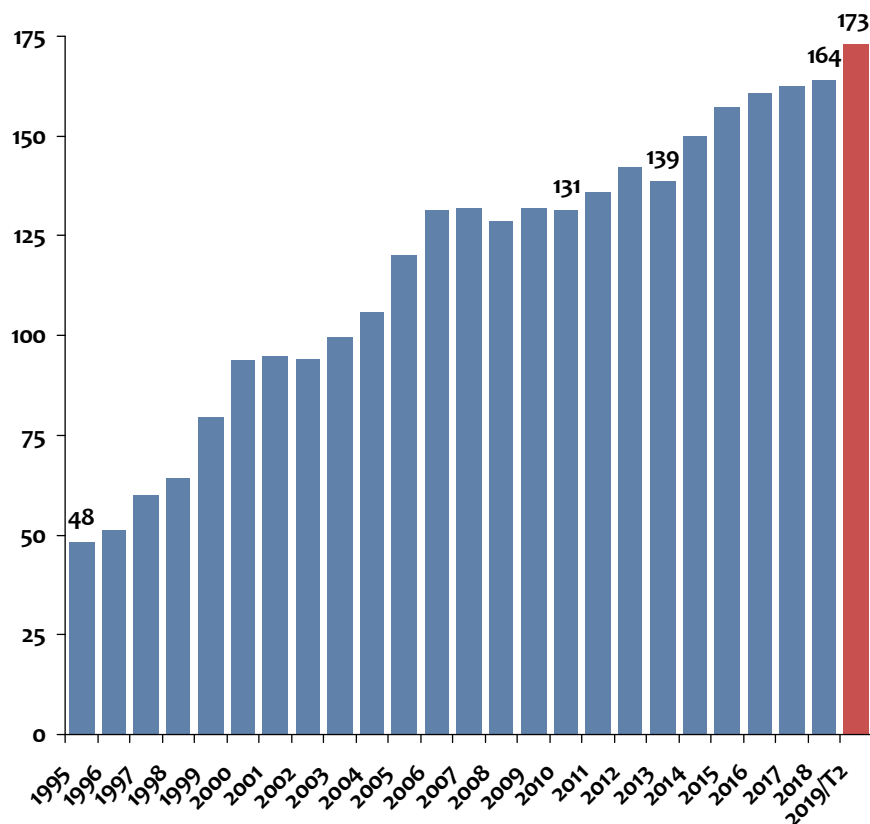


1. Los depósitos comprenden: depósitos, cesiones temporales de activos y posición del Banco de España frente al Eurosistema; 2. Saldo del cuarto trimestre de cada año.

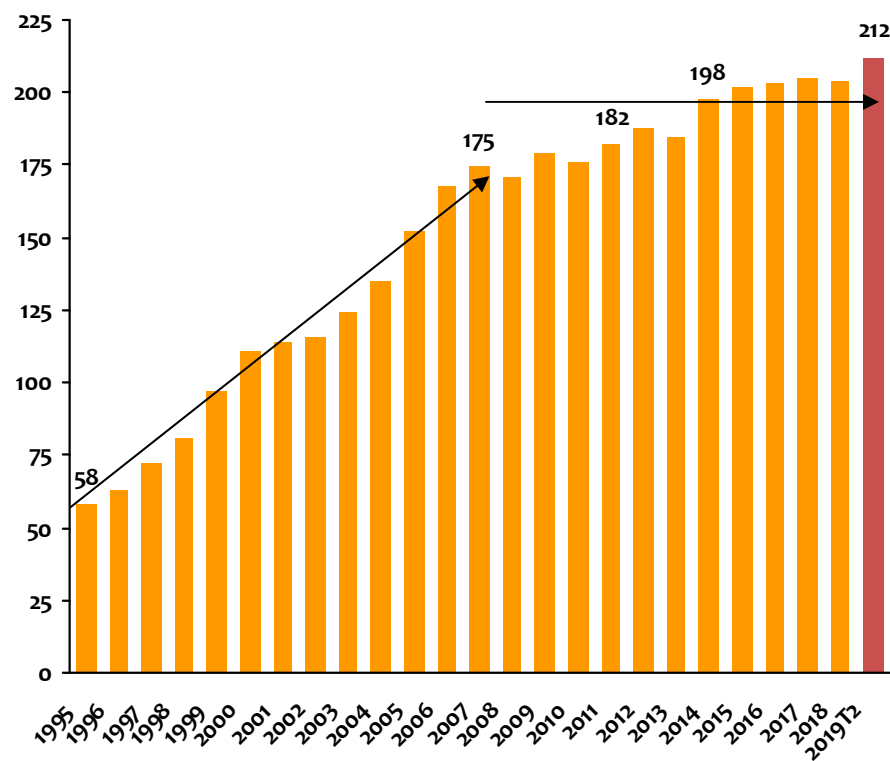
Fuente: **Banco de España**, *Cuentas Financieras de la Economía Española 1994/T4-2019T2* (Cuadro 2.40.a. Resto del Mundo, Balance Financiero).

## Activos financieros de España en el exterior: incremento cercano a 30 puntos del PIB entre 2013 y 2019/T2 que, sumado al de los pasivos, refuerza la integración financiera internacional alcanzada a mediados de los 2000

**Activos de España en el exterior  
1995-2019/T2 (% PIB)**

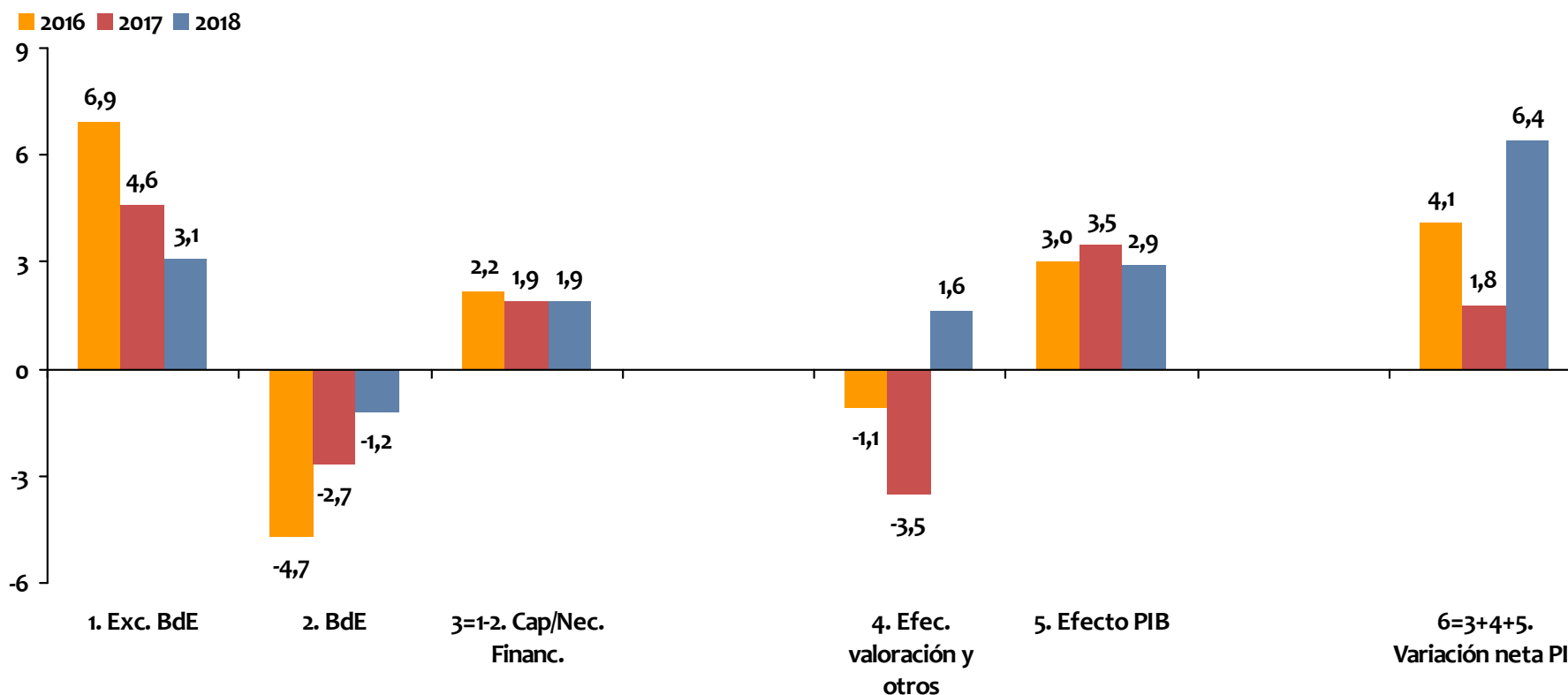


**Integración financiera internacional de España 1995-2019/T2 ((Activos+Pasivos financieros)/2\*PIB)\*100**



## Posición de Inversión Internacional (PII): la mejora 2016-18 a la luz de las modificaciones en las posiciones acreedoras y deudoras (Vaf-Vpf), los efectos de valoración y el aumento del PIB nominal (Alves, Martín y Roibás, 2019) ...

Descomposición de los cambios 2016-18 en la PII: capacidad/necesidad de financiación,<sup>1</sup> efectos valoración<sup>2</sup> y efectos del crecimiento en el PIB nominal (puntos porcentuales del PIB)

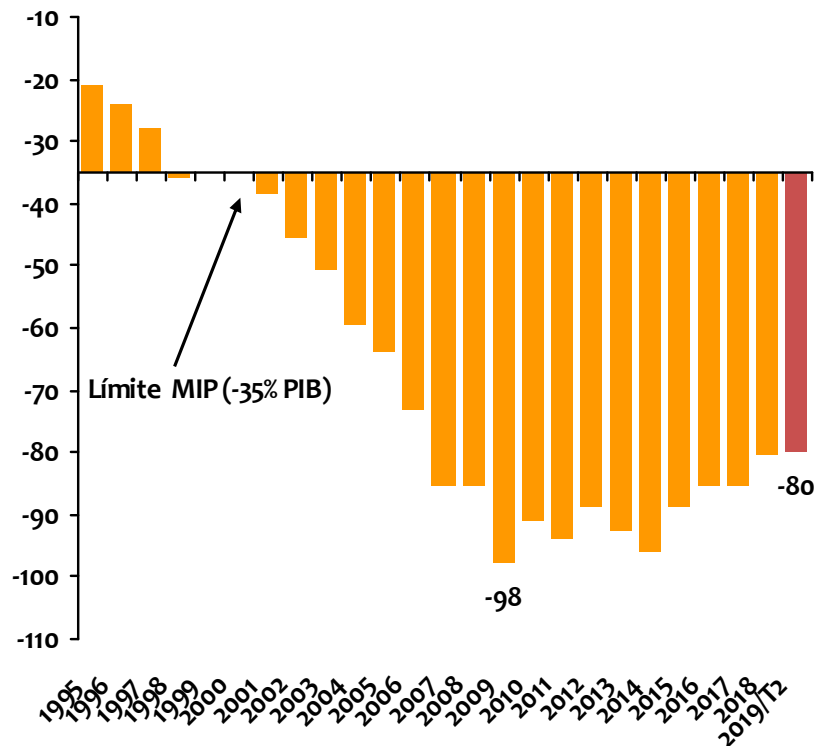


1. Incluidos errores y omisiones; 2. Incluye también cambios en el volumen por reclasificaciones.

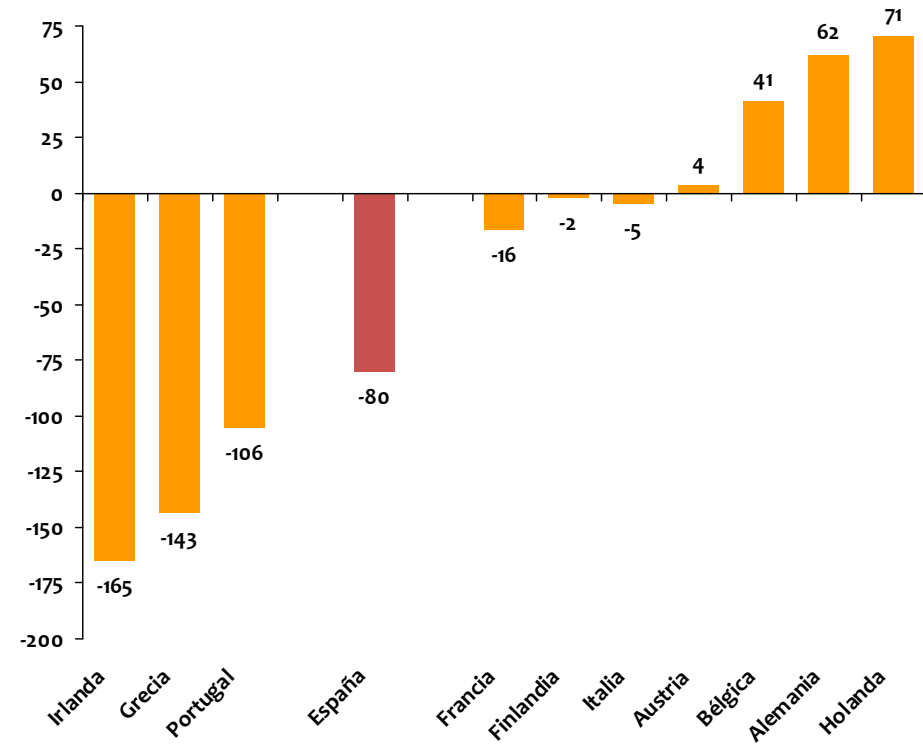


... ha resultado en una substancial reducción 2009/T4-19/T2 de la Posición de Inversión Internacional, cercana a los 18 puntos del PIB (del 98% al 80%), aunque sus valores continúan muy por encima del límite del MIP (35%) o de los registros de Francia (-16%), Italia (-5%) o Alemania (+62%)...

Posición de Inversión Internacional de España.  
1995-2019/T2<sup>1</sup> (% PIB)



Posición de Inversión Internacional de España y algunos países de la eurozona. 2018 (% PIB)

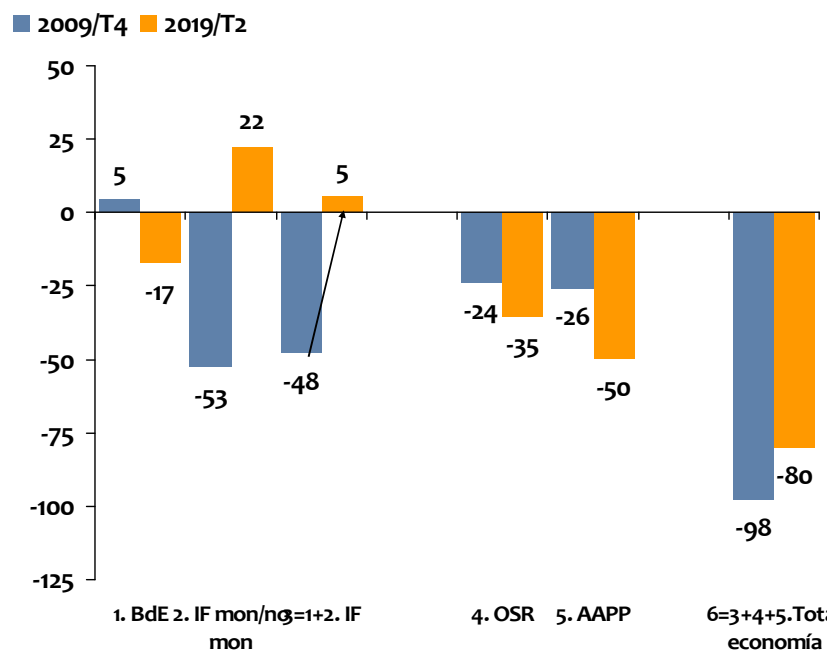


1. Datos del cuarto trimestre de cada ejercicio.

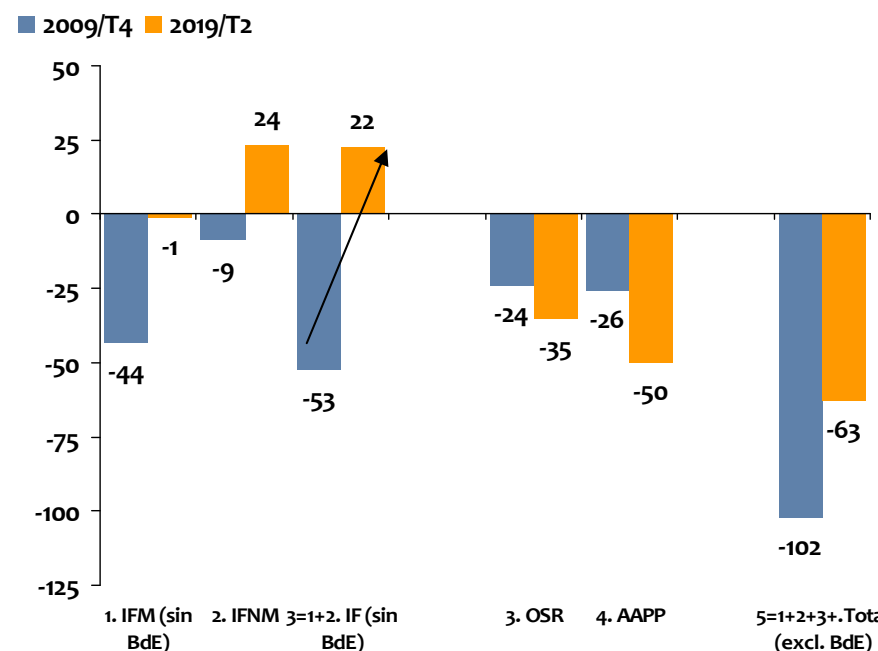
Fuente: (1) Banco de España, Boletín Estadístico (17. Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. Cuadro 17.21 Resumen); (2) Eurostat, Database (MIP, Scoreboard indicators, Net international investment position).

... y en una radical modificación de la estructura sectorial de la PII: en términos de PIB y entre 2009/T4 y 2019/T2, las AAPP la aumentan en 24 puntos (del 26% al 50%) y el Banco de España en otros 22 (del +5 al -17%), mientras la reducen el resto de sectores (Alves, Martín y Roibás, 2018), de forma que la PII, excluido el Banco de España, presenta una mejora mucho más marcada y muy sesgada hacia las AAPP y las SNF ...

Posición de Inversión Internacional de España 2009/T4-2019/T2: detalle por sectores (% PIB)



Posición de Inversión Internacional, excluido el BdE 2009/T4-2019/T2: detalle por sectores (% PIB)



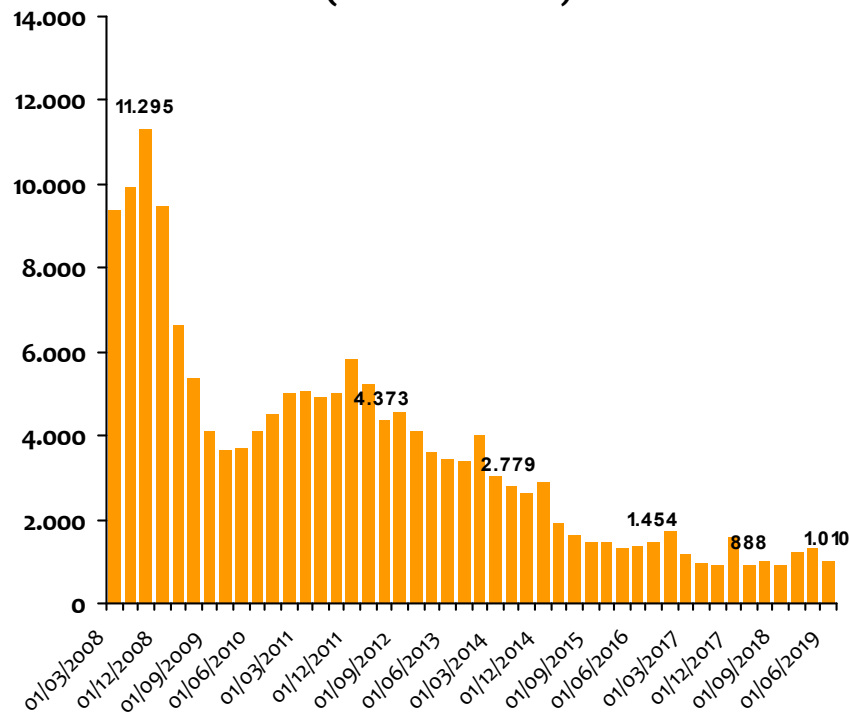
1. En la revisión benchmark 2019, se ha pasado de un promedio para 2018 del -81,2% del PIB a un -83,8%, y para el cuarto trimestre de 2018 de un -77,1% a un -80,4% del PIB.

Fuente: Banco de España, Boletín Estadístico (17. Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. Cuadro 17.21c Detalle por sector institucional).

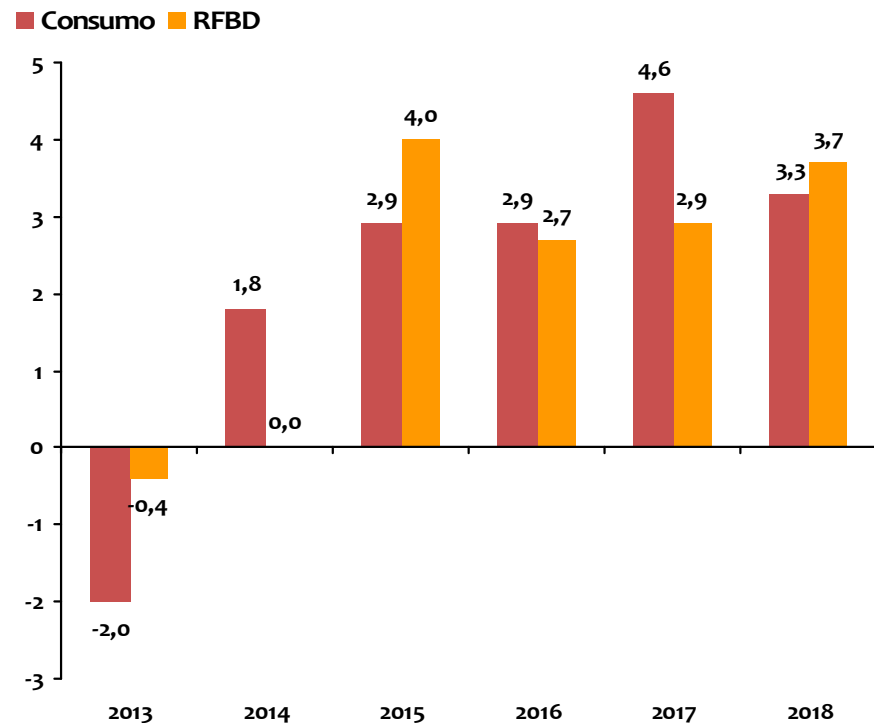
## **4. Desapalancamiento de los sectores residentes 2013-2019: contracción del crédito, caída de la deuda de hogares y SNF y auge del endeudamiento de las AAPP**

Hogares e ipsfl: la caída en intereses pagados entre 2008 y 2018 (de 40.000 a 4.300 millones) y el aumento de las rentas de trabajo (a un ritmo anual los últimos trimestres por encima del 4,5%) se ha traducido en una notable recuperación de la RFBD, con crecimientos superiores del consumo, fundamentalmente en bienes durables (Banco de España, 2015) ...

Colapso de la carga financiera de las familias:  
intereses pagados 2008-2019/T2  
(millones euros)

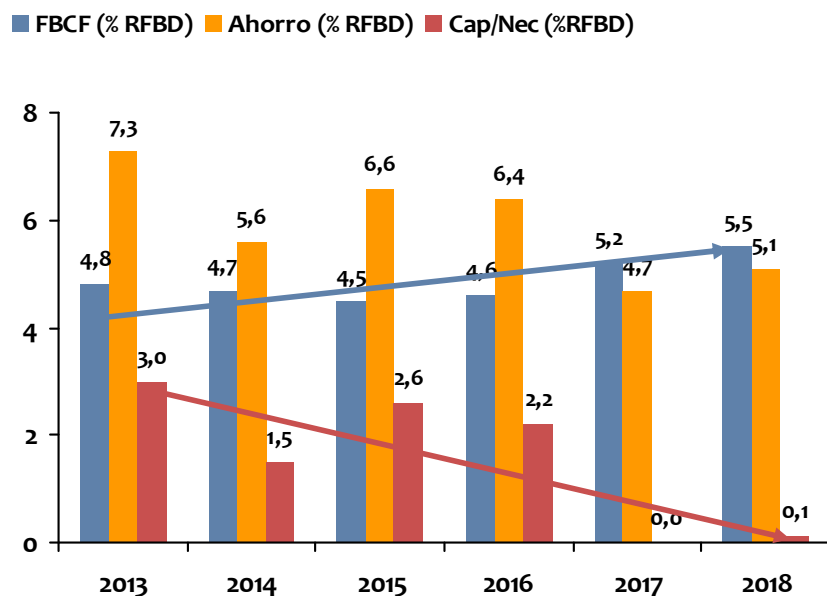


RFBD de los hogares españoles 2013-2018  
(crecimiento anual real en %)

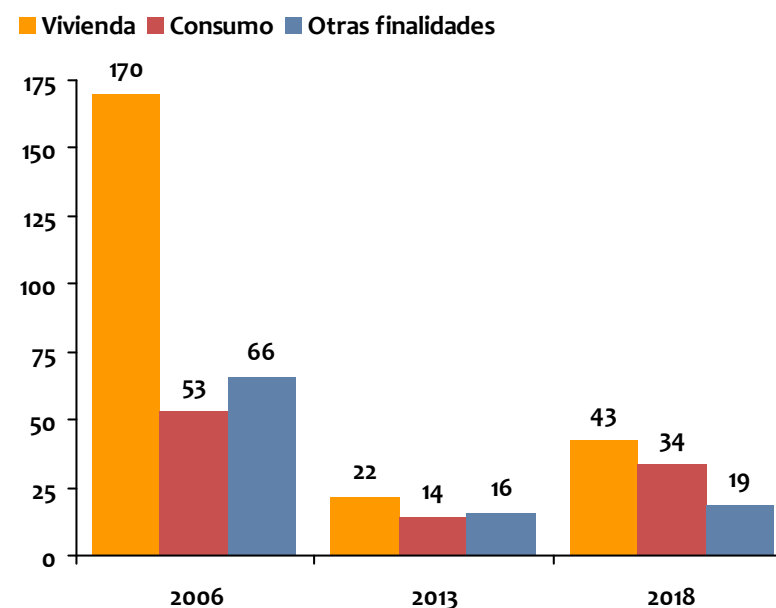


... lo que, en 2018, ha resultado en una tasa de ahorro familiar en mínimos históricos (5,1% de la RFBD) que, sumada al aumento de la inversión inmobiliaria (5,5% de la RFBD), se traduce en la práctica desaparición de su capacidad de financiación e incremento del endeudamiento, que podría situar en difícil posición a familias vulnerables ante un eventual cambio de ciclo (Banco de España, 2019)

Continua reducción de la tasa de ahorro familiar y recuperación de la inversión.  
2013-2018 (% RFBD)



Nuevo crédito<sup>1</sup> a hogares e ipsfl 2006-2018  
(mm EUR)

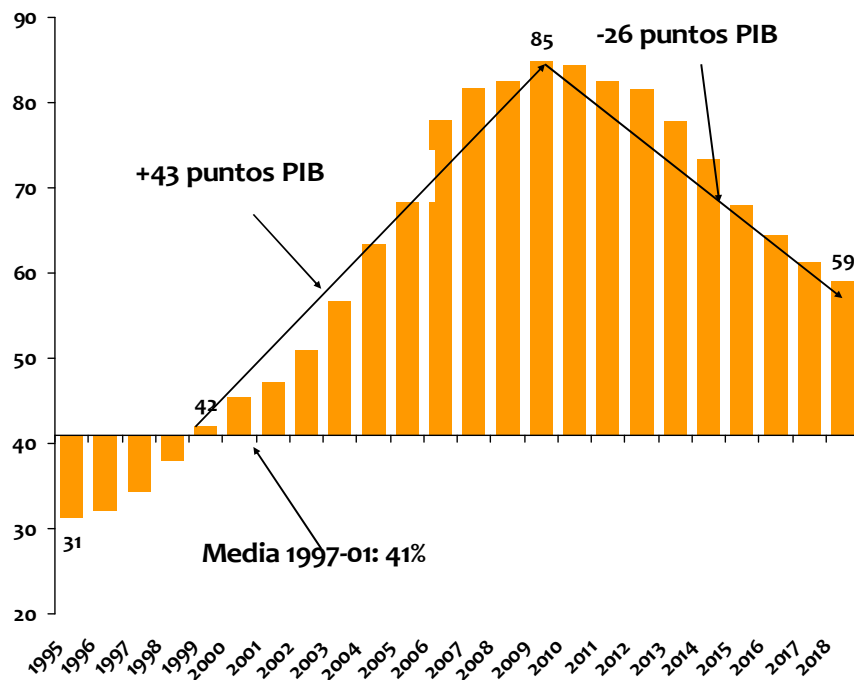


1. Capacidad necesidad de financiación como diferencia entre la formación bruta de capital, las transferencias de capital, las adquisiciones menos cesiones de activos no producidos y el ahorro bruto.

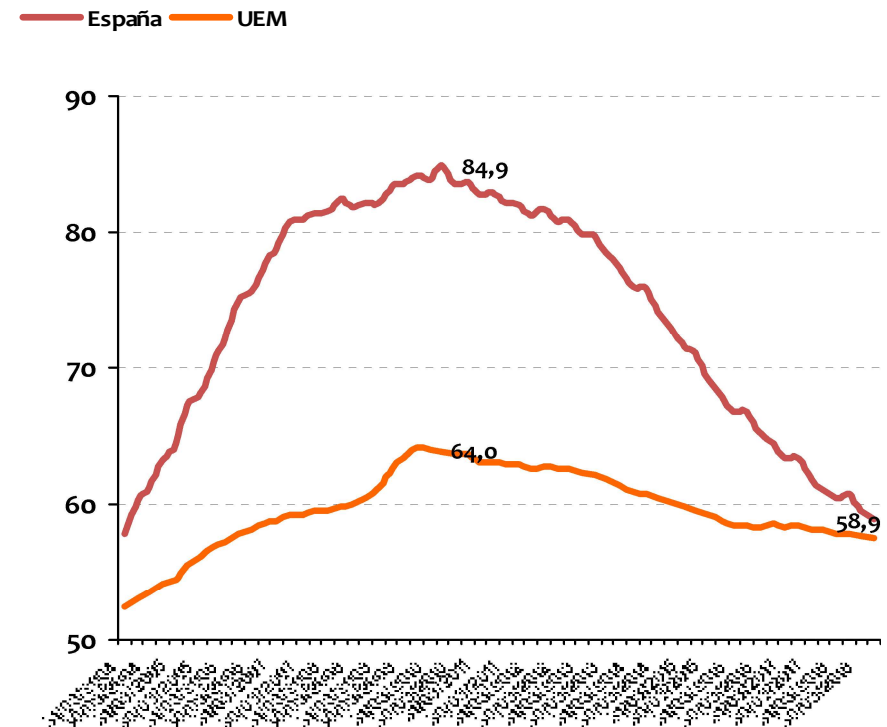
Fuente: (1) **Ministerio de Economía y Empresa, Dirección General de Análisis Macroeconómico, Indicadores e informes macroeconómicos** (9. Contabilidad Nacional, 97. Cuentas No Financieras Sectores Institucionales. Rev. Est. 2019); (2) **Banco de España, Boletín Estadístico** (19. Tipos de interés. Importes de las nuevas operaciones, cuadro 19.12).

... aunque a pesar del aumento del nuevo crédito a hogares, entre 2009 y 2018 las amortizaciones y el alza del PIB nominal han reducido su endeudamiento en unos notables 26 puntos del PIB (del 85% al 59%), de forma que, a finales de 2018, se situaba ya en la media de la UEM ...

Deuda consolidada<sup>1</sup> de los hogares en España  
1995-2018 (% PIB)



Ratios de deuda de los hogares en España y la UEM 2004-18 (% PIB)

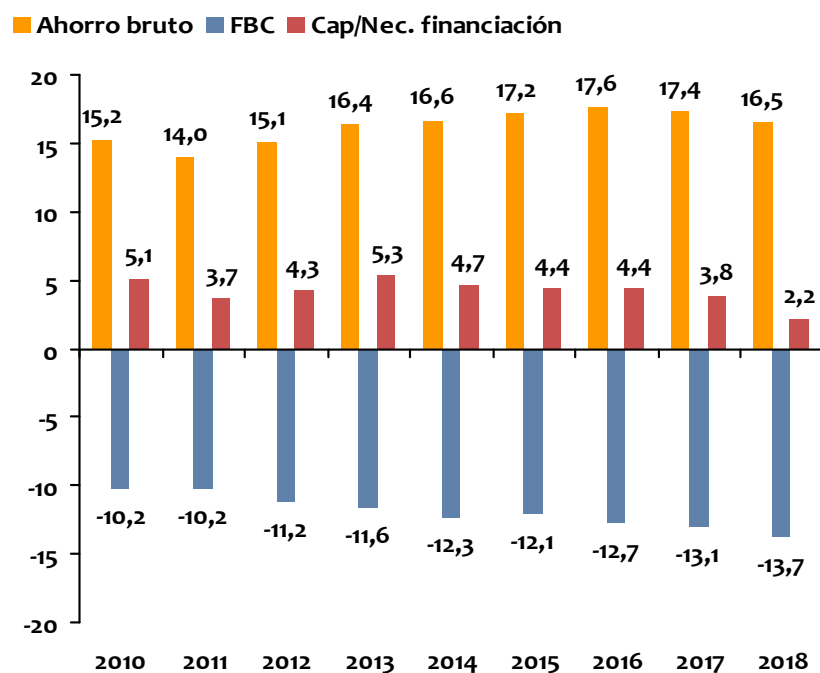


1. Deuda consolidada de hogares como préstamos frente resto de sectores en sus pasivos.

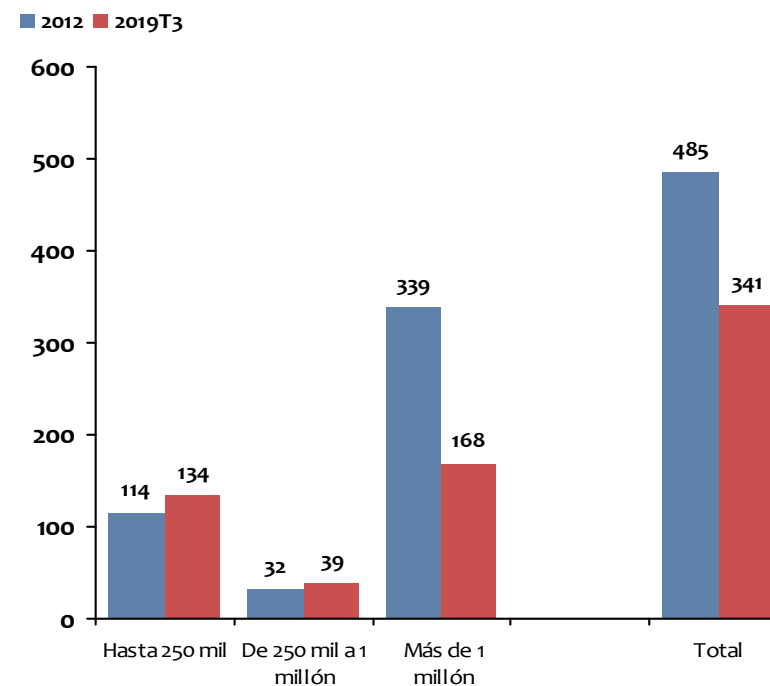
Fuente: (1) Eurostat Database, Tables on EU policy, Macroeconomic imbalance procedure indicators (Private sector debt. Consolidated data). (2) Banco de España, Informe anual 2018. Gráfico 1.13.

... mientras que los flujos de ahorro e inversión de las SNF resultan en un saldo excedentario, al tiempo que el sesgo de las grandes sociedades hacia la financiación en el mercado de capitales (Banco de España, 2017; Gimeno *et al*, 2017) ha liberado recursos crediticios para las PIMES

Ahorro, inversión<sup>1</sup> y saldo de la cuenta de capital de las SNF 2010-18 (% PIB)



Nuevo crédito a SNF por tramos 2012-2019/T3 (mm d'euros)

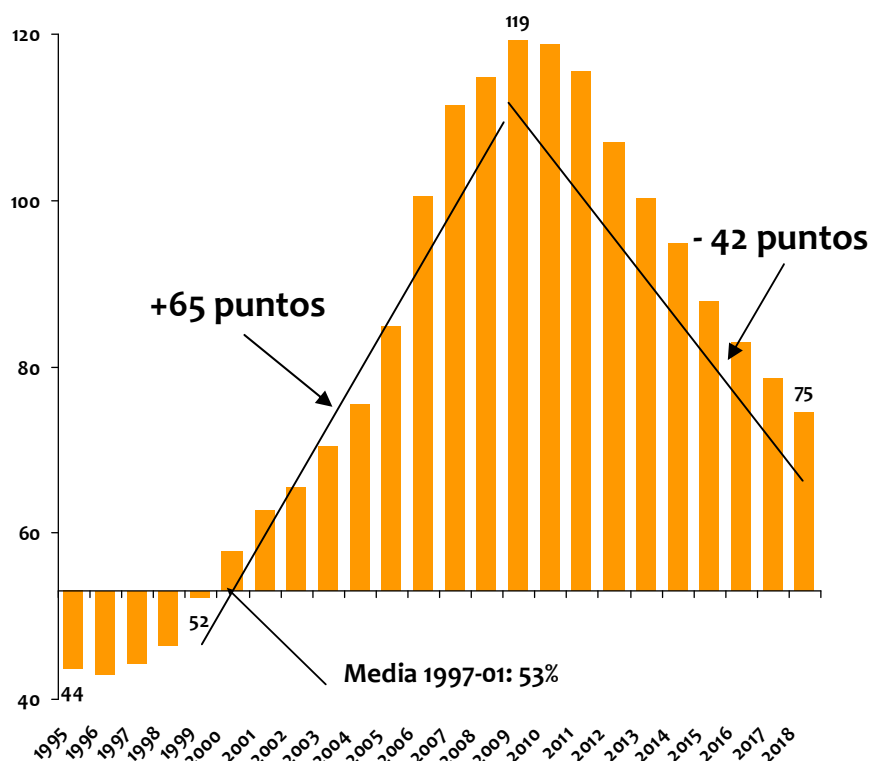


1. FBCF con signo cambiado.

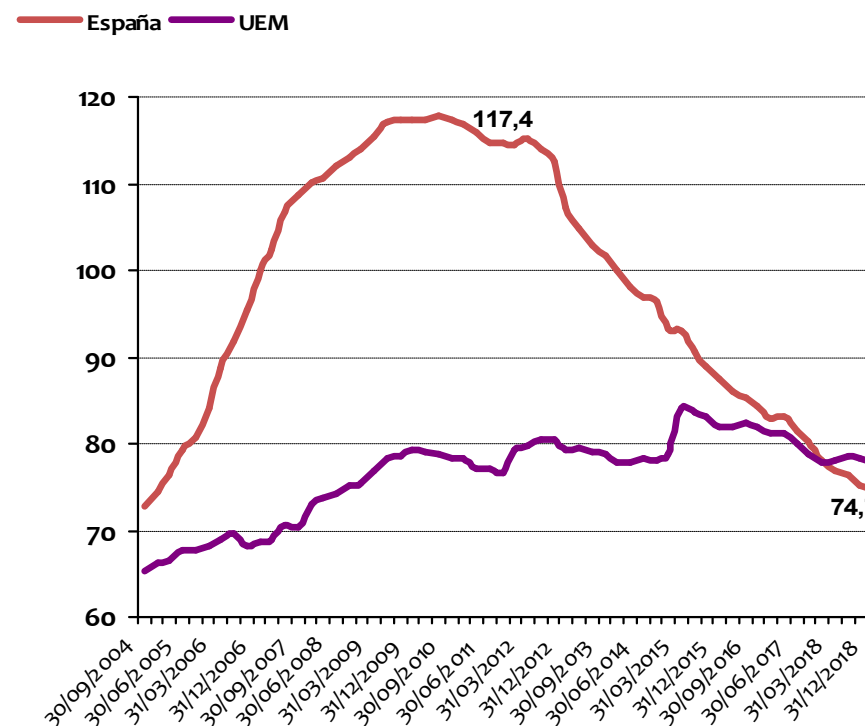
Fuente: (1) Ministerio de Economía y Empresa, Dirección General de Análisis Macroeconómico, *Indicadores e informes macroeconómicos* (9. Contabilidad Nacional, 97. Cuentas No Financieras Sectores Institucionales. Rev. Est. 2019); (2) Banco de España, *Boletín Estadístico* (19. Tipos de interés. Importes de las nuevas operaciones, cuadro 19.13).

... al tiempo que, desde 2010, las SNF han procedido a una muy importante reducción de su endeudamiento, próxima a los 40 puntos del PIB, situándose ya en la media de la UEM (75% del PIB), aunque aún 30 puntos por encima de Alemania o de los registros medios de 1997-01 ...

Deuda consolidada<sup>1</sup> de las SNF españolas  
1995-2018 (% del PIB)



Ratios de endeudamiento de las SNF en  
España y la UEM (% del PIB)



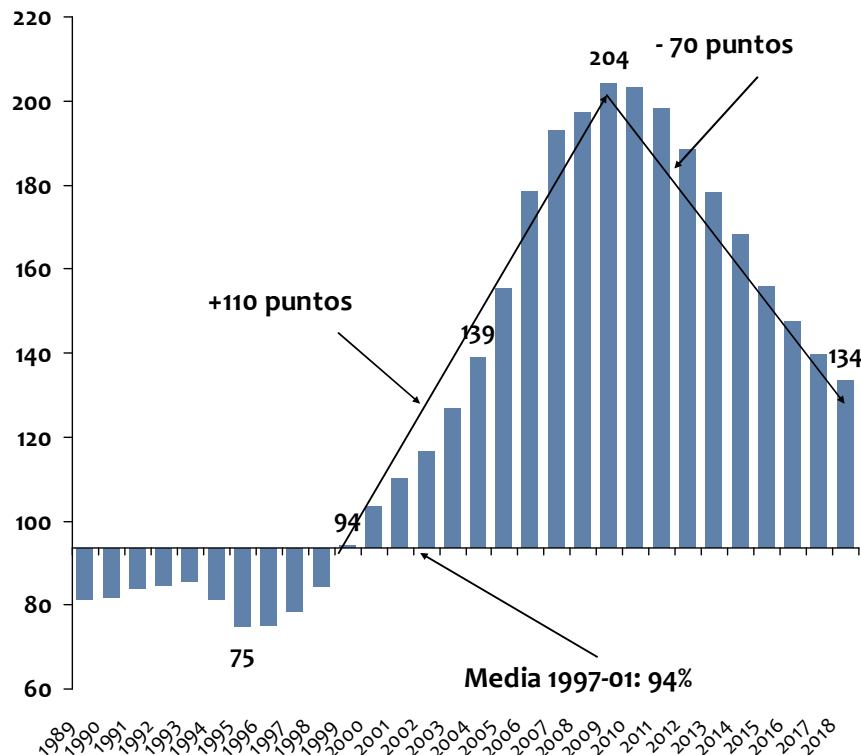
1. Deuda según criterio MIP: valores representativos de deuda y préstamos.

Fuente: (1) Eurostat Database, Tables on EU policy, Macroeconomic imbalance procedure indicators (Private sector debt, consolidated data); (2) Banco de España, Informe anual 2018 (Gráfico 1.13).

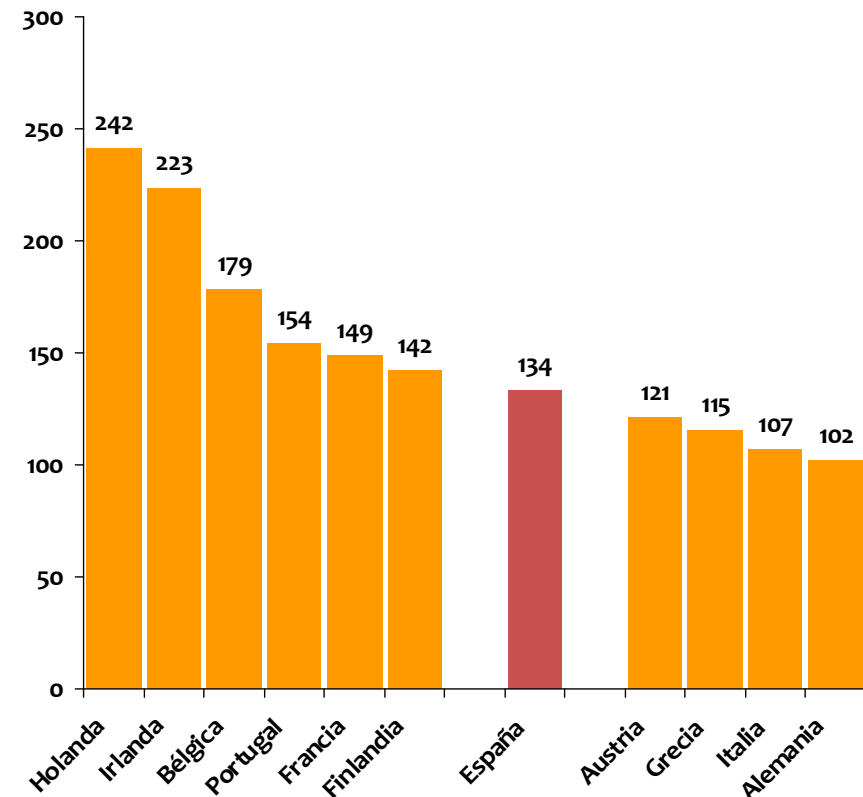


Deuda total del sector privado no financiero (hogares y SNF) 2010-18: la reducción de 70 puntos del PIB (del 204% al 134%) la sitúa en la media de la UEM, aunque alejada del 95% del valor teórico de equilibrio de principios de los 2000 (Crespo *et al*, 2013) ...

Deuda privada consolidada en España  
1989-2018 (% del PIB)



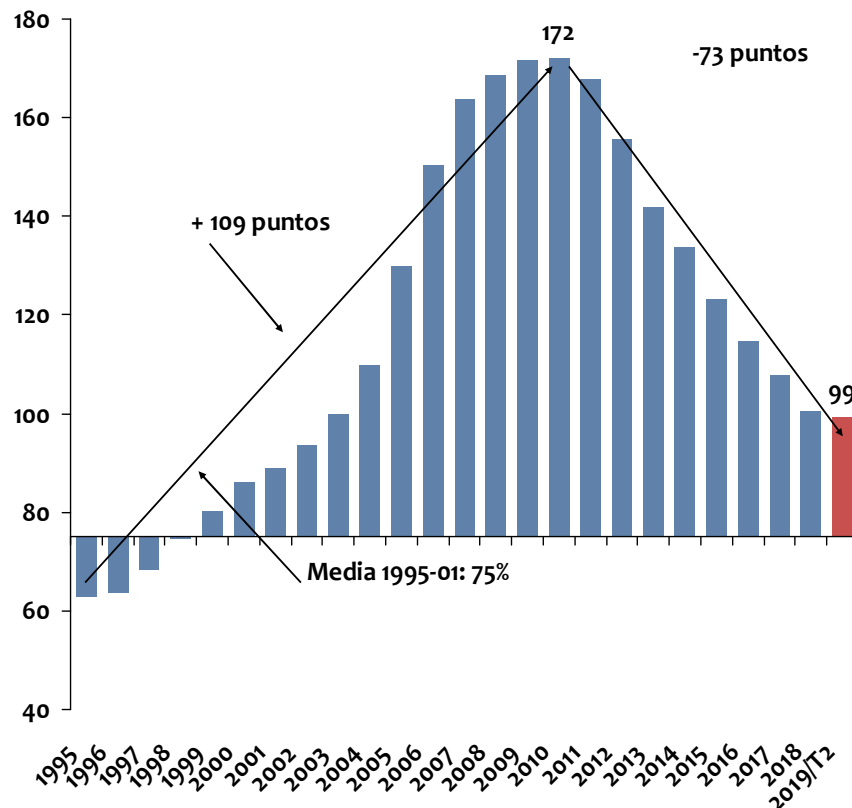
Deuda privada consolidada en España y en la UEM. 2018 (% del PIB)



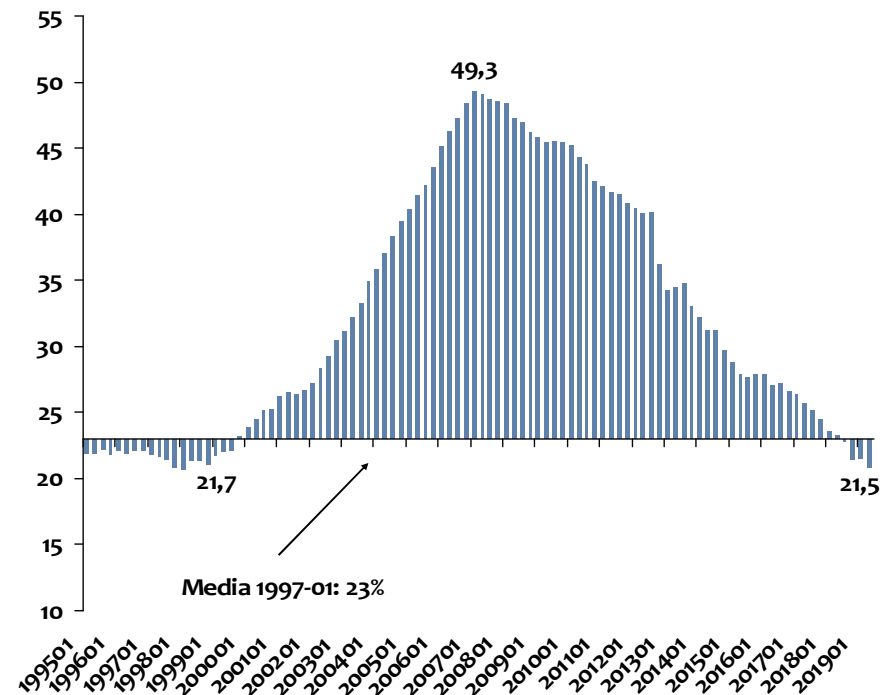
Fuente: Eurostat Database, Tables on EU policy, Macroeconomic imbalance procedure indicators (Private sector debt, consolidated data).

... una fuerte contracción de la deuda del sector privado que expresa la caída de 73 puntos del PIB del crédito (del 172% a 99% entre 2009 y 2019/T2), reflejo del colapso a la construcción y empresas inmobiliarias, cuyo peso en el destinado a sectores productivos se ha reducido, entre 2007/T1 y 2019/T2, del 49% al 21% del total ...

**Crédito al sector privado en España.  
1995-2019/T2 (% del PIB)**

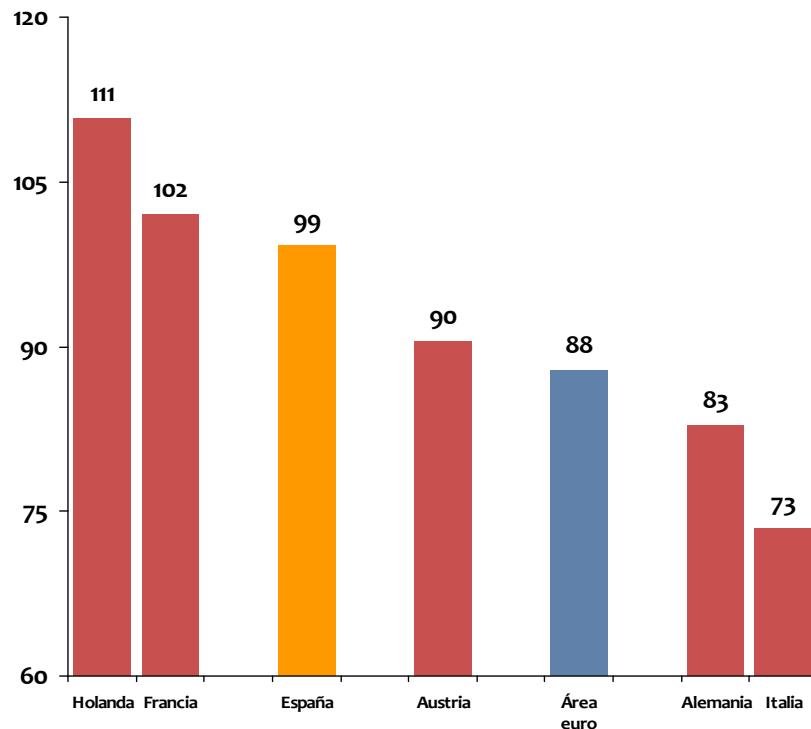


**Crédito a la construcción e inmobiliarias  
1995/T1-2019/T2  
(% destinado a actividades productivas)**

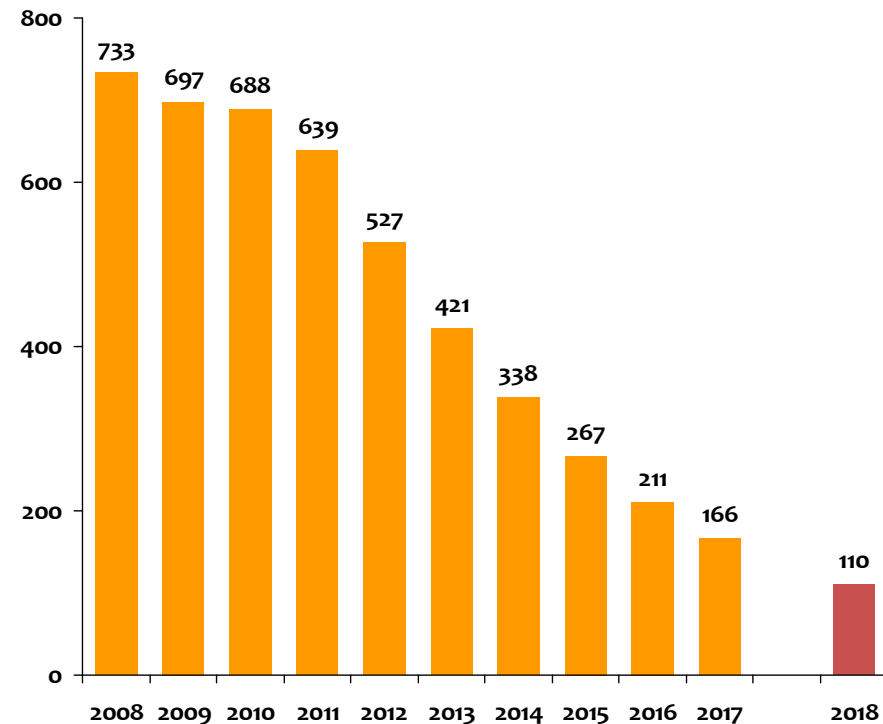


... un volumen de crédito al sector privado todavía más elevado que el de Alemania (16 puntos del PIB) o el de Italia (26 puntos), y que refleja un exceso teórico en el entorno de los 100 mm de euros, ya muy lejos de los más de 700 mm de 2008

Crédito al sector privado en algunos países de la UEM. 2019/T2 (% PIB)

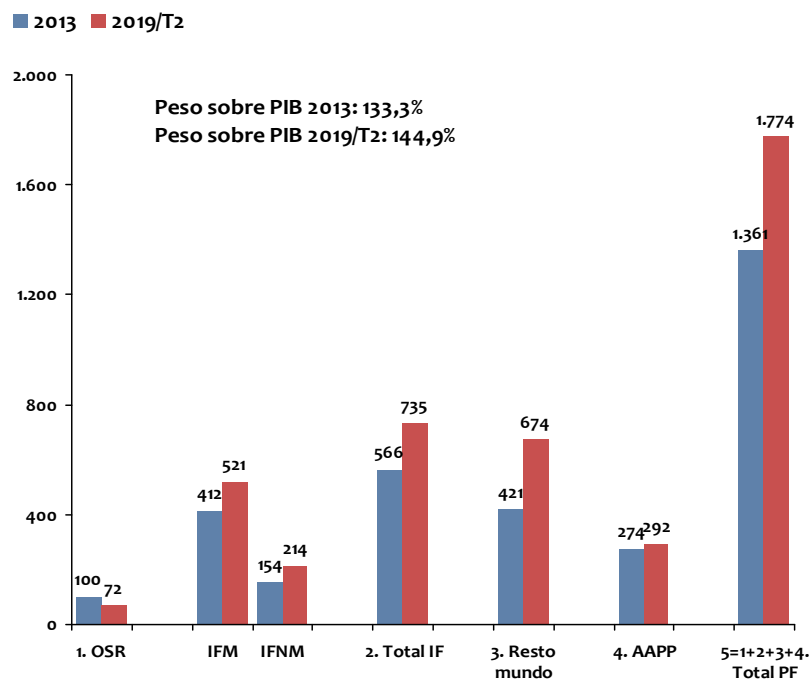


Exceso teórico de crédito al sector privado en España. 2008-18 (mm EUR)

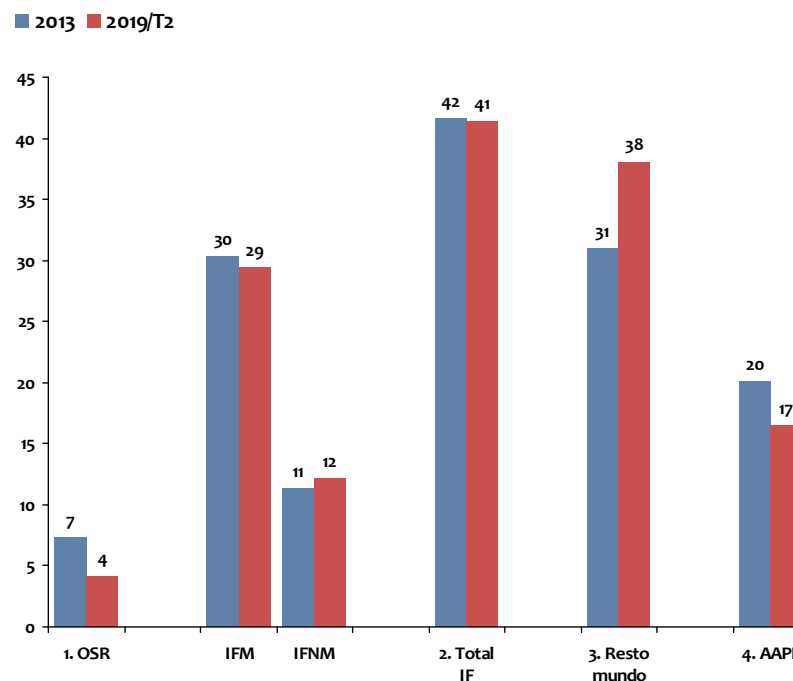


## Dinámica de los pasivos de las AAPP: en el 145% del PIB en 2019/T2, con un creciente peso del resto del mundo ...

**Pasivos de las AAPP por sectores acreedores 2013-2019/T2 (mm EUR)**



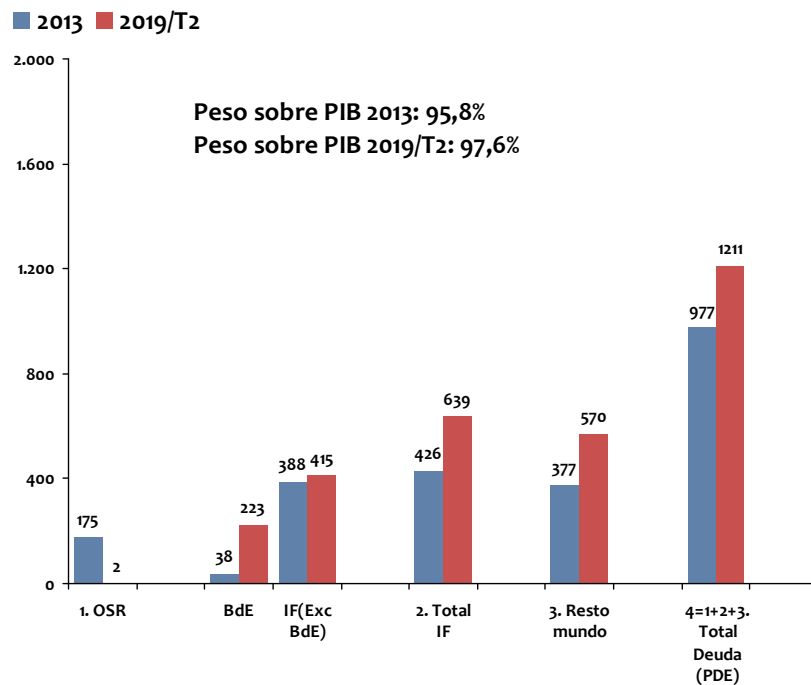
**Pasivos de las AAPP por sectores acreedores 2013-2019/T2 (% pesos s/ total)**



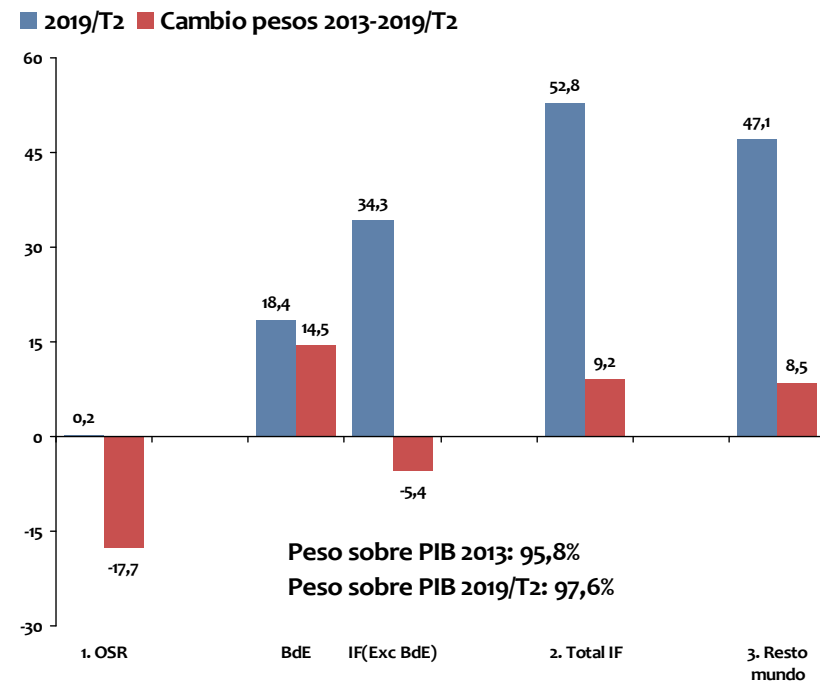
Fuente: **Banco de España**, (1) *Boletín Estadístico* (Cuadros de las agrupaciones institucionales, 11 Administraciones Públicas, cuadro 11.13); (2) *Cuentas Financieras de la Economía Española* (Resumen por instrumentos y sectores de contrapartida de las cuentas no consolidadas, cuadro 2.38 a).

... y aumento de la deuda pública (según procedimiento de déficit excesivo) próximo a los 60 puntos del PIB, hasta el 98,9% en junio de 2019, con notables aumentos del Banco de España (del 4% al 18% del total entre 2013 y 2019/T2), reducción de las IF (excepto Banco de España) e incrementos del resto del mundo (del 39% al 47% del total)...

Deuda pública por sectores acreedores  
2013-2019/T2 (mm EUR)

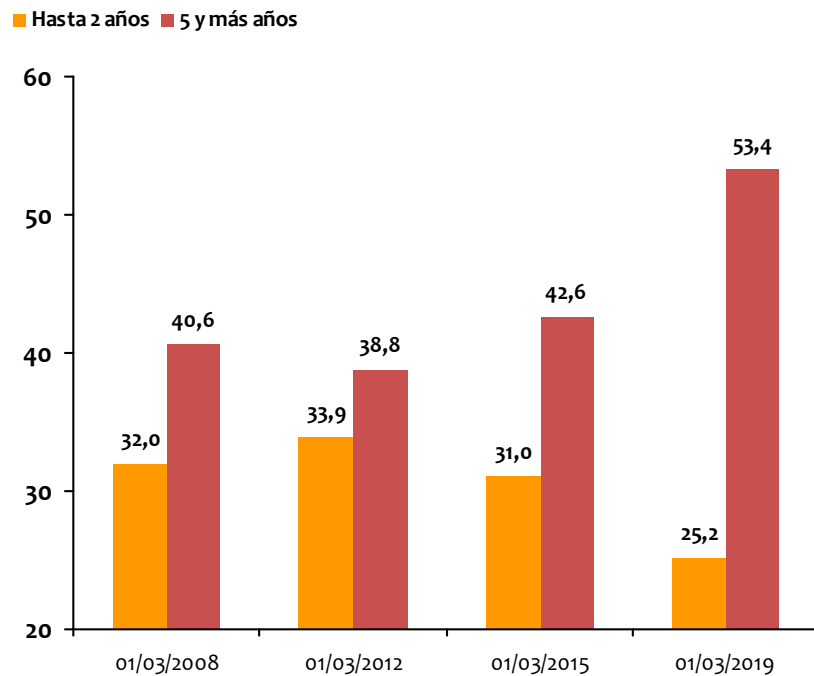


Deuda pública por sectores acreedores  
2013-2019/T2 (peso s/ total y cambio en pp)

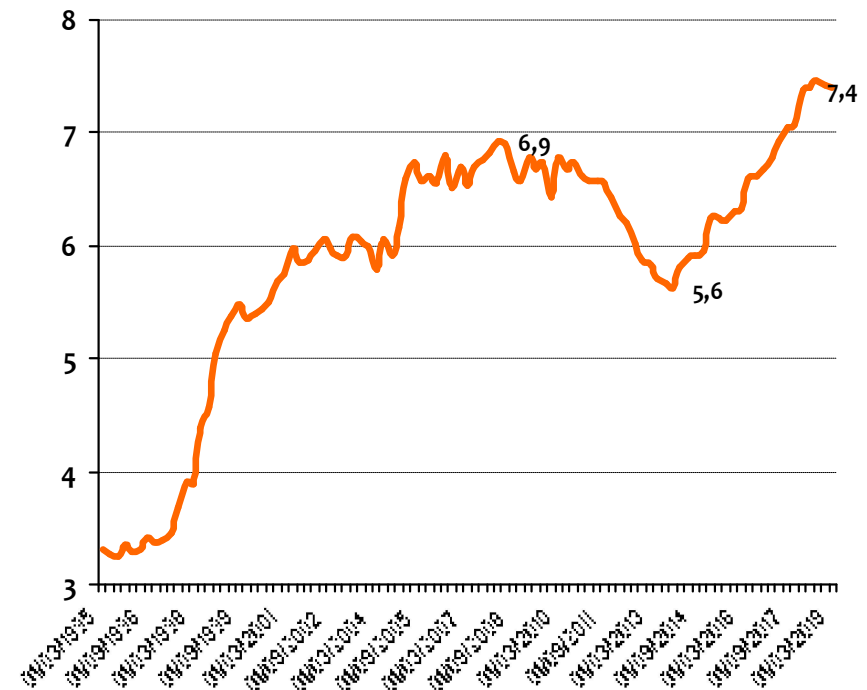


... al tiempo que la caída de tipos se ha traducido en un notable aumento en la vida media de la deuda de la Administración Central (hasta los 7,4 años en marzo de 2019, desde los 5,6 años de septiembre de 2013)

Saldos vivos por plazos al vencimiento de la deuda de la Administración Central 2008/T1-2019/T1 (% sobre total)



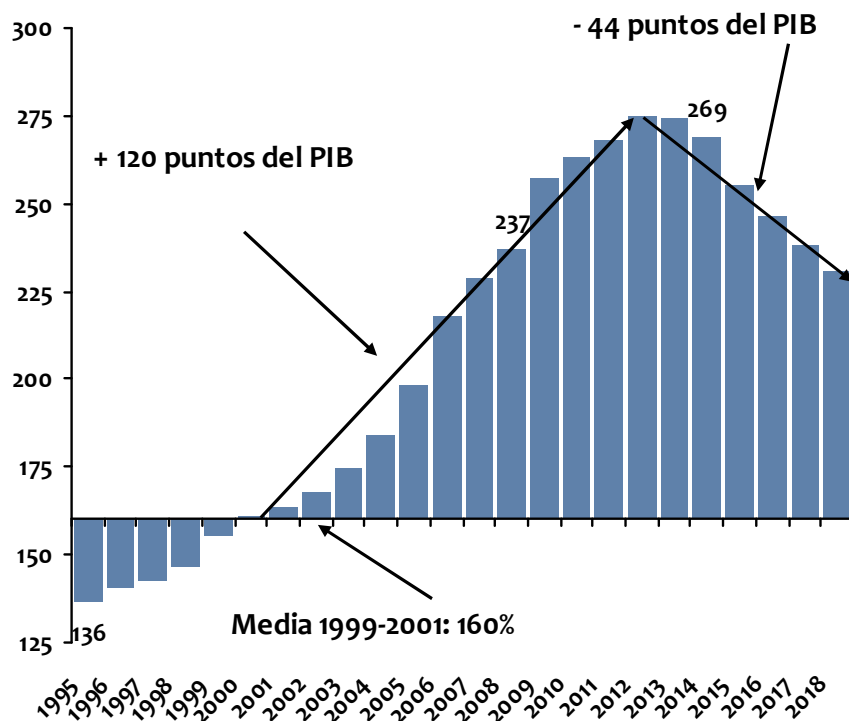
Vida media de la deuda de la Administración Central 1995-2019 (años)



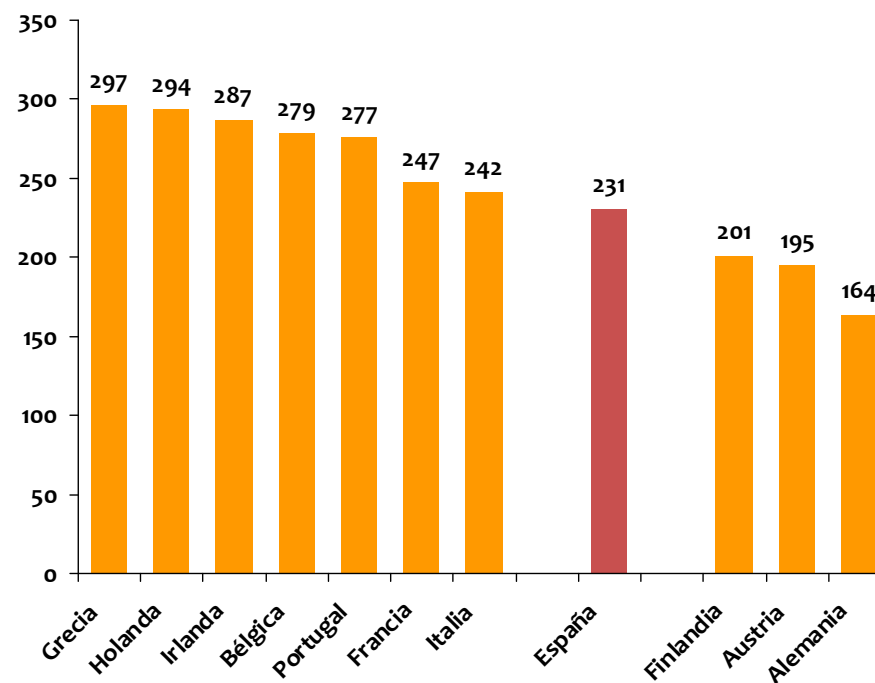
Fuente: Banco de España, Boletín Estadístico: (1) Cuadro 21.13; (2) Cuadro 21.14.

Síntesis de la dinámica de la deuda de los sectores no financieros en la recuperación: el total de hogares, SNF y AAPP se situaba en 2018 en el 231% del PIB, uns 44 puntos inferior al máximo histórico de 2012 (275%), todavía un registro superior en más de 60 puntos al de Alemania

Deuda<sup>1</sup> de los sectores no financieros (privados y AAPP) en España. 1999-2018 (% del PIB)



Deuda de los sectores no financieros (hogares, SNF y AAPP)<sup>1</sup> en España y algunos países de la UEM. 2017, 2018 (% del PIB)



1. Deuda privada consolidada según criterio MPI (títulos de deuda y préstamos) como suma de los pasivos consolidados de hogares e ipsfl y SNF. Deuda de las AAPP definida según protocolo de déficit excesivo.

Fuente: Eurostat Database, Tables on EU policy: Macroeconomic imbalance procedure indicators (Private sector debt, consolidated data).

# La recuperación 2013-19 y sus perspectivas: reabsorción de desequilibrios financieros y fragilidades pendientes

Madrid, 12 de diciembre de 2019  
Josep Oliver Alonso (UAB i EuropeG)

