

# Solidaridad europea con España: el papel del BCE en la crisis y los efectos de la distensión monetaria en el crecimiento 2015-17

Madrid, 11 de julio de 2017

Josep Oliver Alonso (UAB i EuropeG)



**‘(... ) monetary policy has taken on too much of the burden of dealing with too-high debt and structural shortcomings, Negative side effects continue to grow so long as ultraloose policies persist. Monetary normalization should not be unduly delayed.’**

(Wolfgang Schäuble (2017), ‘We need a new global economic goal: resilience’, *Wall Street Journal*, 20 April)

**‘In light of the persistent crisis legacy and remaining vulnerabilities, the recovery is not yet sufficiently self-sustained to considerer a withdrawal of supportive macroeconomic policies.’**

(Marco Buti, Director General Economic and Financial Affairs, ‘European Economic Forecast, Spring 2017,’ *European Economy*, 053, May 2017)

## Sumario

### A. Desapalancamiento interno y exterior y cambios en su estructura 2012-2017

A1. Las bases del colapso 2011-12, la reducción del endeudamiento y las modificaciones en la composición por sectores de los pasivos exteriores 2012-17

A2. Endeudamiento de los sectores residentes no financieros: más deuda en 2017 por una reducción de la privada más que compensada por la pública

A3. Suave reducción del apalancamiento neto exterior 2014-2017

### B. El BCE y su papel en la reconducción de los problemas de financiación exterior (2010-13) y en la recuperación (2014-17)

B1. La actuación del BCE 2011-2017: impacto sobre el *redenomination risk* y la *fragmentación financiera*

B2. El BCE y otros vientos de cola: sus efectos en el crecimiento en España 2015-17

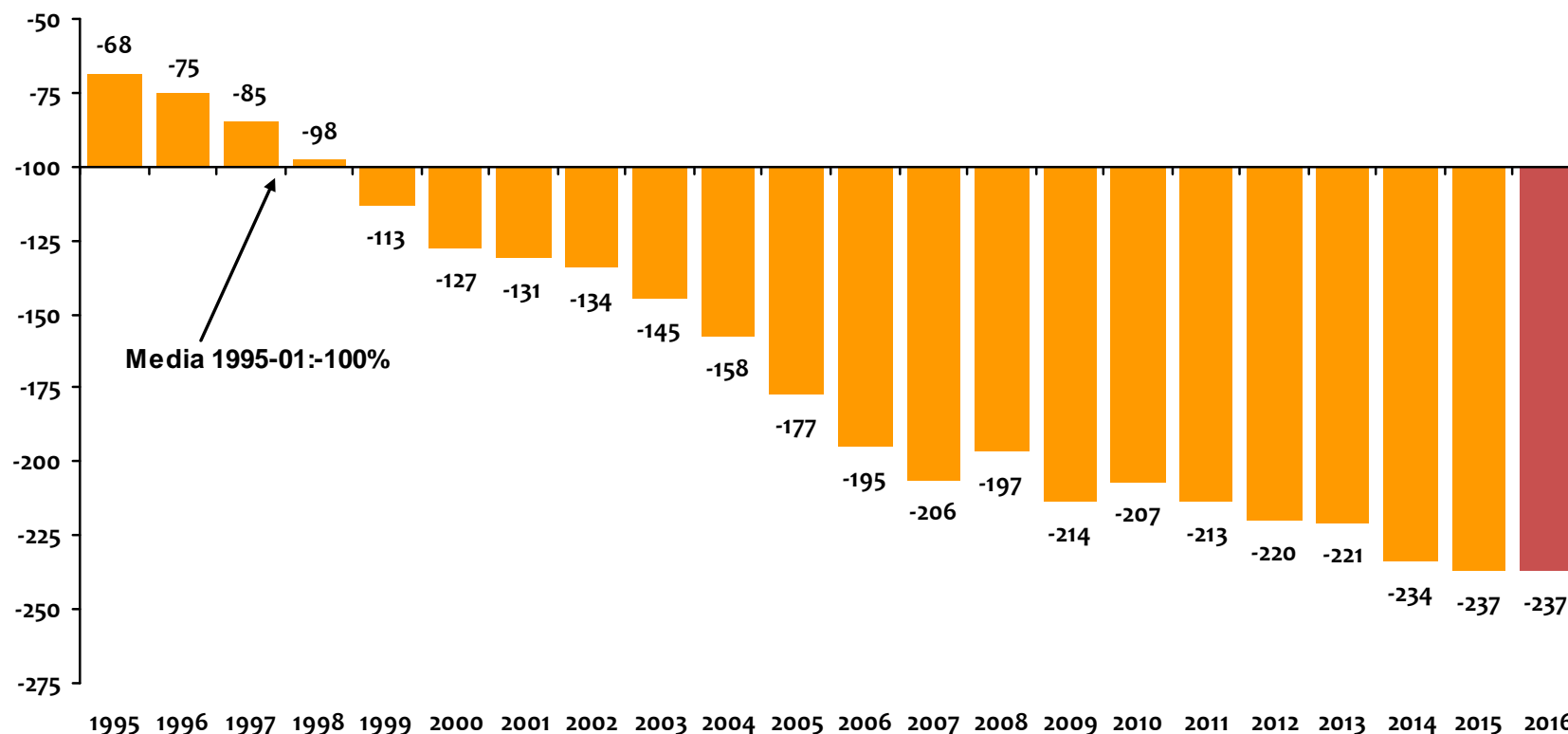
## **A. Desapalancamiento interno y exterior y cambios en su estructura 2012-2017**

## **A1. Las bases del colapso 2011-12, la reducción del endeudamiento y las modificaciones en la composición por sectores de los pasivos exteriores 2012-17**

Problemas de liquidez y refinanciación exterior (1). Tras el fuerte aumento previo a la crisis (del 100% del PIB en 1995-01 al 206% en 2006), desde 2014 los pasivos exteriores se mantienen en torno del 240% del PIB

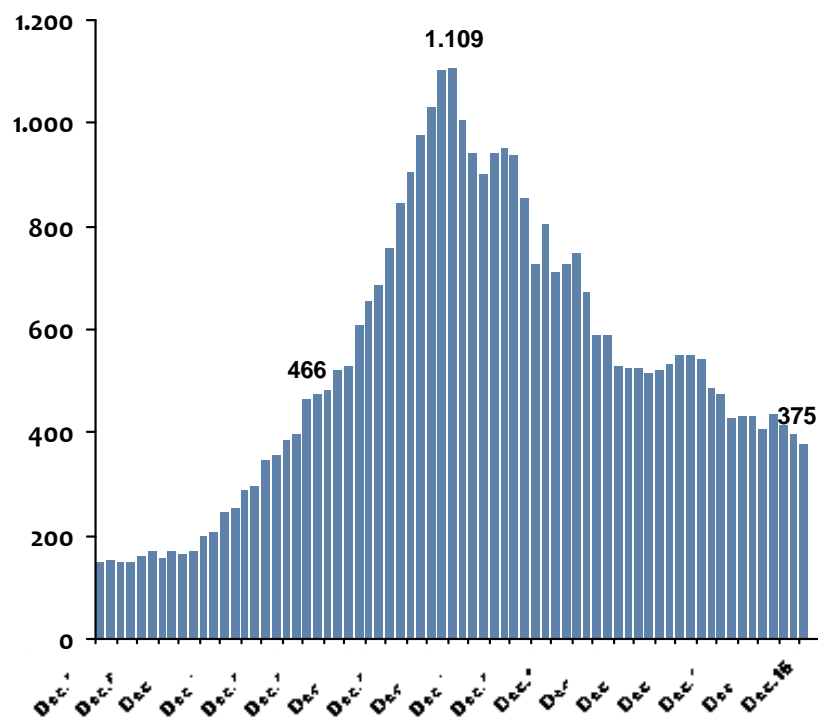
...

**Pasivos exteriores de España.  
1995-2016 (% PIB)**

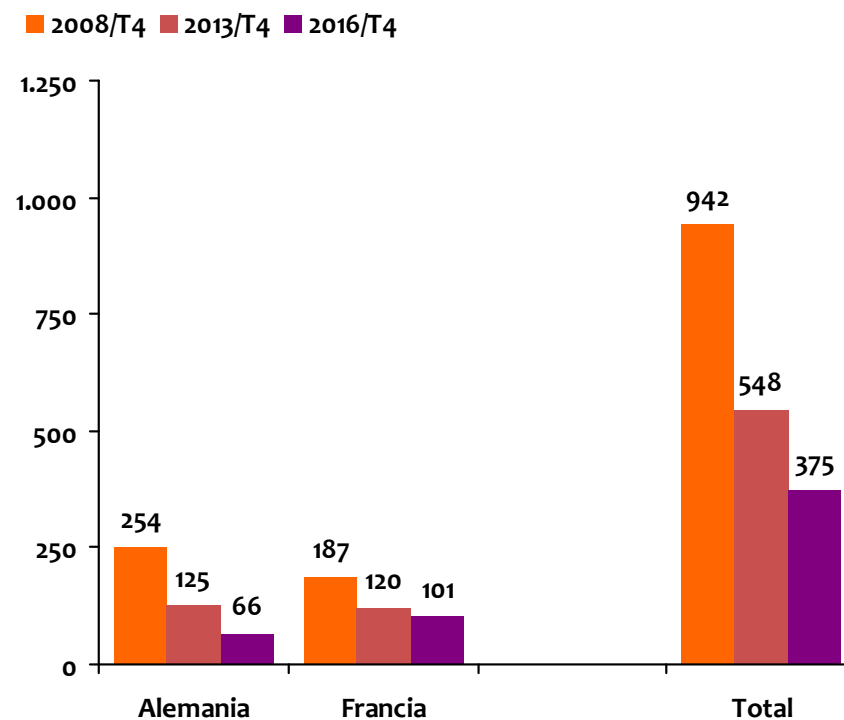


## Actuación de la banca internacional tras el *redenomination risk* y la fragmentación financiera: entre 2008/T4 y 2016/T4, caída del 66% desde los 1,1 billones a los 375 miles de millones de dólares

Activos de la banca internacional sobre España 1999/T4-2016/T4 (mm de \$)



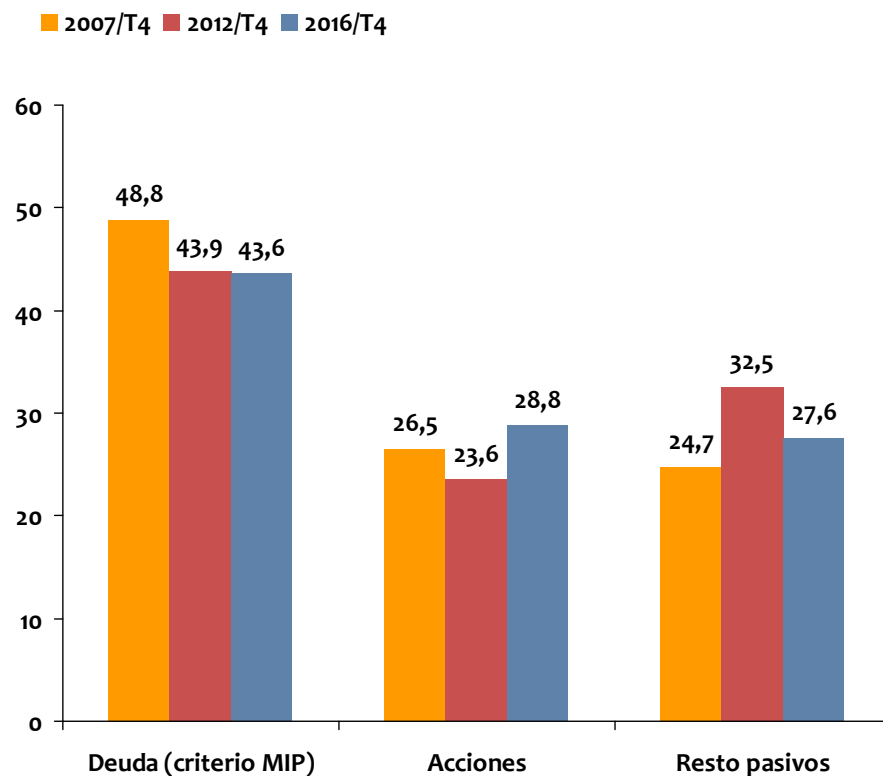
Detalle principales bancos acreedores por países 2008/T4-2016/T4 (mm de \$)



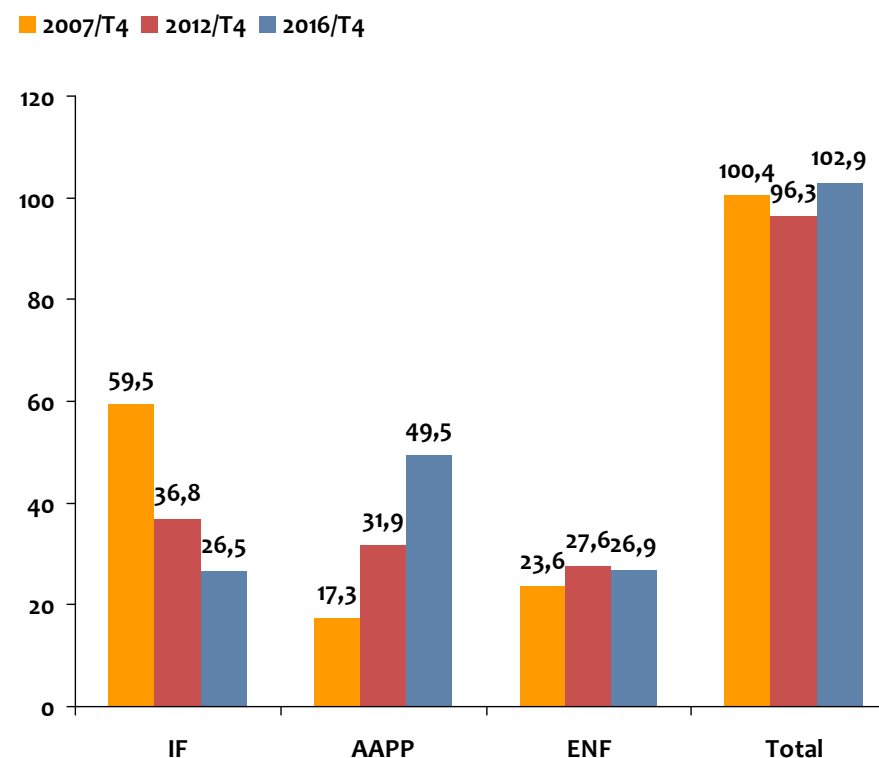
1. BIS: criterio 'consolidated; ultimate risk basis'.

## Unos pasivos exteriores que continúan muy sesgados hacia instrumentos de deuda, con cerca del 70% del total. Y que, según criterio MIP, se eleva a cerca del 100% del PIB

Pasivos exteriores totales de España<sup>1</sup>  
2007/T4-2016/T4 (% del total de pasivos)



Deuda exterior (criterio MIP) de España, por sector deudor 2007/T4-2016/T4 (% del PIB)

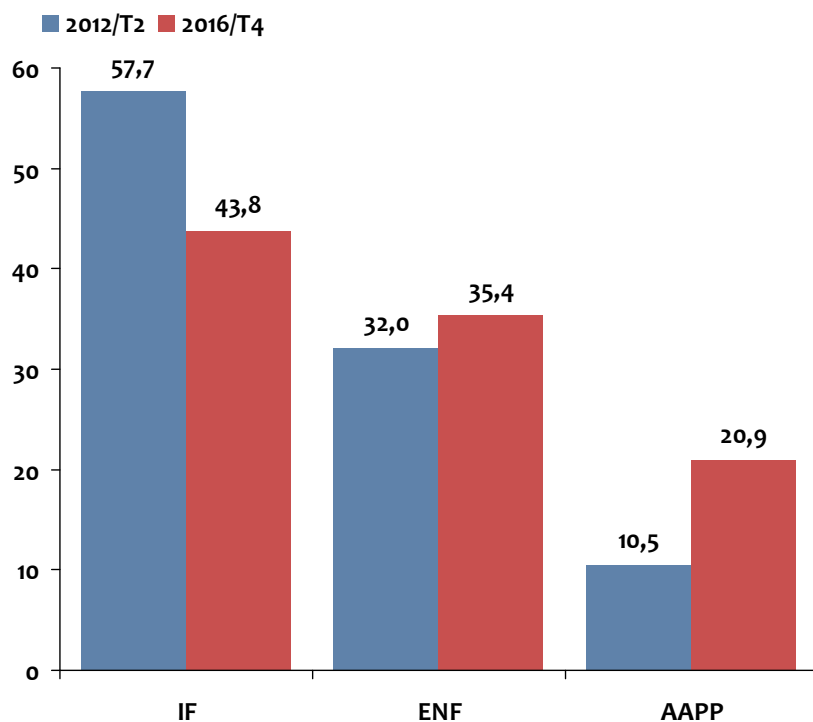


1. Deuda según criterio MIP: valores representativos de deuda y préstamos; Acciones: participaciones en capital y fondos de inversión; Resto de pasivos: efectivo y depósitos y otros pasivos (representaban, en 2016 /T4, un 25,3% y un 2,3% del total de pasivos exteriores, respectivamente).

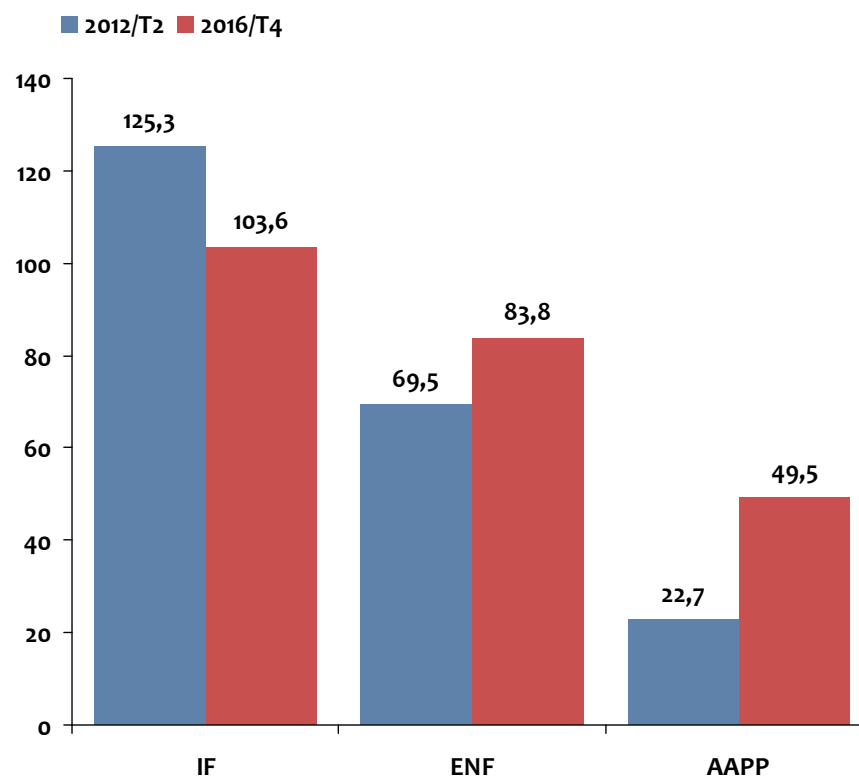


**Cambios en la estructura de los pasivos exteriores (2). En 2012-16, importante modificación en las contribuciones de los sectores institucionales: descensos de 21 puntos del PIB del sector financiero (del 125% al 104%) y aumentos de 27 puntos del sector público (del 23% al 50%) y de 14 puntos para las ENF (del 70% al 84% del PIB)...**

**Pasivos exteriores de España, por sectores institucionales<sup>1</sup> 2012-2016**  
(% del total de pasivos exteriores)



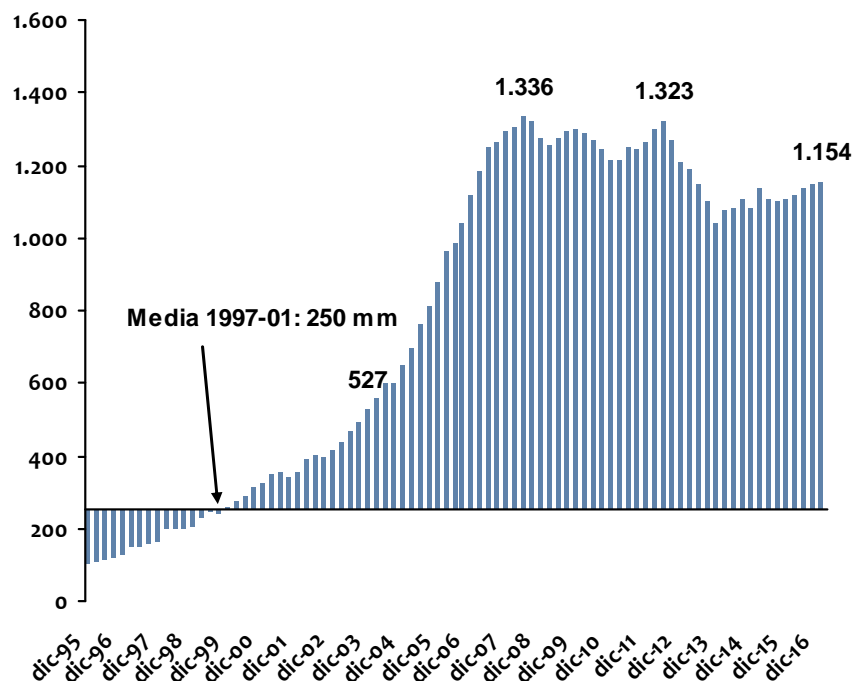
**Pasivos exteriores de España, por sectores institucionales 2012-2016 (% del PIB)**



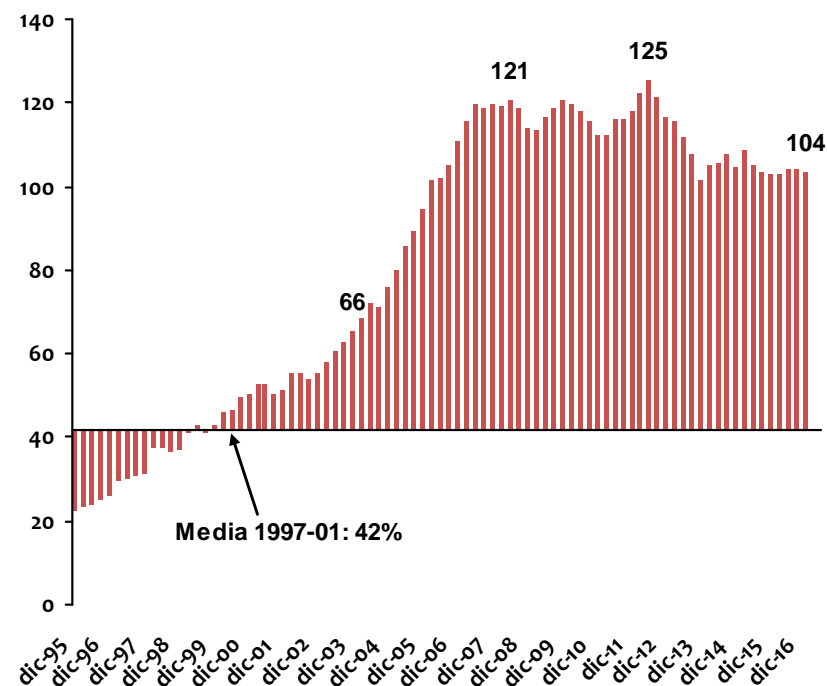
1. Para alcanzar el 100% del total de pasivos de la Economía Nacional frente el Resto del Mundo falta incluir la aportación de hogares y la posición de oro y DEG que, en 2016/T4, representaban un 0,1% y un 0,2% de los pasivos brutos, respectivamente. 9

## La reducción de los pasivos exteriores del sector financiero en perspectiva: caída de cerca de 20 puntos del PIB, desde el máximo histórico del 125% en 2012/T2 (muy por encima del 40% de 1997-04) al 105% en 2016/T4

Pasivos exteriores<sup>1</sup> del sector financiero español<sup>2</sup>. 1995/T4-2016/T4 (mm EUR)



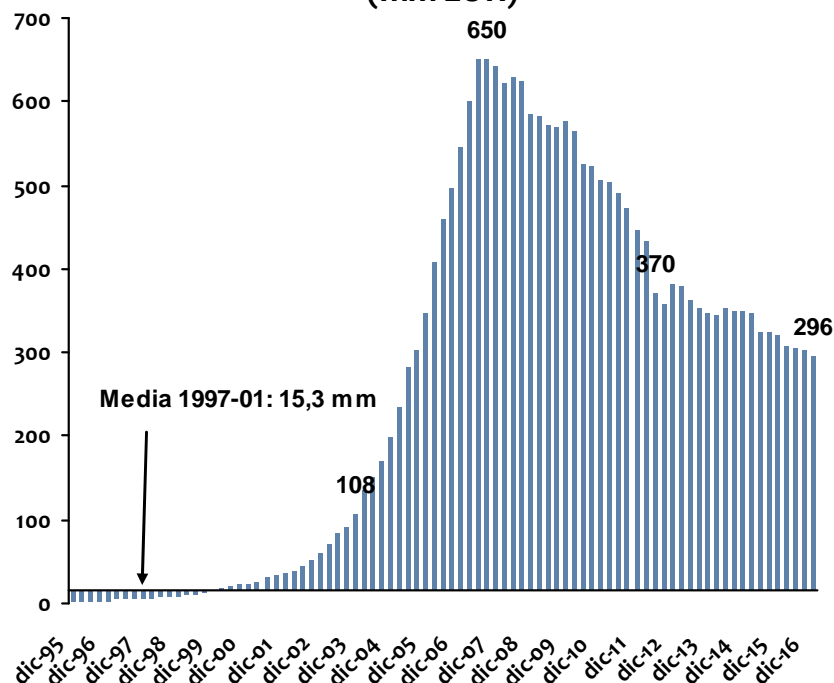
Pasivos exteriores<sup>1</sup> del sector financiero español.<sup>2</sup> 1995/T4-2016/T4 (% del PIB)



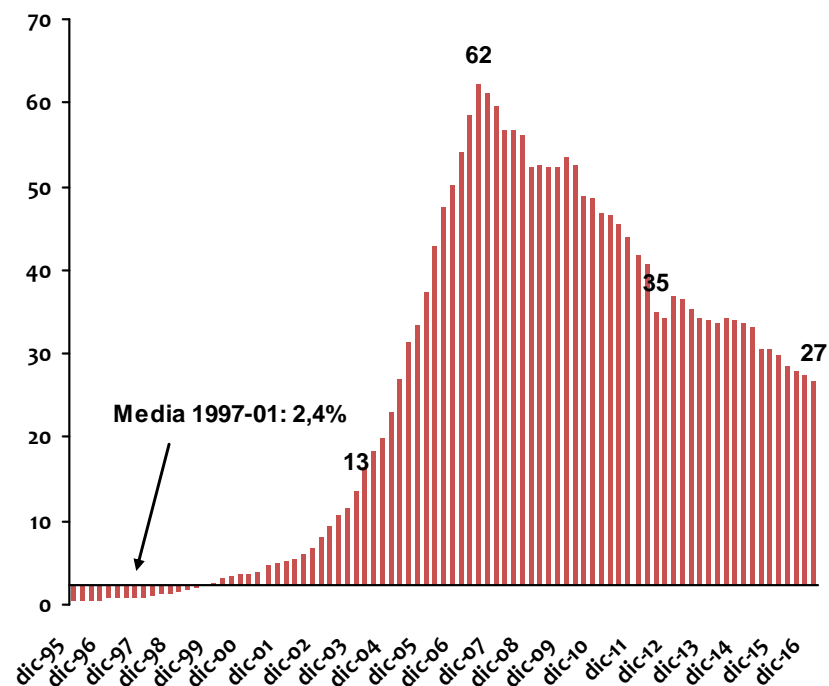
1. Total de pasivos: deuda y préstamos, acciones y otros pasivos (efectivo, depósitos y otros pasivos); 2. Total del sector S.12 (Instituciones Financieras). Comprende S.121 (Banco de España), S.122/123 (Otras Instituciones Financieras Monetarias), S.124 (Fondos de inversión no monetarios), S.125 /127 (Otras Instituciones Financieras No Monetarias), S.128 (Empresas de seguros) y S.129 (Fondos de pensiones).

... que para el conjunto del sector financiero y en términos de deuda (criterio MPI) ha significado una reducción relativa superior, unos 35 puntos del PIB: del máximo del 62% del PIB en 2007/T2 al 27% en 2016/T4...

Deuda exigible exterior (criterio MPI) del sector financiero español.<sup>1,2</sup> 1995/T4-2016/T4 (mm EUR)



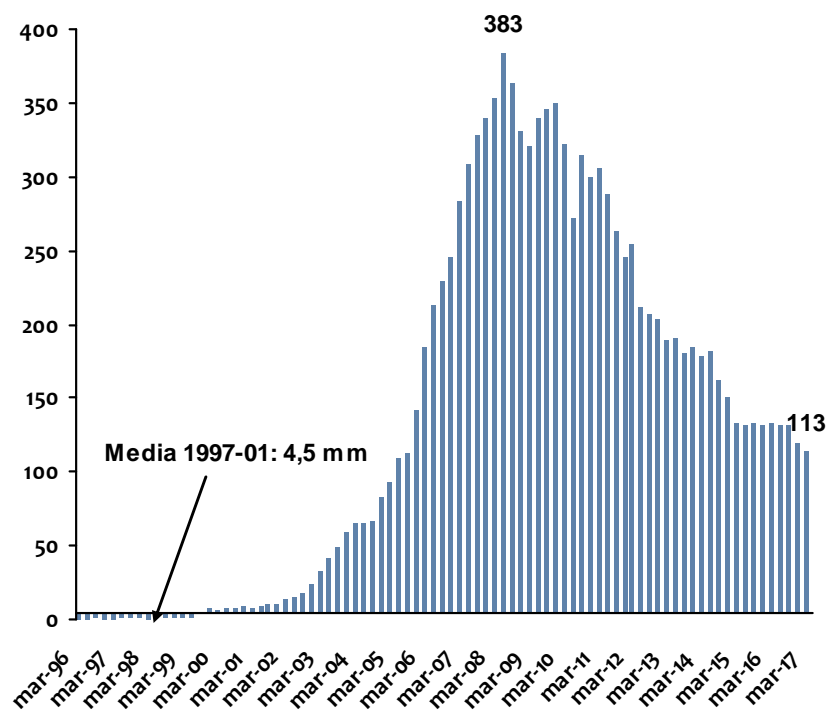
Deuda exigible exterior (criterio MPI) del sector financiero español.<sup>1,2</sup> 1995/T4-2016/T4 (% del PIB)



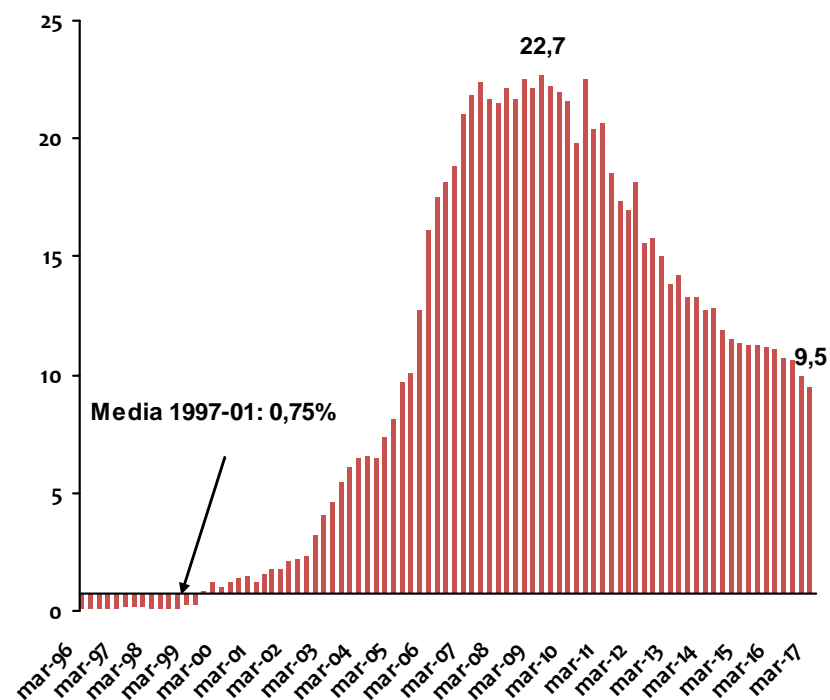
1. Deuda exigible según criterio MIP: valores representativos de deuda y préstamos (no incluye oro y DEG, efectivo y depósitos, participaciones en capital y fondos de inversión, seguros, pensiones y garantías estandarizadas y otros pasivos); 2. Total del sector S.12 (Instituciones Financieras). Comprende S.121 (Banco de España), S.122/123 (Otras Instituciones Financieras Monetarias), S.124 (Fondos de inversión no monetarios), S.125/127 (Otras Instituciones Financieras No Monetarias), S.128 (Empresas de seguros) y S.129 (Fondos de pensiones).

... una contracción relativa más relevante de las emisiones de deuda exterior del sector bancario estrictamente entre 2008/T2 y 2017/T1: del 22% al 10% del PIB ...

Deuda internacional emitida por la banca española<sup>1</sup>. 1995/T4-2017/T1 (mm \$)



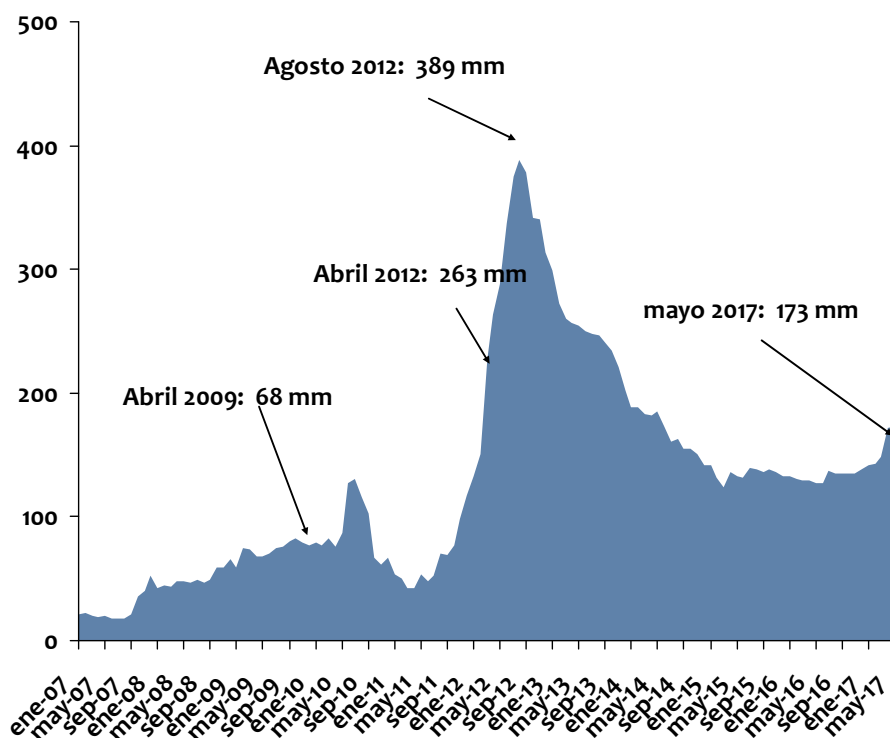
Deuda internacional emitida por la banca española<sup>1</sup> 1995/T4-2017/T1 (% del PIB)



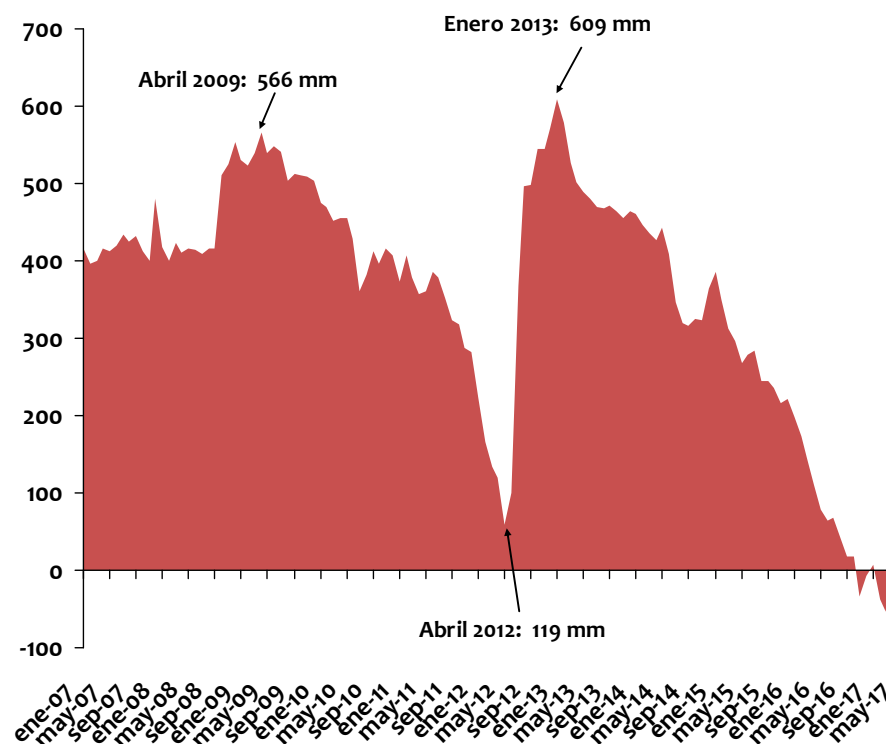
1. Definición BIS: banca no pública.

... y con una sustitución parcial de deuda privada por pública en la financiación exterior de la banca española: excepcional apelación al BCE (390 mm de euros en 2012/M8), un volumen que se ha reducido un 56% en 2017/M5 (hasta los 173 mm) ...

Préstamo neto<sup>1</sup> del BCE a la banca española  
2007-2017 (mm EUR)



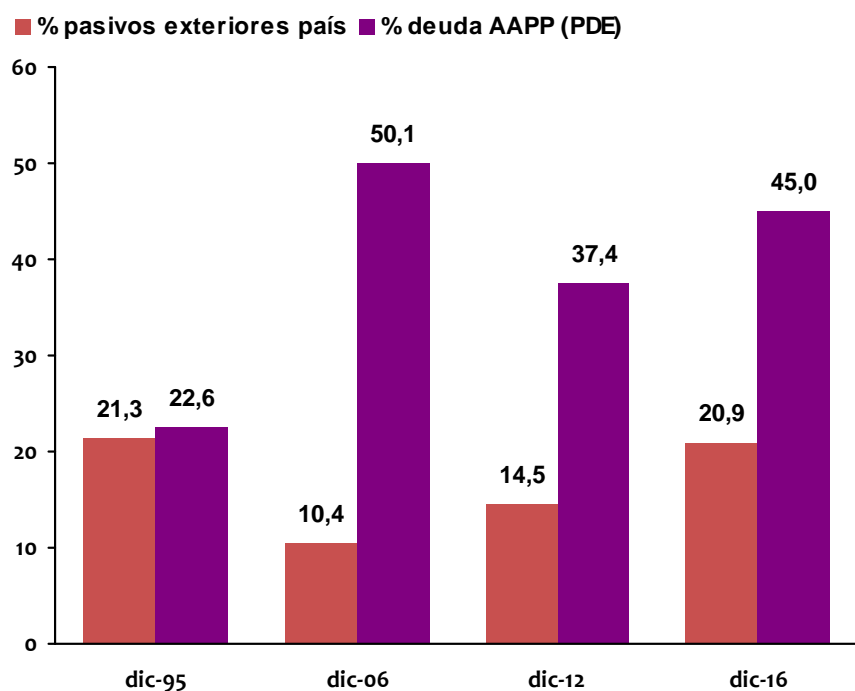
Préstamo neto<sup>1</sup> del BCE a la banca de la eurozona  
(excluida España) 2007-2017 (mm EUR)



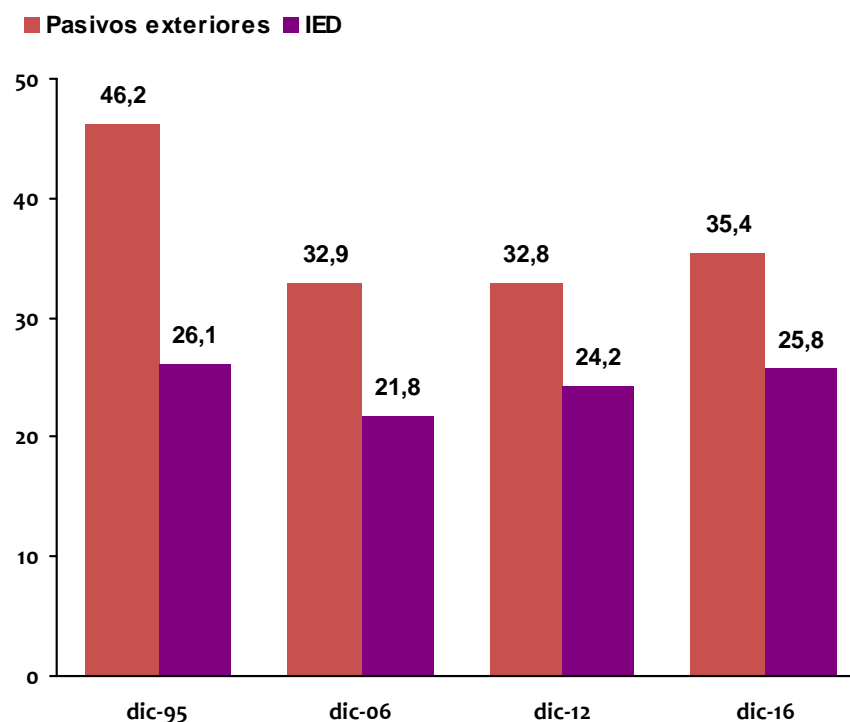
1. Préstamo neto: Operaciones Principales de Financiación (crédito usualmente a 1 semana), más Operaciones de Financiación a largo plazo (de 1 mes a 4 años), más Facilidades Permanentes (facilidad marginal de crédito a 1 día y facilidad de depósito a 1 día).

Para las AAPP, importante aumento de los pasivos en manos del resto del mundo, desde el 14,5% de 2012/T4 al 20,9% de 2016/T4 e incremento moderado para las empresas no financieras (del 32,8% al 35,4% del total de pasivos exteriores del país)

Deuda de las AAPP (protocolo de déficit excesivo) en manos de no residentes.  
1995/T4-2016/T4 (en %)



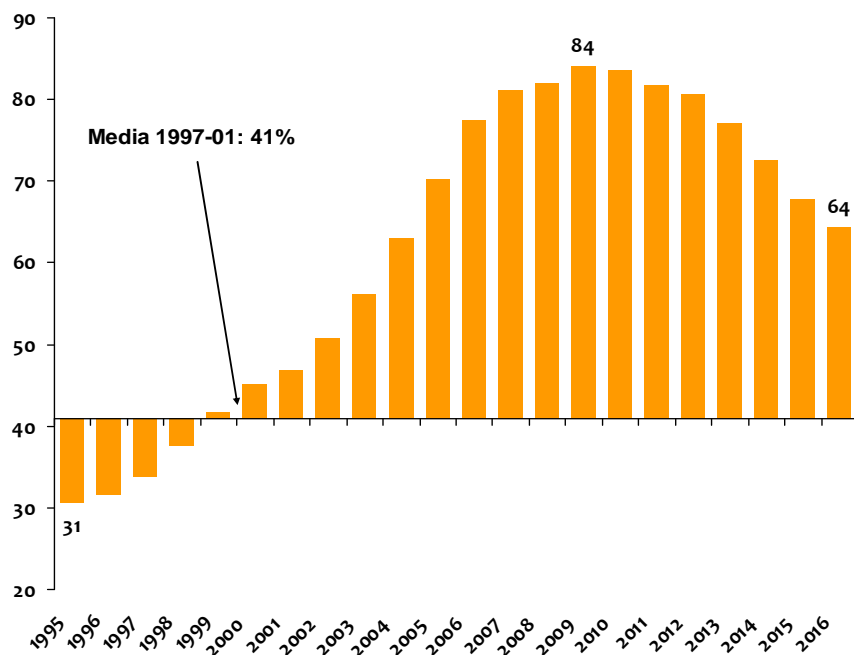
Pasivos exteriores e IED de las ENF.  
1995/T4-2016/T4 (% del total)



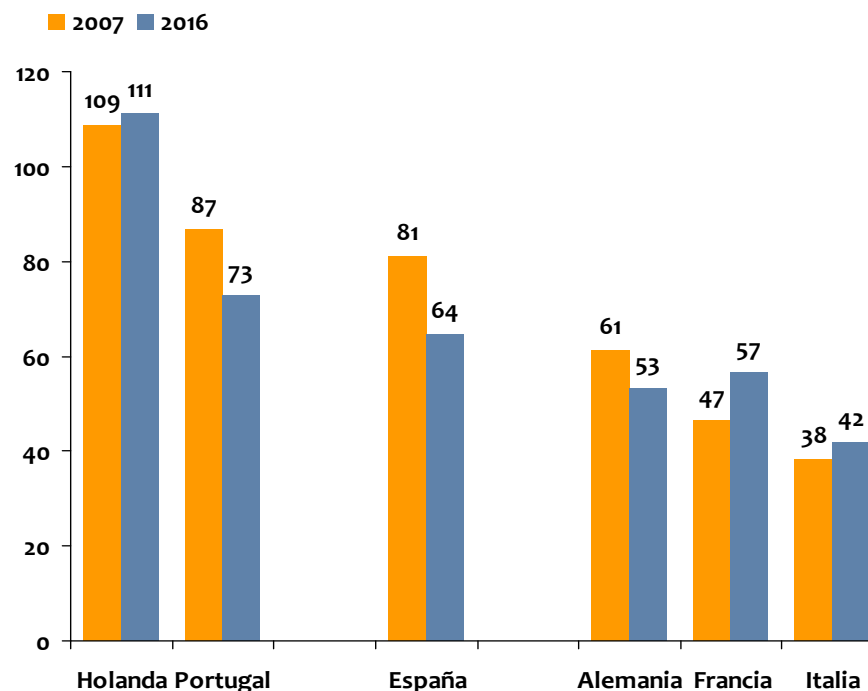
## **A2. Endeudamiento de los sectores residentes no financieros: más deuda en 2017 por una reducción de la privada más que compensada por la pública**

Reducción del endeudamiento privado (1). Hogares: unos 20 puntos del PIB (del 84% del PIB de 2009 al 64% de 2016), aunque todavía necesitaría otros 10/20 puntos para situarse en valores similares a los de Alemania o Italia, o para recuperar registros previos a la gran expansión ...

Deuda consolidada<sup>1</sup> de los hogares en España  
1995-2016 (% del PIB)



Deuda consolidada<sup>1</sup> de hogares en España y otros  
países del euro. 2007-2016 (% del PIB)

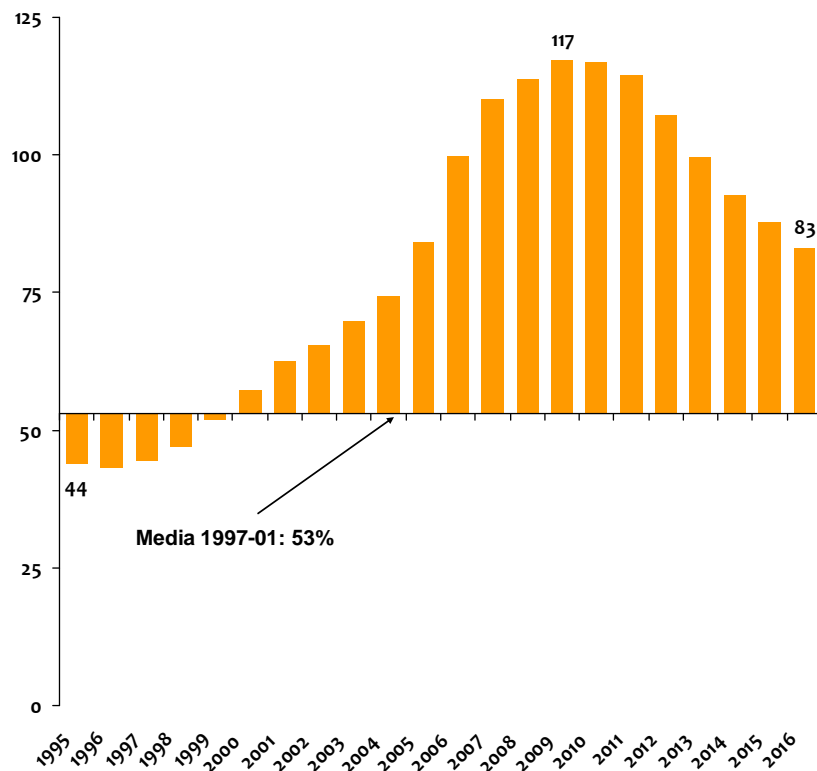


1. Deuda según criterio MIP: valores representativos de deuda y préstamos.

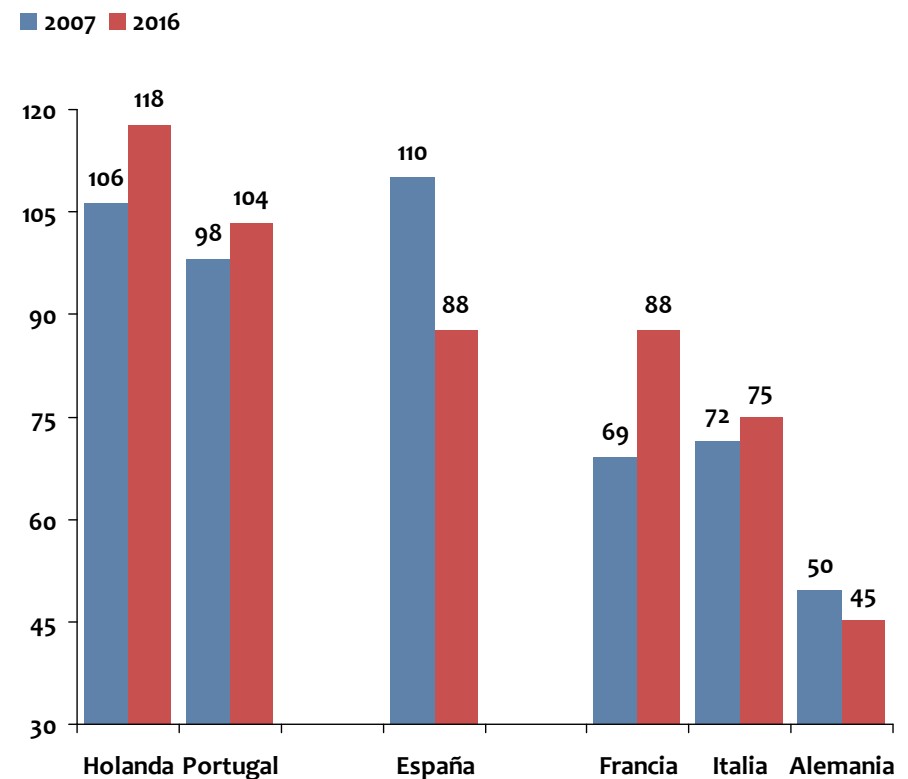


## Empresas no financieras: más importante contracción (35 puntos del PIB), aunque todavía muy por encima de las ENF de Alemania (40 puntos del PIB) o de los registros de 1997-01 ...

Deuda consolidada<sup>1</sup> de las ENF españolas  
1995-2016 (% del PIB)



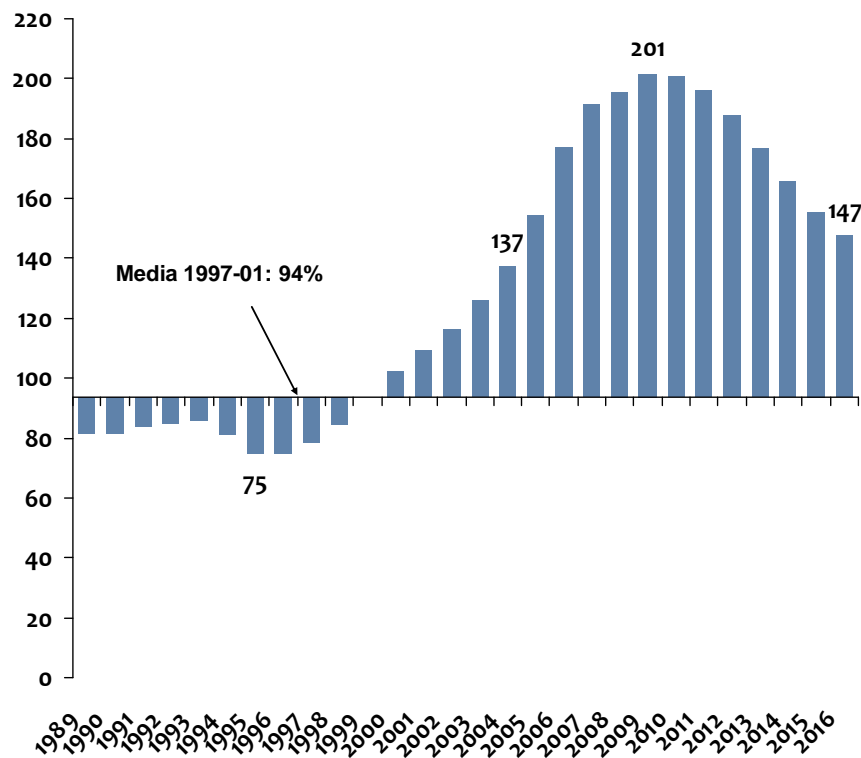
Deuda consolidada<sup>1</sup> de las ENF en algunos países  
del euro 2007-2015 (% del PIB)



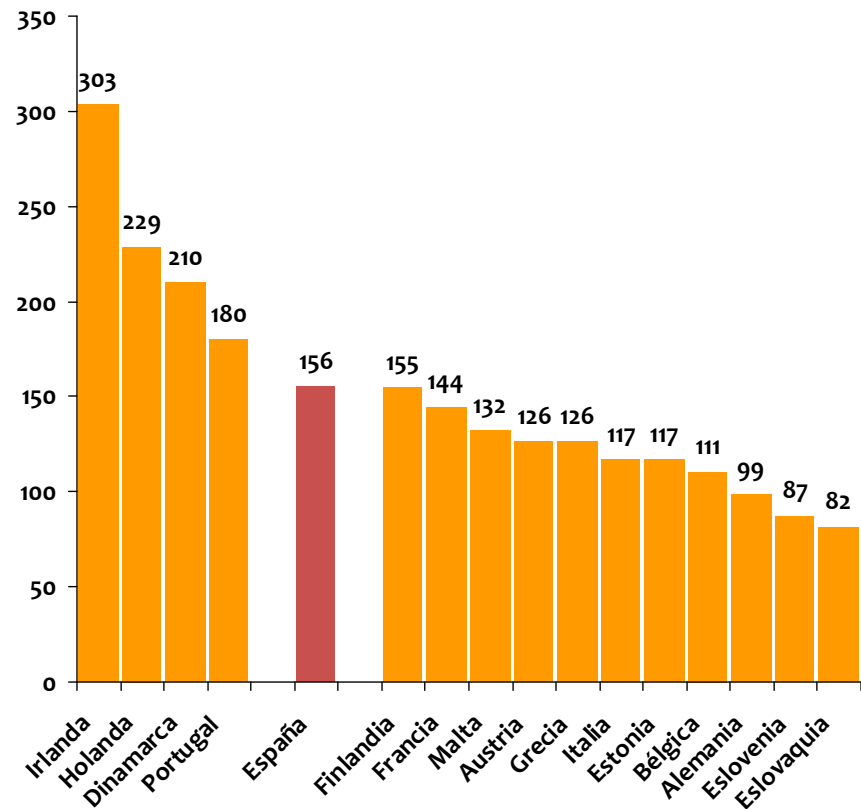
1. Deuda según criterio MIP: valores representativos de deuda y préstamos.

Conjunto del sector privado no financiero: contracción de unos muy notables 55 puntos del PIB, aunque todavía muy superior al endeudamiento privado en Italia (40 puntos del PIB), Alemania (55 puntos del PIB) o de los valores de 1997-01 (unos 50 puntos del PIB) ...

Deuda privada consolidada a España  
1989-2016 (% del PIB)

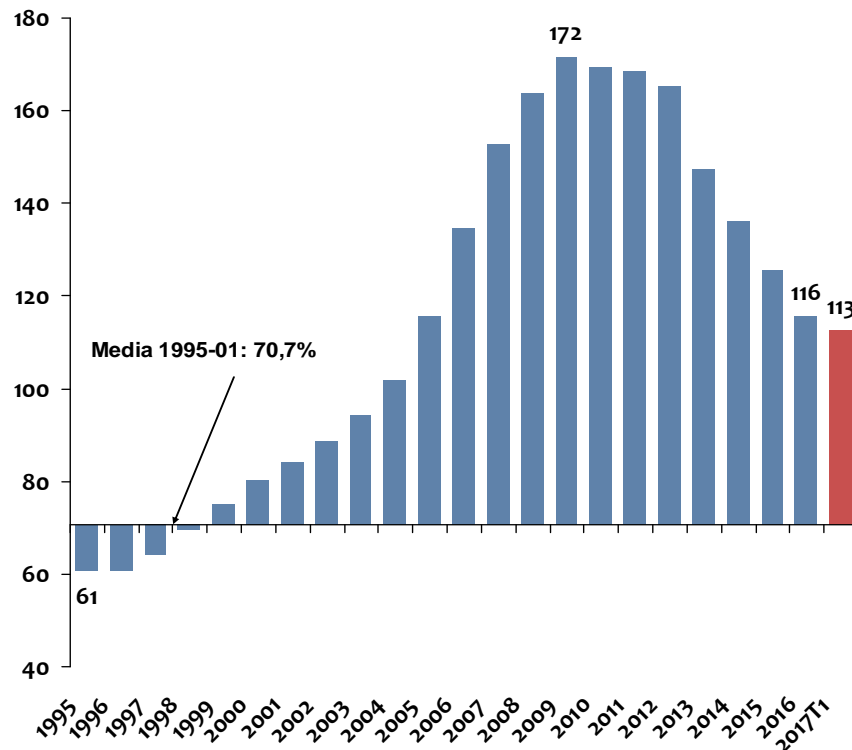


Deuda privada consolidada a España y en el área del euro. 2015 (% del PIB)

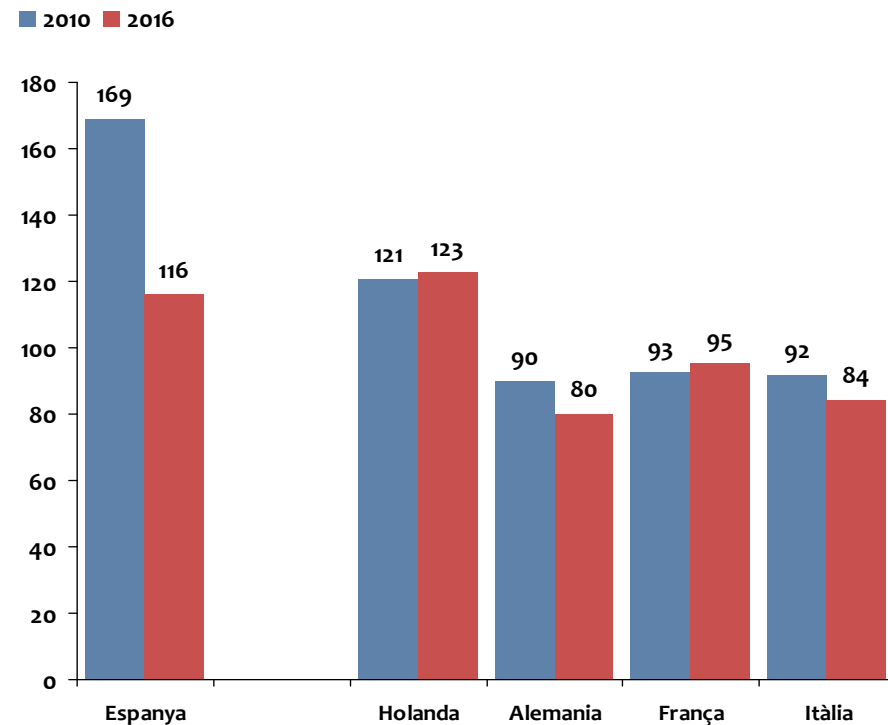


... que, básicamente, expresa la contracción del stock de crédito al sector privado, en el entorno también de los 55 puntos del PIB, desde el máximo del 172% de 2009 al 113% de 2017/T1, un registro todavía substancialmente superior a los de Alemania (en 36 puntos del PIB), Francia (21 puntos) o Italia (32 puntos) ...

Crédito al sector privado en España.  
1995-2017/T1 (% del PIB)

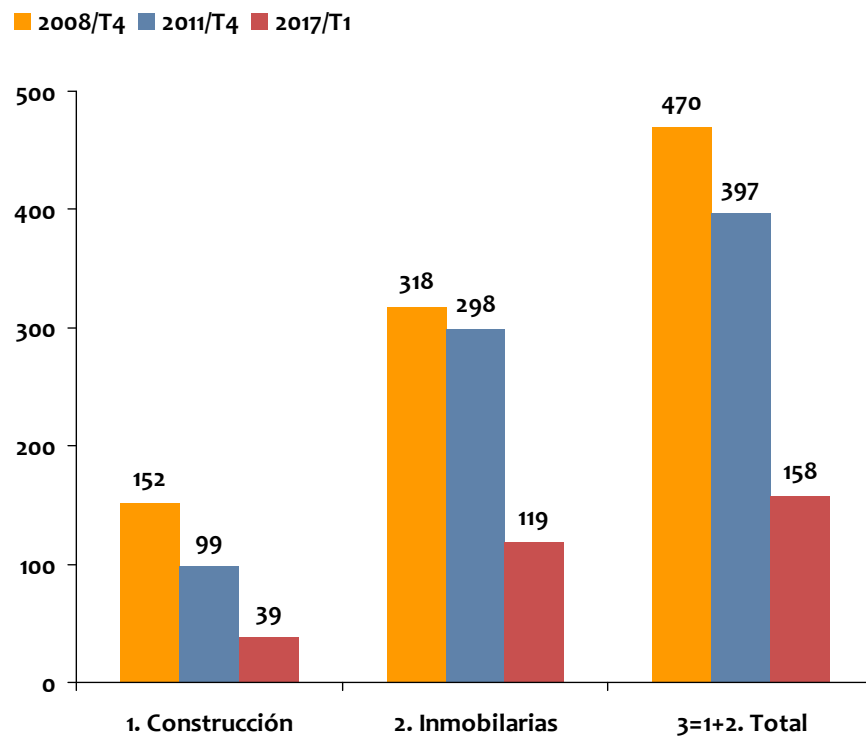


Crédito al sector privado en España y algunos países del area del euro. 2010-2016 (% del PIB)

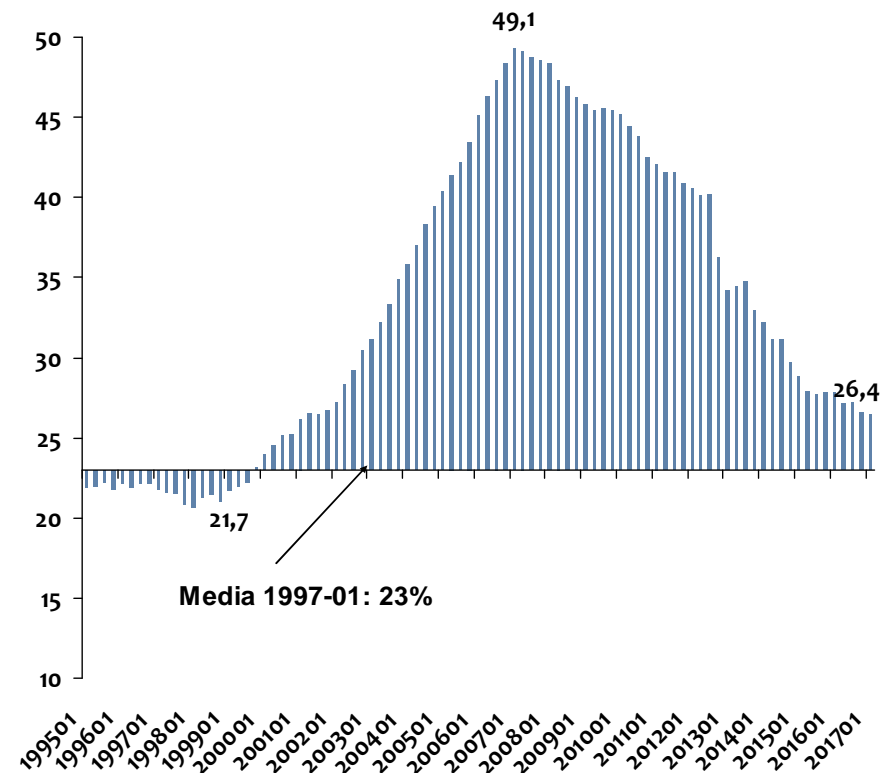


... reflejo, a su vez, del colapso del crédito dirigido a la construcción e inmobiliarias, de forma que el vinculado a la construcción aporta ya sólo el 26% del productivo (una reducción de cerca del 50%)

Crédito a actividades productivas de la construcción. 2008/T4-2017/T1 (mm euros)

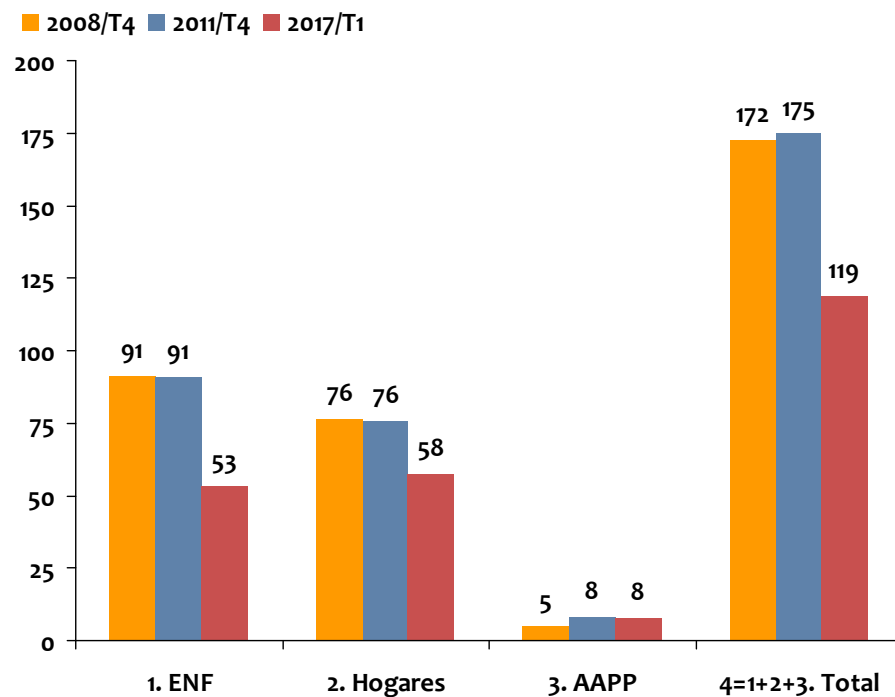


Crédito a actividades de la construcción y inmobiliarias 1995-2017/T1 (% del total a actividades productivas)

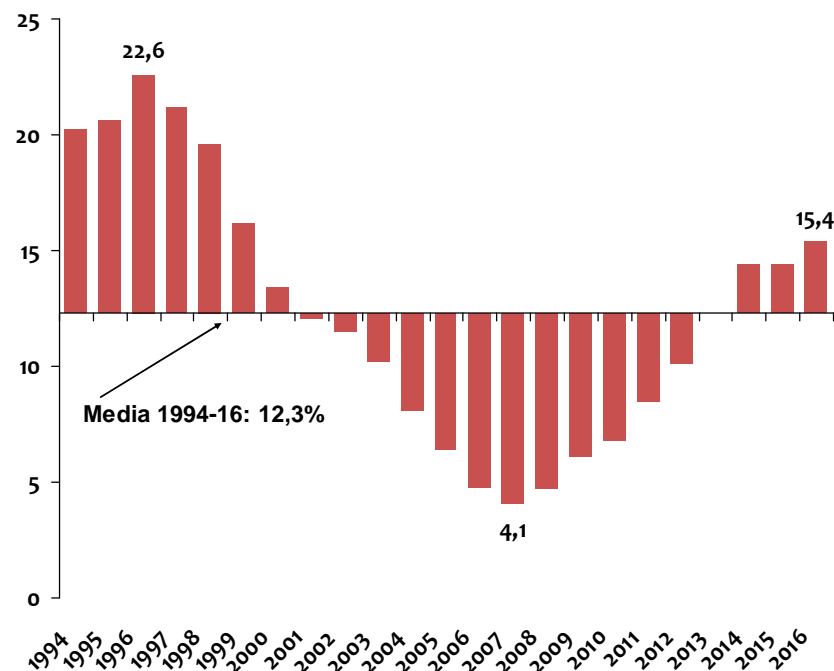


... con lo que el crédito total (al sector privado y al público) se ha contraído desde el 178% del PIB (máximo histórico) al 119% de 2017T1, al tiempo que aumentaban las compras de deuda pública por la banca española (del 4% del total de los activos de la banca española en 2007 al 15% en 2016) ...

**Crédito en España, por sectores institucionales.  
2008/T4-2017/T1 (% del PIB)**



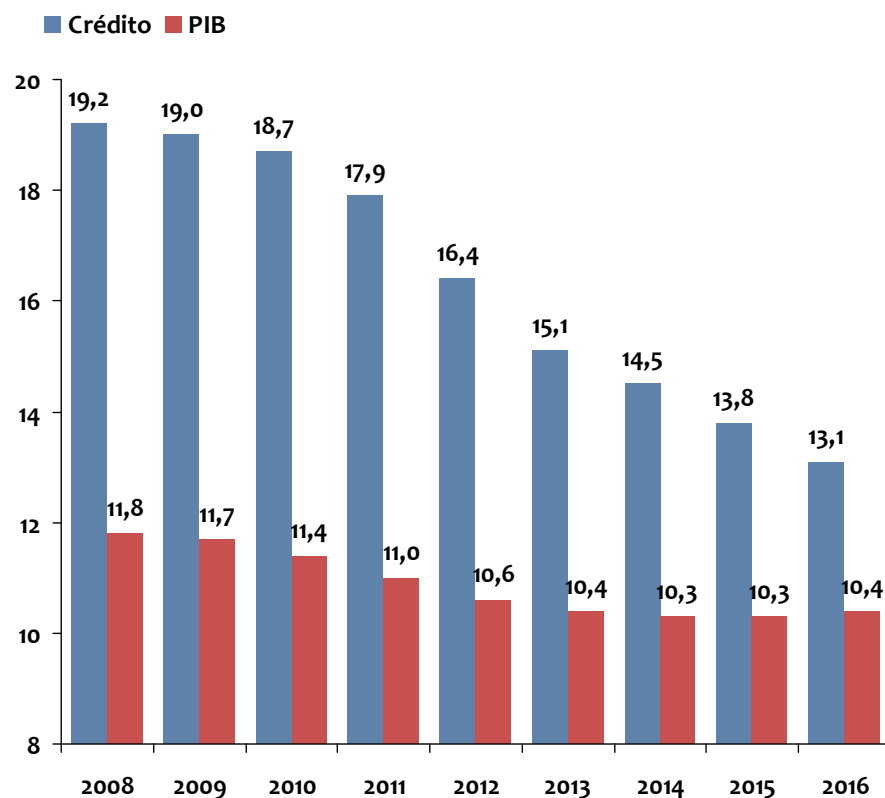
**Pasivos de las AAPP en el activo de las IF<sup>1</sup>  
1994-2016 (% del activo)**



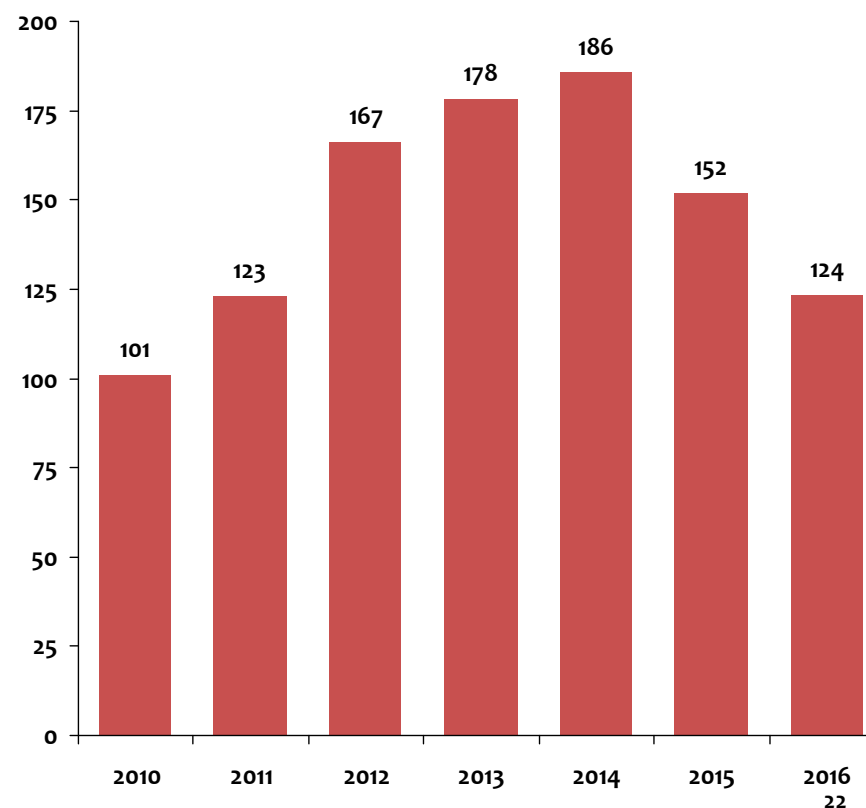
1. El sector S.12 (Instituciones Financieras) comprende S.121 (Banco de España), S.122/123 (Otras Instituciones Financieras Monetarias), S.124 (Fondos de inversión no monetarios), S.125 /127 (Otras Instituciones Financieras No Monetarias), S.128 (Empresas de seguros) y S.129 (Fondos de pensiones).

A pesar de su reducción, el crédito al sector privado en 2016 representa aún más del 13% del de la eurozona (un PIB del 10,4%), lo que sitúa su exceso en 2016 de unos 270 mm de euros, de los que cerca de la mitad (124 mm) serían crédito dudoso

PIB y crédito al sector privado en España  
2008-2016 (en % del total de la eurozona)

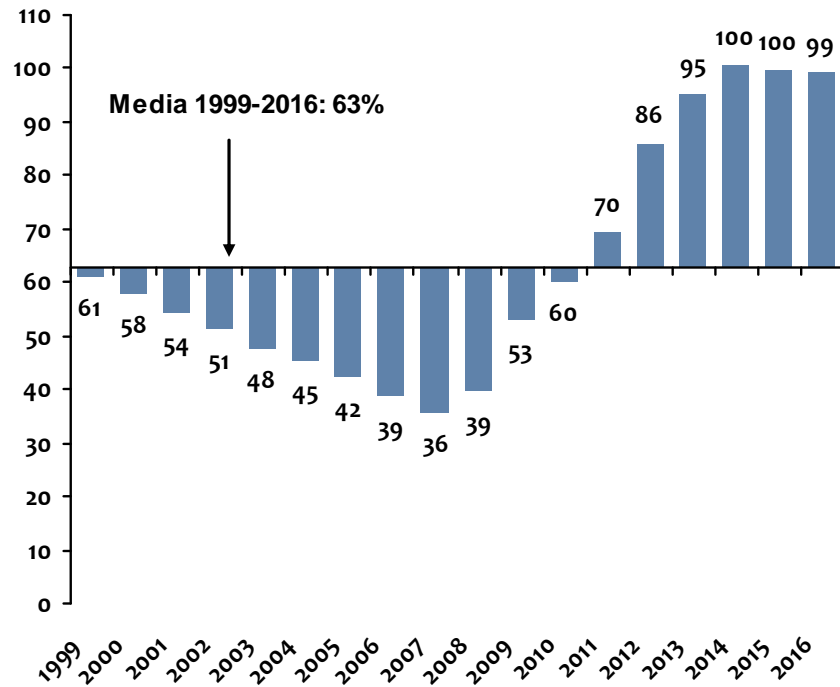


Entidades de crédito españolas: crédito moroso  
2010-2016<sup>1</sup> (mm de euros)

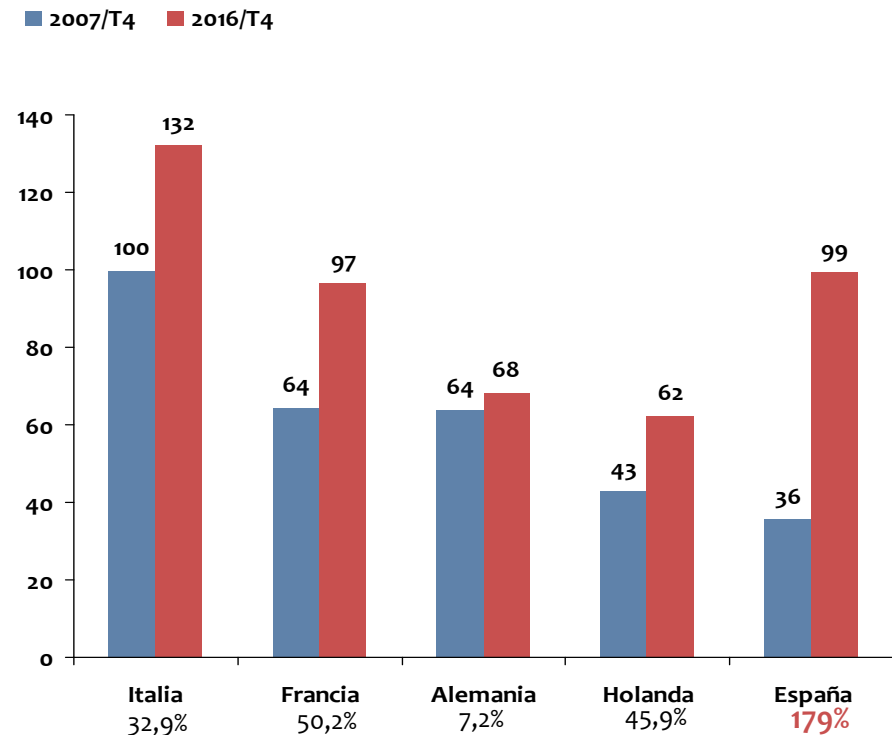


## Aumento del endeudamiento público (2). Un incremento próximo a los 65 puntos del PIB desde 2007, el crecimiento más intenso de la Eurozona (25 puntos del PIB en promedio), situándose en el entorno del 100% del PIB...

Deuda de las AAPP<sup>1</sup> en España.  
1999-2016 (% del PIB)



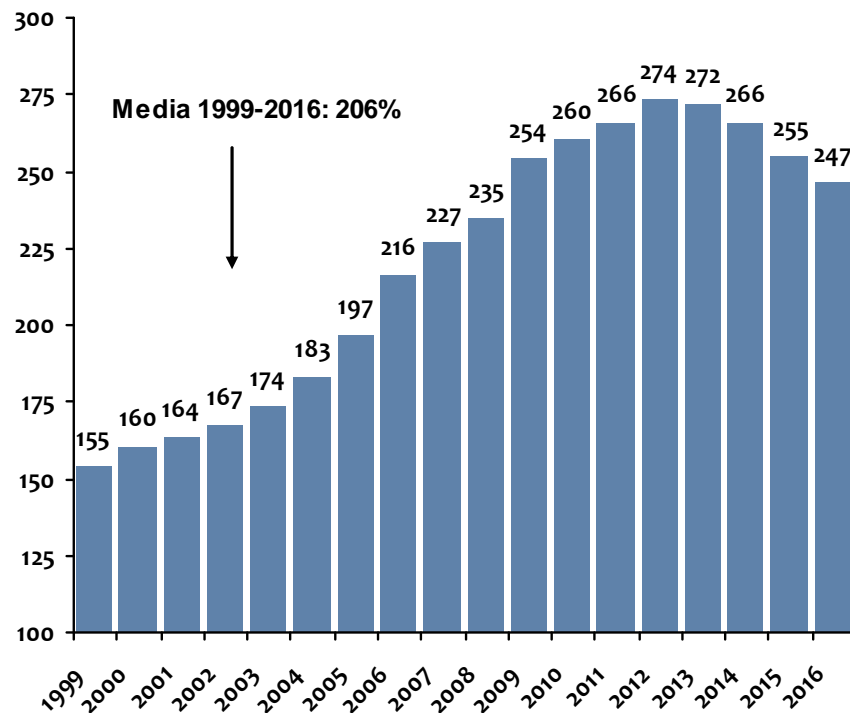
Deuda de las AAPP<sup>1</sup> en España y algunos países de la eurozona. 2007/T4-16/T4<sup>2</sup> (% del PIB)



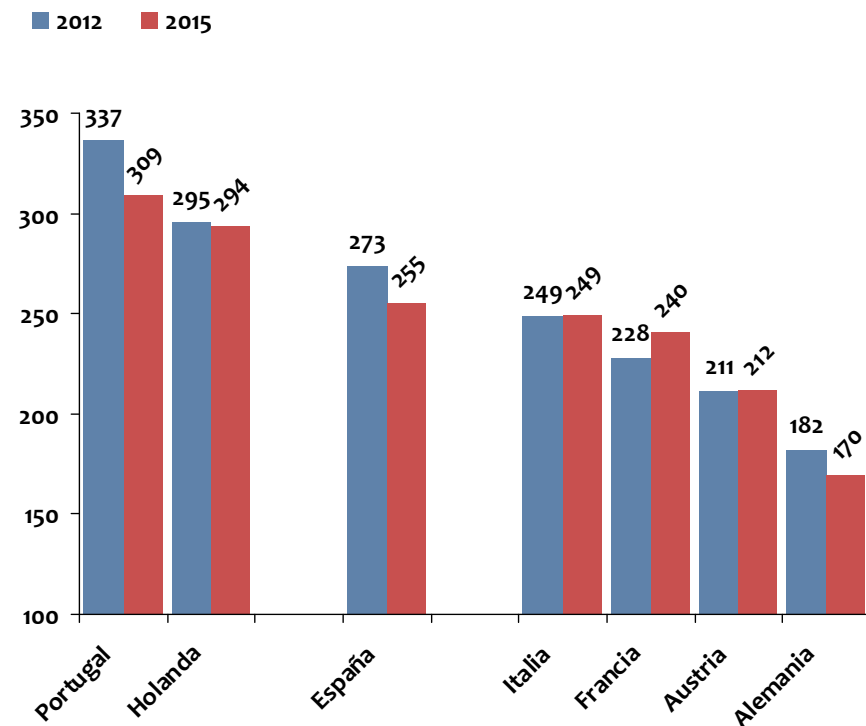
1. Deuda pública según definición del Procedimiento de Déficit Excesivo; 2. Datos en el cuarto trimestre de cada año.

**E incremento final del endeudamiento global de los sectores residentes (3). La deuda de los sectores no financieros (hogares, ENF y AAPP) es hoy un 247% del PIB, unos 50 puntos del PIB por encima del 227% de 2007, un registro muy superior, en más del 70% del PIB, a la situación de Alemania (170% de su PIB)**

Deuda<sup>1</sup> de los sectores no financieros (privados y AAPP) en España. 1999-2016 (% del PIB)



Deuda<sup>1</sup> de los sectores no financieros (privados y AAPP) en España y países de la eurozona 1995-2015 (% del PIB)

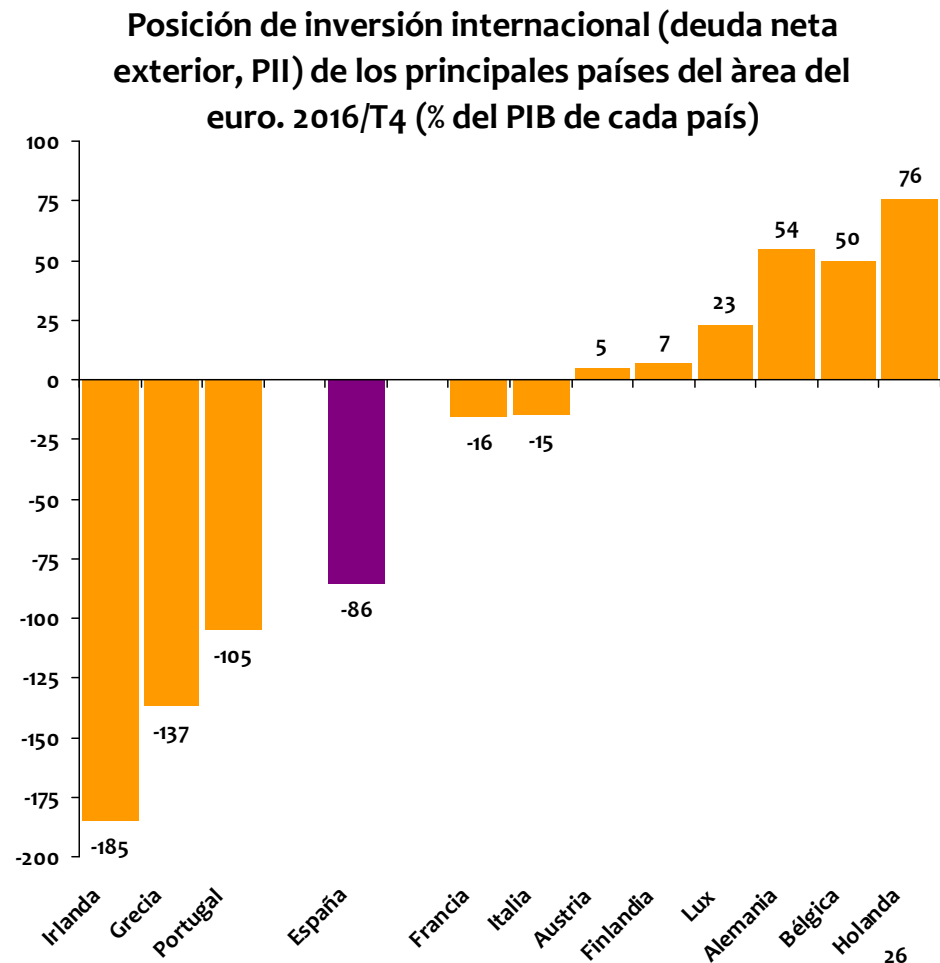
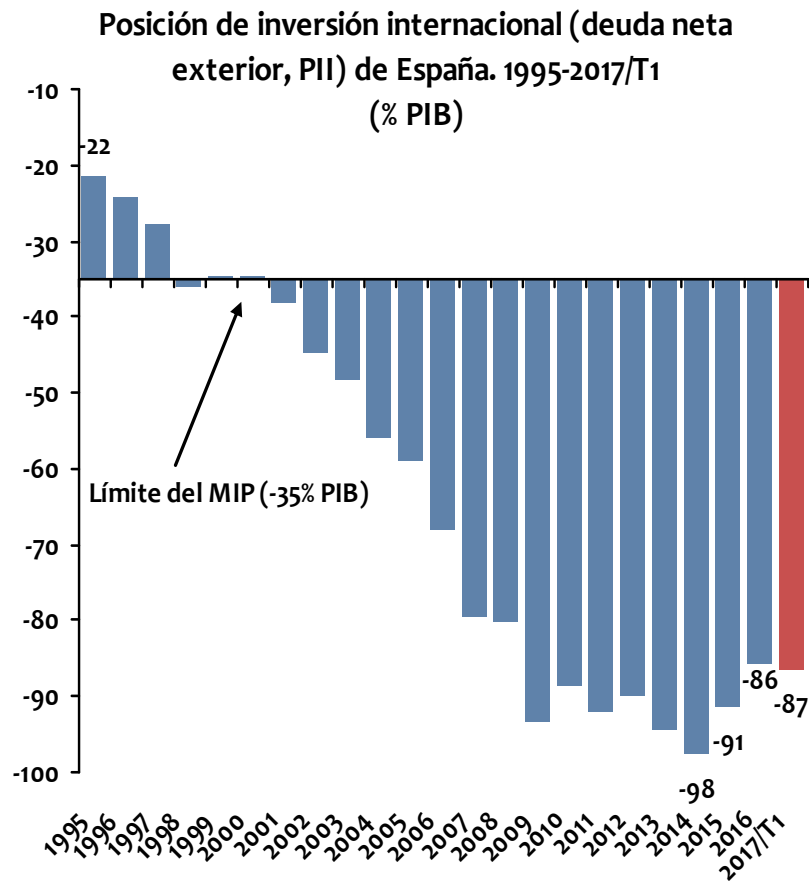


1. Deuda privada consolidada según criterio MPI (en forma de títulos de deuda y préstamos) como suma de los stocks de pasivos consolidados de ENF, hogares e ISAL (instituciones sin ánimo de lucro al servicio de los hogares). La deuda de las AAPP, según protocolo de déficit excesivo.



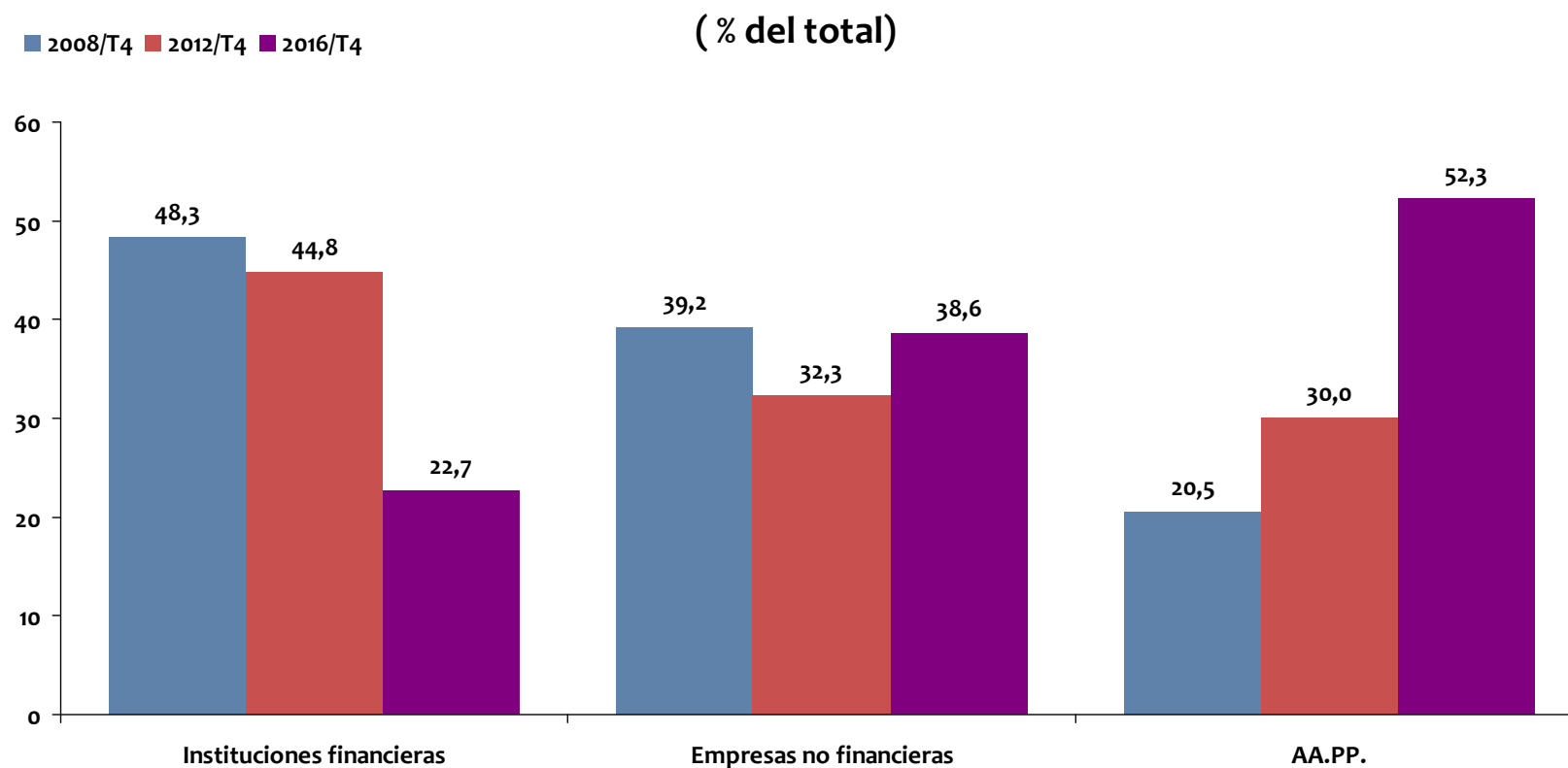
## **A3. Suave reducción del apalancamiento neto exterior 2014-2017**

Problemas de solvencia exterior (1). En 2017/T1 continuamos con una muy elevada posición de inversión internacional (PII) del 87% del PIB, aunque a partir de 2014 ha iniciado su reducción, muy por encima del límite MIP (35%) o de los registros de Italia (-15%), Francia (-16%) o Alemania (+54%) ...



... aunque con importantes modificaciones en su composición por sectores institucionales: creciente protagonismo de las AAPP que, a finales de 2016, aportaban ya más del 50% de la deuda neta exterior, mientras las IF reducían su peso desde cerca del 50% de 2008/T4 al 23% de 2016/T4...

Posición de Inversión Internacional (deuda neta exterior, PII) de España respecto del resto del mundo, por sectores institucionales. 2008/T4-2016/T4<sup>1</sup>



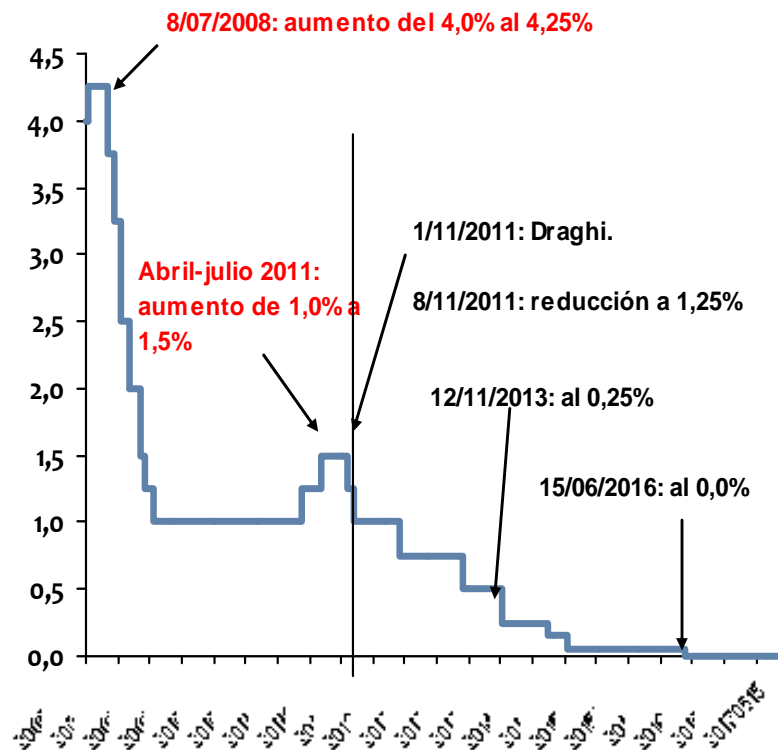
1. No se incluye al sector hogares y al oro y los DEG que, en 2016/T4, mantenían un saldo positivo frente al resto del mundo del 13,6%.

## **B. El BCE y su papel en la reconducción de los problemas de financiación exterior (2010-13) y en la recuperación (2014-17)**

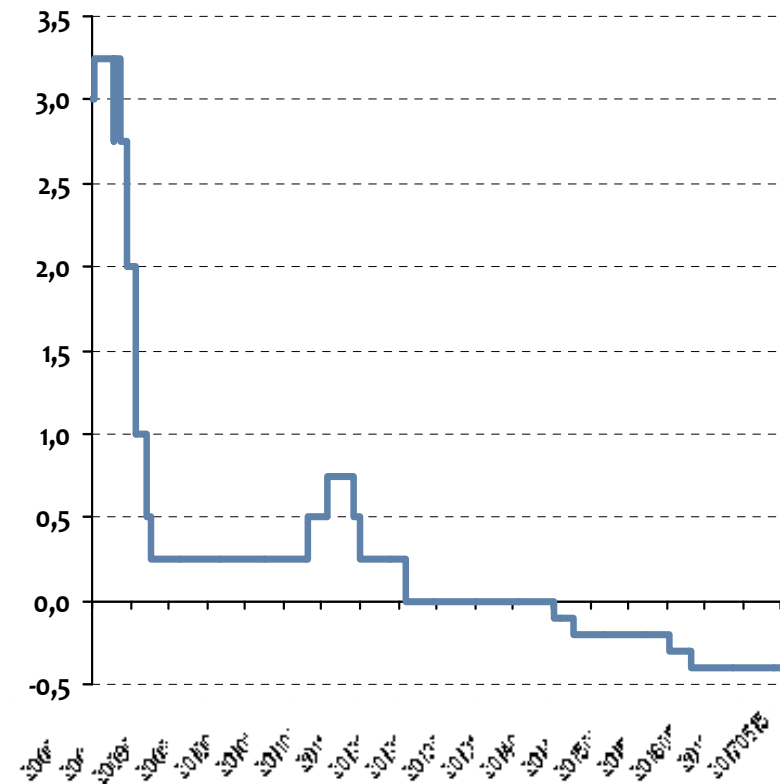
**B1. La actuación del BCE 2011-2017: impacto sobre el *redenomination risk* y la *fragmentación financiera***

## Financiación a la banca (1). Política de tipos de interés especialmente agresiva a partir de la incorporación de Draghi: reducción desde el 1,5% (noviembre 2011) al 0,5% (mayo 2013) y al 0,0% (marzo 2016)...

Tipos de interés de la facilidad de financiación ordinaria<sup>1</sup> (en %)

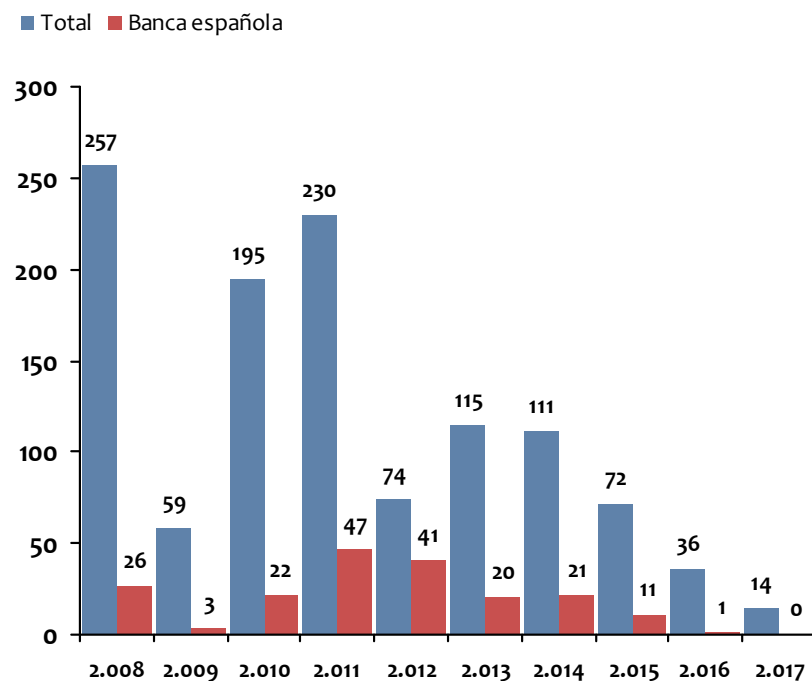


Tipos de interés de la facilidad de depósito<sup>2</sup> (en %)

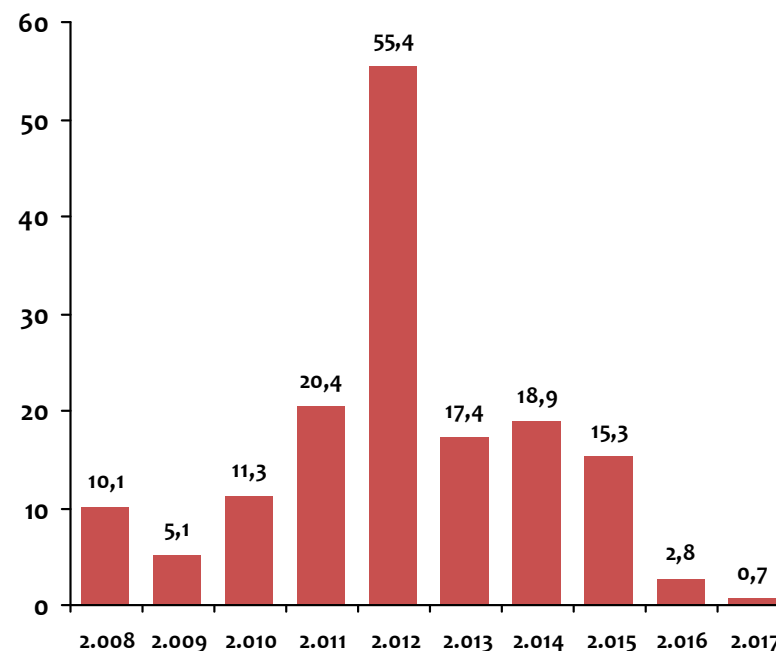


Hasta la crisis de verano de 2012, el grueso del apoyo a la banca europea procedió de la concesión ordinaria de crédito<sup>1</sup> (absorción automática), de la que España absorbió por encima del 55% en 2012 y, en media 2011-15, más del 25% del total...

Operaciones principales de financiación<sup>1</sup>  
del Eurosistema 2008-2017/M5<sup>2</sup> (mm  
d'euros)



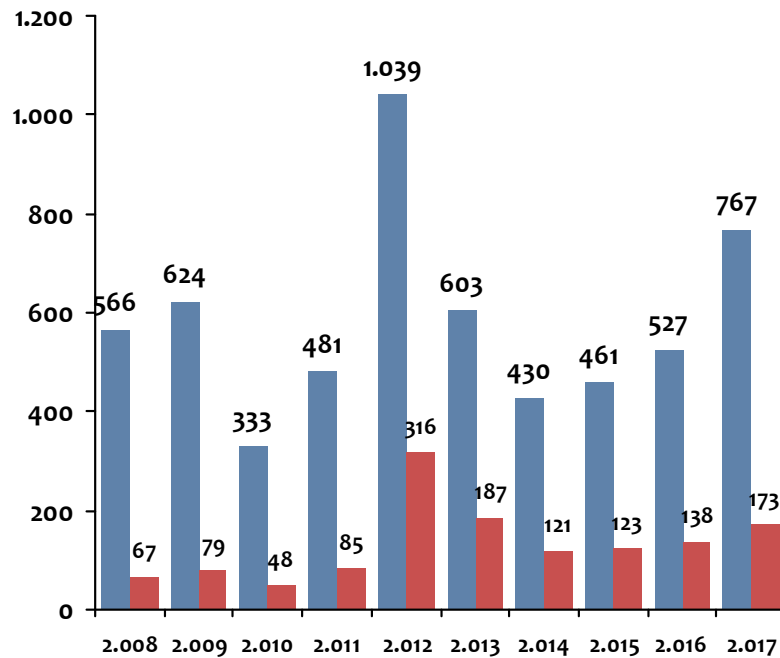
Operaciones principales de financiación<sup>1</sup>a  
la banca española 2008-2017/M5<sup>1</sup> (% del  
total)



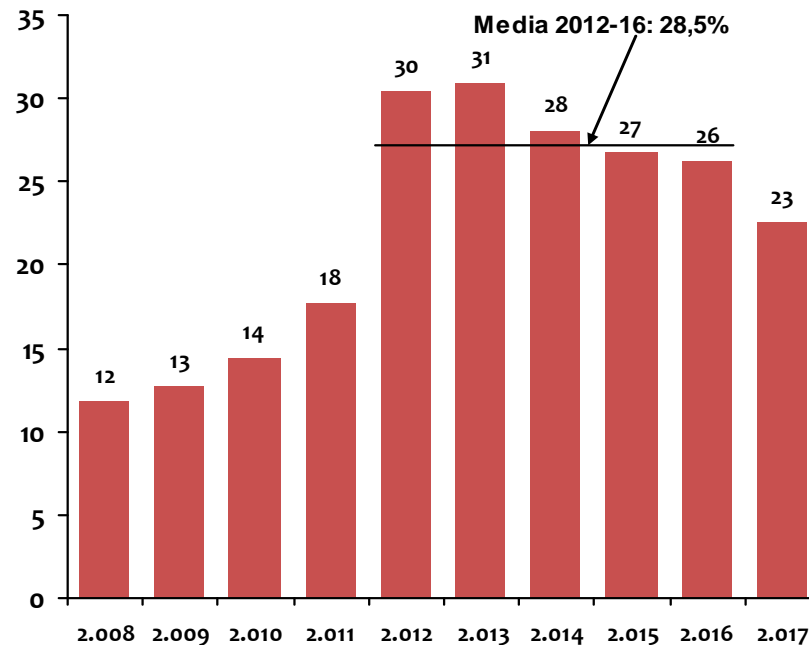
1. Operaciones principales de Financiación: operaciones temporales de inyección de liquidez de carácter regular, periodicidad semanal y vencimiento habitual a una semana; 2. Para 2017, datos hasta mayo.

1. Financiación a la banca (y 3). Y, posteriormente, con créditos a más largo plazo (a 1 mes, 3 y 6 meses, LTRO a 3 años y TLTRO I y II a 4 años), de las que la banca española se benefició de forma particular en la crisis de la deuda soberana de 2011/12 y, en total, ha absorbido cerca del 28% de esos créditos en media 2012/16 ...

LTRO (y TLTRO)<sup>1</sup> a la banca de la eurozona  
2008-2017<sup>2</sup> (mm de euros)



LTRO (y TLTRO)<sup>1</sup> a la banca española  
2008-2017<sup>2</sup> (mm de euros)

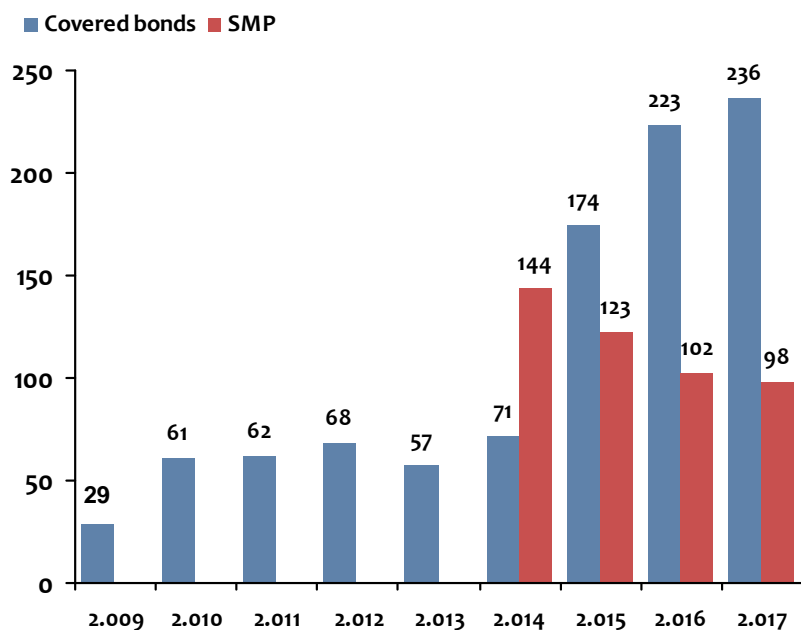


1. Operaciones de financiación a largo plazo (de 1 a 3 años) y dirigidas a objetivos específicos (*Targeted*, a 4 años); 2. Para 2017, datos hasta mayo.

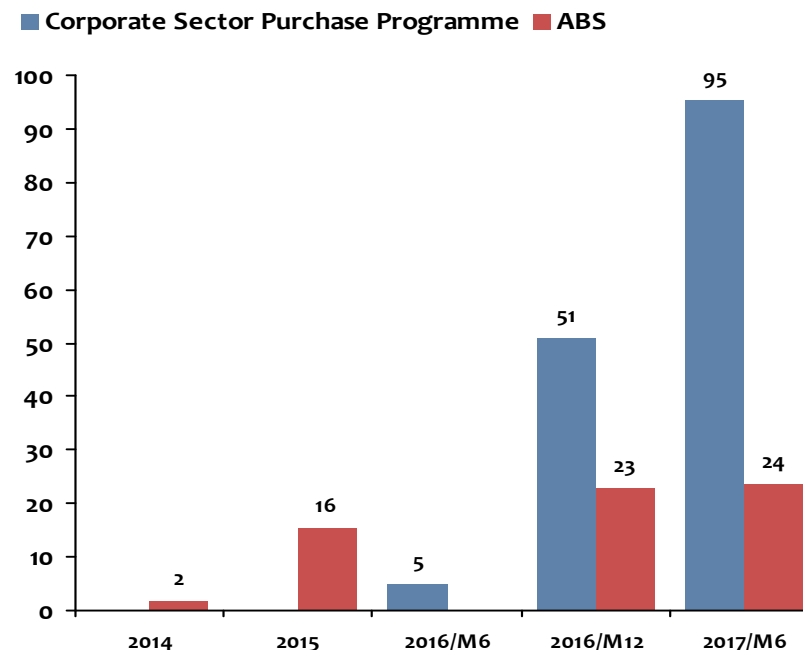


## 2. Compras de activos (1). Primeros apoyos en España con el *Securities Markets Programme*<sup>1</sup> (2010-12) y programas de compra de activos previos al actual de adquisición de deuda pública: *Covered Bonds*<sup>2</sup> (2009-2017), *Asset Backed Securities*<sup>3</sup> (2014-17) y *Corporate Sector Purchase Programme*<sup>3</sup> (2016-17), un total de 453 mm de compras hasta junio de 2017 ...

**Securities Markets Programme Covered Bonds Programmes 2009-2017<sup>1</sup> (saldos al final de cada año en mm de euros)**



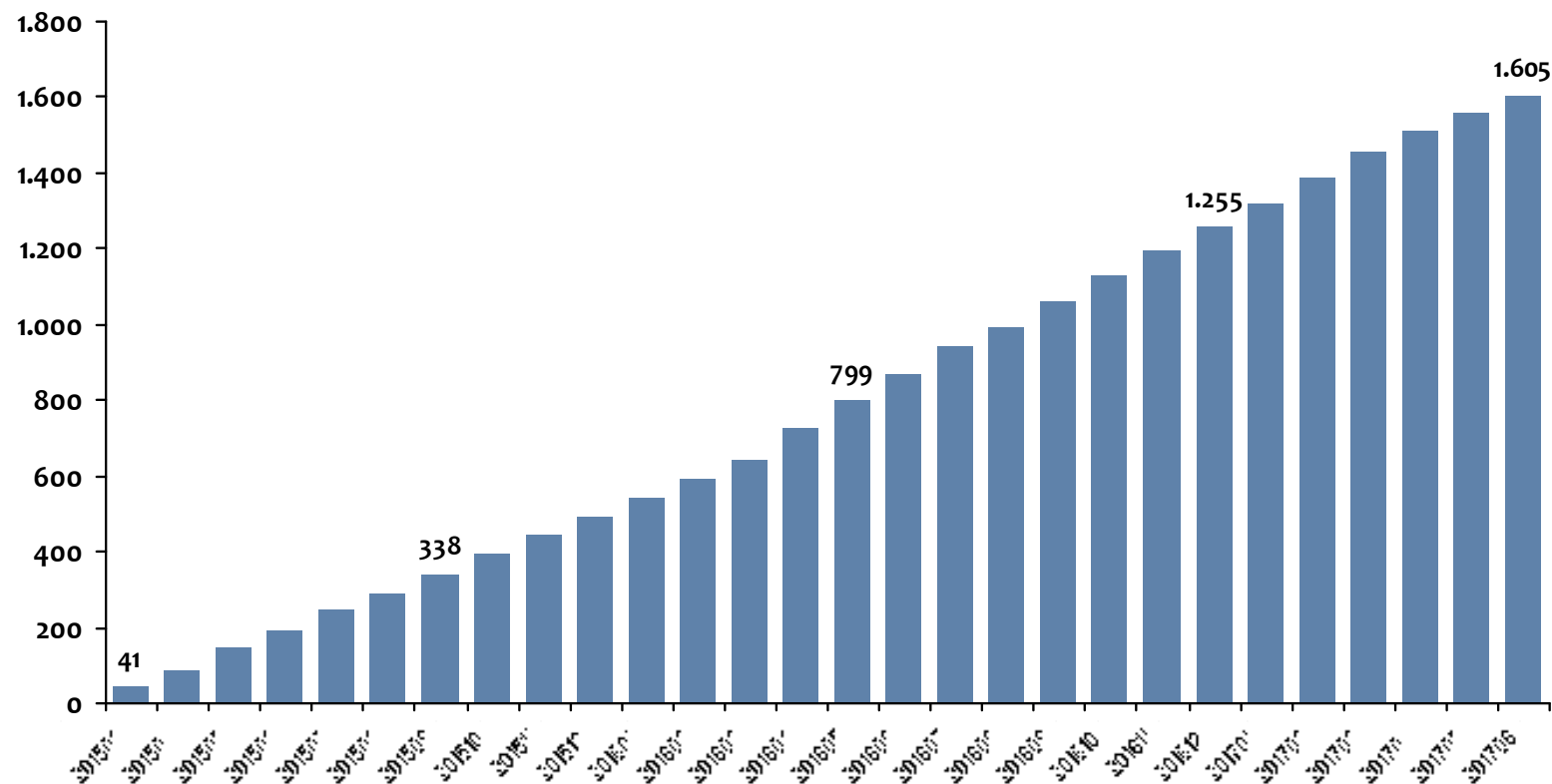
**Asset Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) 2014-17<sup>1</sup> (saldos al final de cada período en mm de euros)**



1. *Securities Markets Programme*: Intervenciones del Eurosistema en los mercados de valores de deuda pública y privados de la zona del euro para garantizar profundidad y liquidez en segmentos disfuncionales; 2. *Covered Bonds*: incluye los importes activos del programa 1 (iniciado en 2009), el 2 (iniciado en 2011) y el 3 (iniciado en 2014); 3. El *Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP) y el *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP) forman parte del actual *Asset Purchase Programme*; 4. Datos al final de cada año; para 2017, datos hasta junio.

## 2. Compra de activos (2). La política de *Quantitative Easing* (QE) en la eurozona: el *Public Sector Purchase Programme* 2015-17 ...

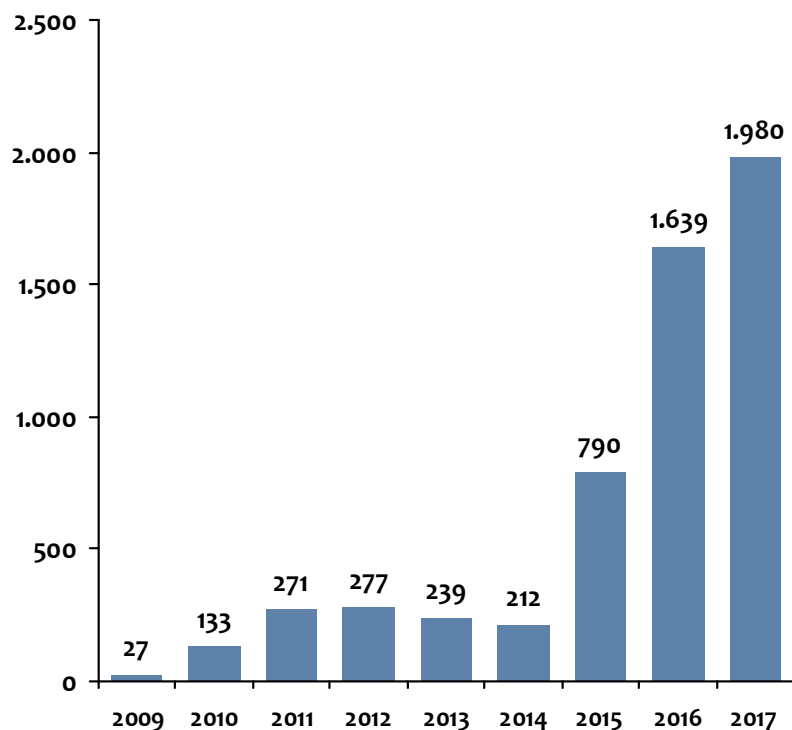
*Public Sector Purchase Programme* 2015/M3-2017/M6 (mm de euros)



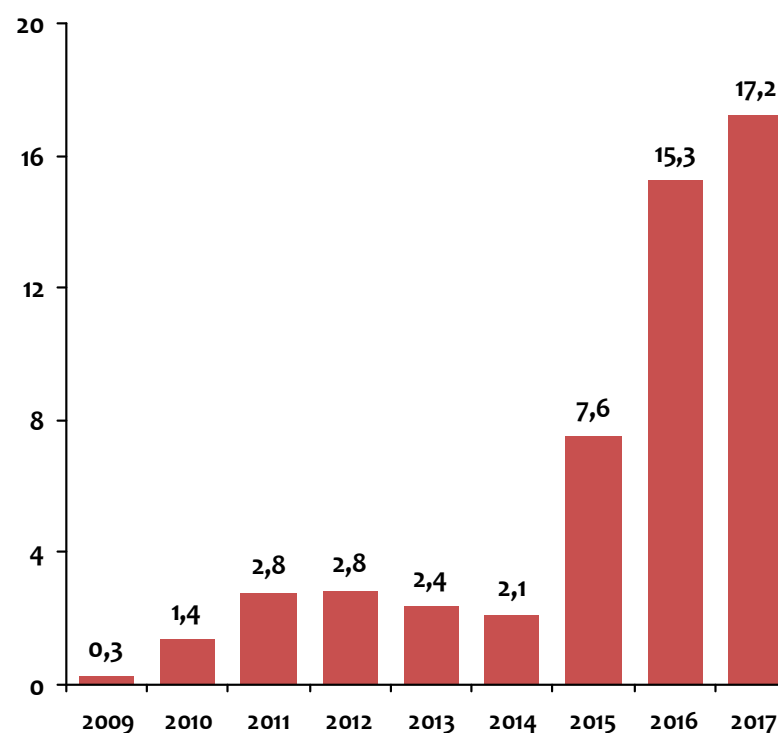
1. Datos al final de cada año; para 2017, datos hasta mayo.

## 2. Compra de activos (y 3). Total de adquisiciones 2008-17 (de activos privados y públicos): muy reducidas hasta 2014 y fuerte aumento desde entonces (17% del PIB en 2017/T1)...

Programa de compra de activos<sup>1</sup>  
del Eurosistema 2008-2017<sup>2</sup> (mm de euros)



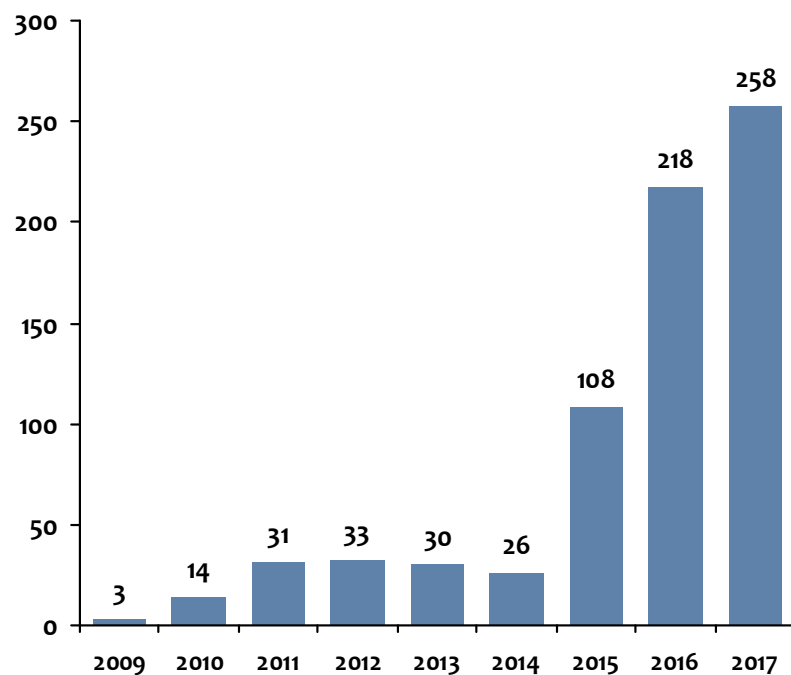
Programa de compra de activos<sup>1</sup>  
del Eurosistema 2008-2017<sup>2</sup> (% del PIB)<sup>3</sup>



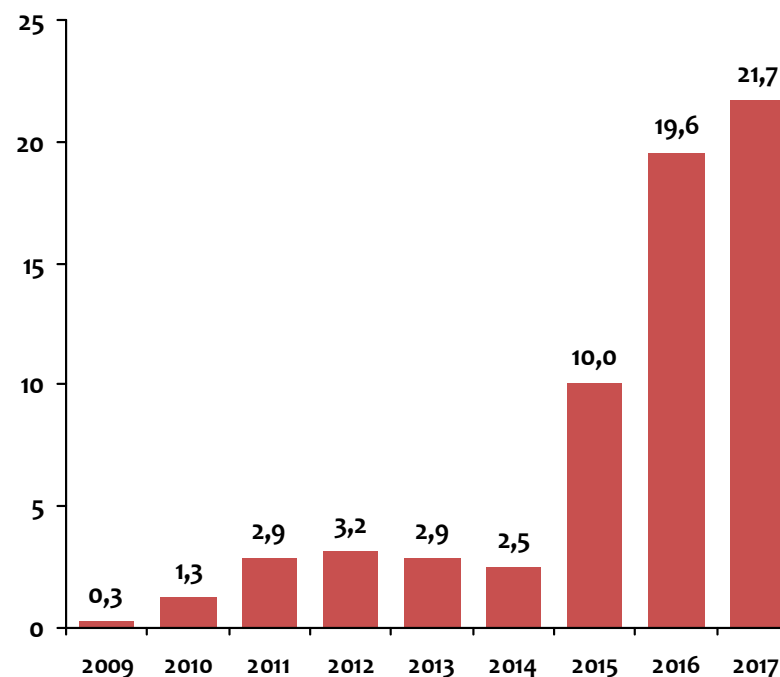
1. El programa actual de compra de activos del BCE incluye la tercera ola del *Covered Bond Purchase Programme*, (CBPP-3) con saldos pendientes del CBPP-1 y 2, el *Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP), el *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) y el *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP);  
2. Datos al final de cada año; para 2017, datos en mm de euros hasta mayo; 3. En % del PIB: saldo a 2017/T1 respecto del PIB anual acumulado a 2017/T1.

... de los que España ha recibido una parte proporcionalmente más elevada de lo que le correspondería, con cerca del 22% del PIB en activos, básicamente del sector público en marzo de 2017 ...

Compra de activos<sup>1</sup> del Banco de España  
2008-2017<sup>2</sup> (mm de euros)



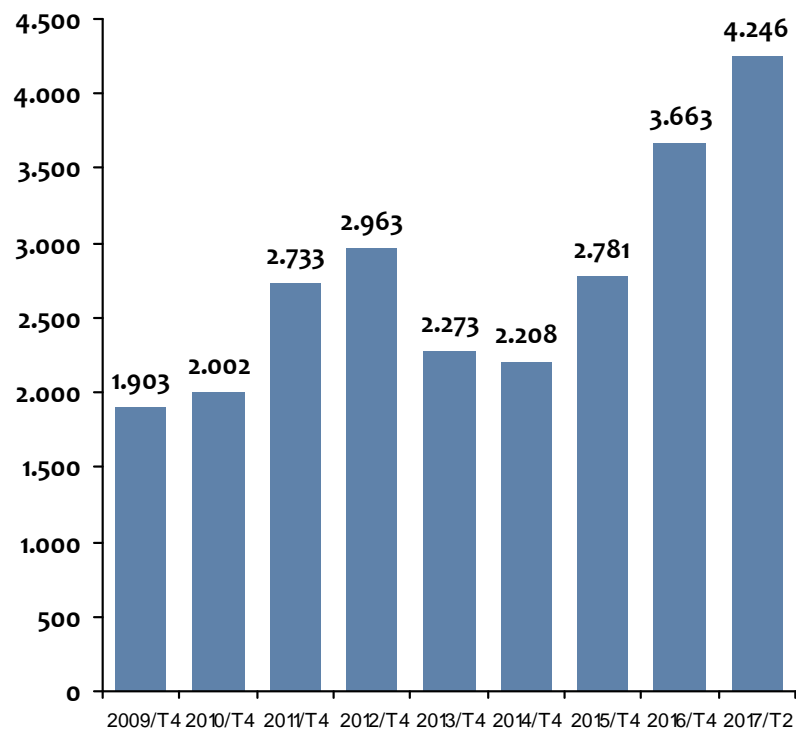
Compra de activos<sup>1</sup> del Banco de España  
2008-2017<sup>2</sup> (% del PIB)<sup>3</sup>



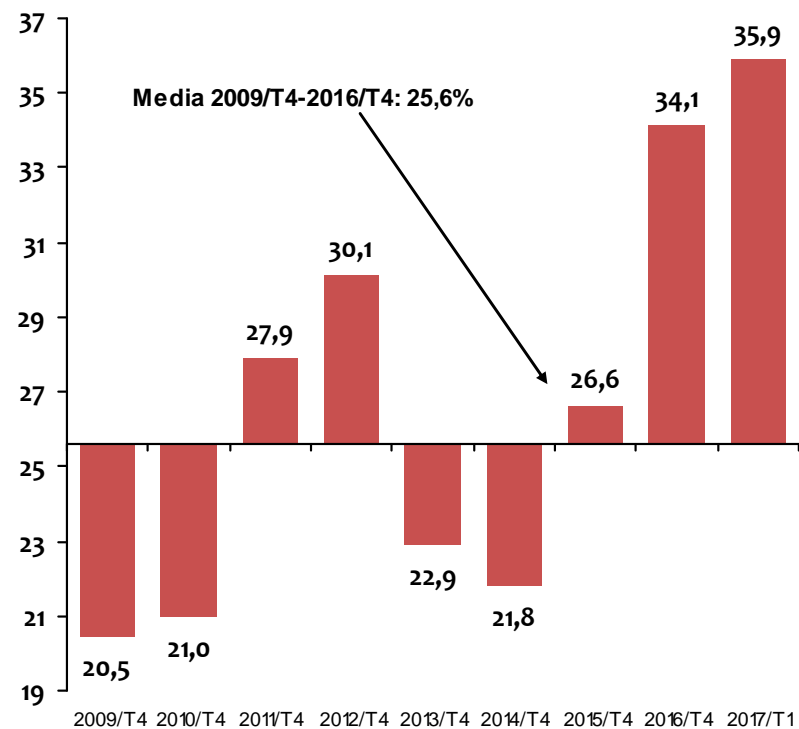
1. El programa actual de compra de activos del BCE incluye la tercera ola del *Covered Bond Purchase Programme*, (CBPP-3) con saldos pendientes del CBPP-1 y 2, el *Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP), el *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) y el *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP);
2. Datos al final de cada año; para 2017, datos en mm de euros hasta mayo; ; 3. En % del PIB: saldo a 2017/T1 respecto del PIB anual acumulado a 2017/T1.

### 3. Resultados finales: importante aumento del activo del BCE, con un 26% del PIB en media 2009-16 y puntas en la crisis de la deuda soberana ( 30% del PIB) y en la actualidad (36% a 2017/T1) y con un notable cambio en su composición (de crédito a compra de activos)...

Activo del eurosistema 2009-2017<sup>1</sup>  
(mm de euros)



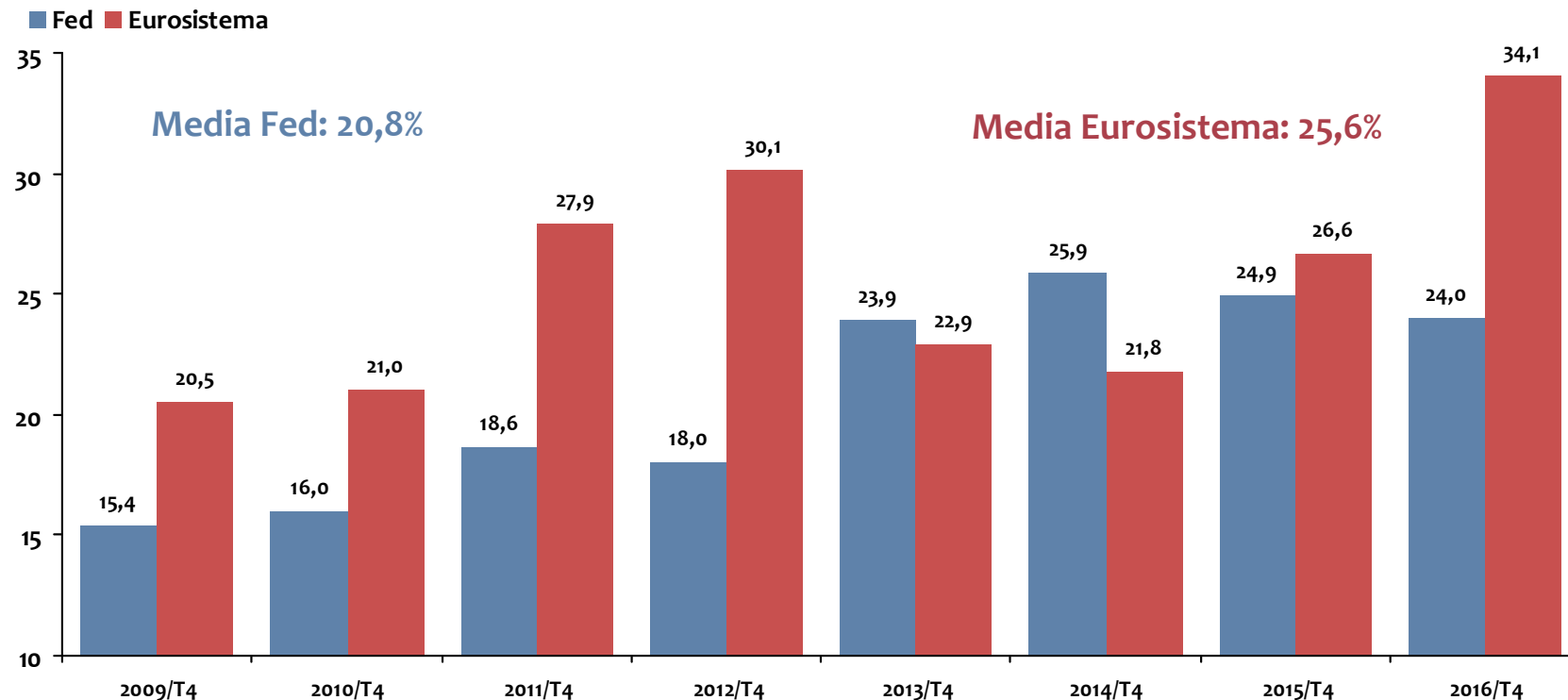
Activo del eurosistema 2009-2016  
(% del PIB)<sup>2</sup>



1. Último dato disponible de Balance de Eurosistema hasta la semana 25 de junio; 2. Último dato disponible de PIB hasta el 2017/T1.

... una intervención que ha sido más relevante que la de la Fed, en particular en la crisis de deuda soberana (2011/12) y los temores de deflación (2015/16): una media 2009/T4-2016/T4 del 20,8% del PIB de los EEUU para la Fed y del 25,6% del PIB de la eurozona para el eurosistema

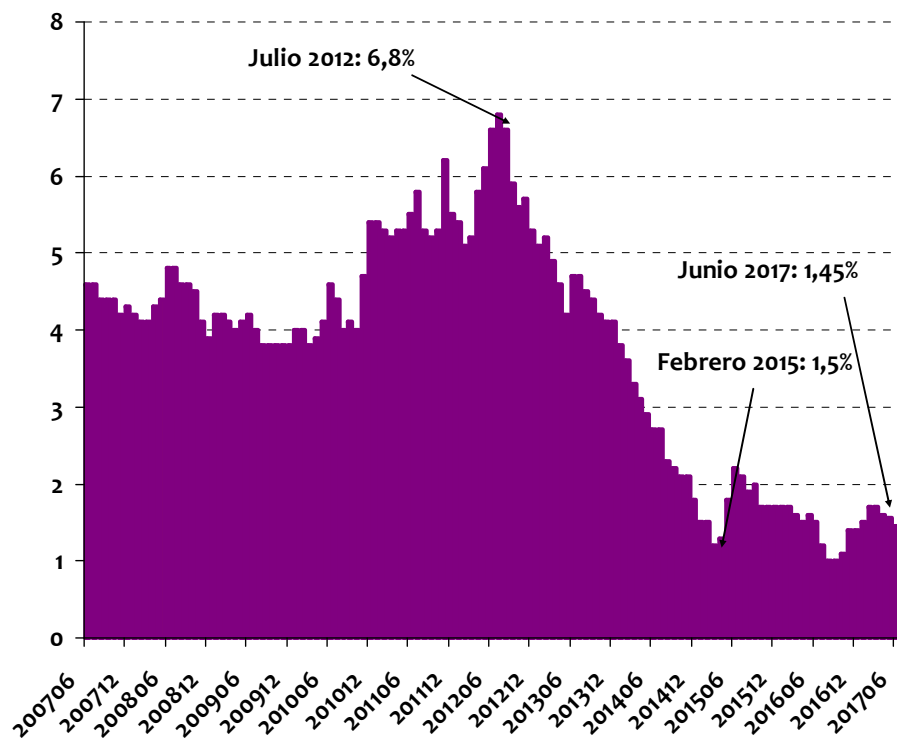
Activo de la Fed y del eurosistema 2009-2016  
(% del PIB de cada ámbito)



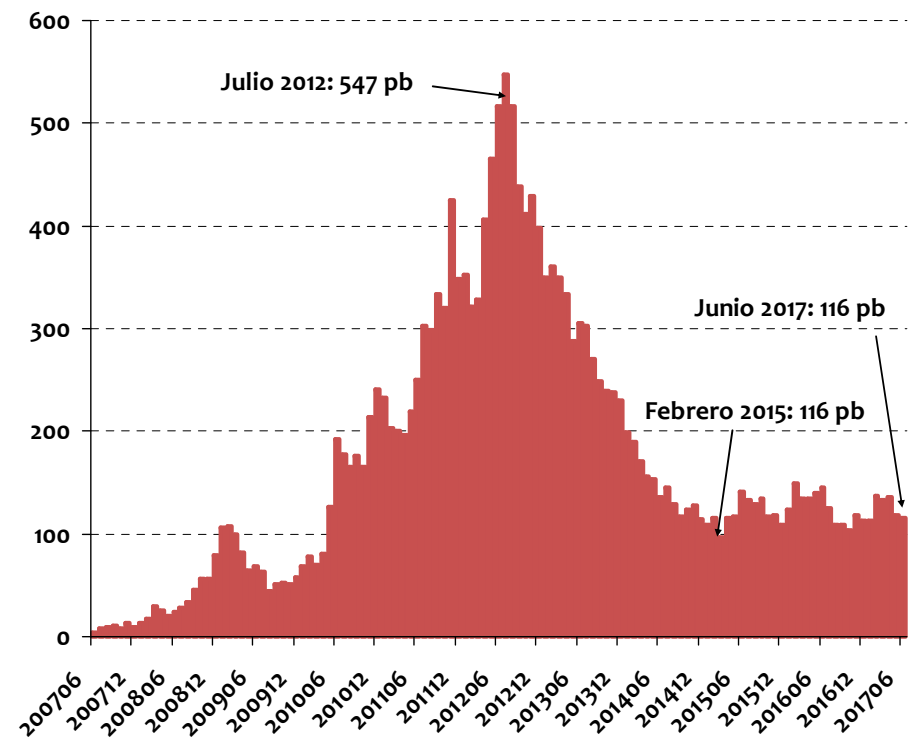
## **B2. El BCE y otros vientos de cola: sus efectos en el crecimiento en España 2015-17**

## Impacto de la política del BCE sobre España (1). Efectos sobre la confianza, la caída de las primas de riesgo y la aparición de emisiones del Tesoro español a tipos negativos

Tipo de interés de la deuda pública española a 10 años 2007/M6-2017/M6 (en %)



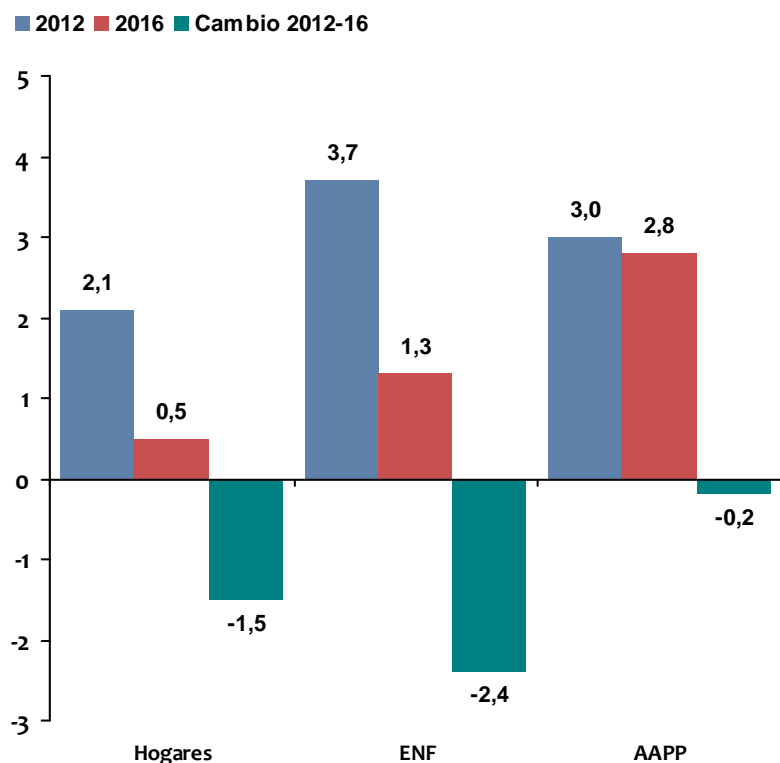
Prima de riesgo en España (deuda a 10 años) respecto Alemania. 2007/M6-2017/M6 (puntos básicos)



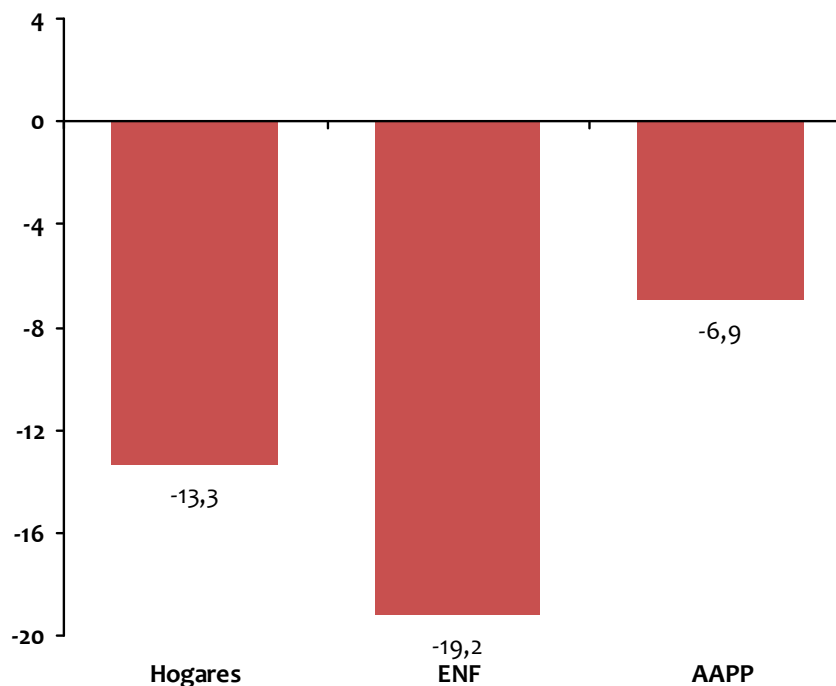


## Impacto de la política del BCE sobre España (2). Mejora de la renta disponible de los distintos sectores institucionales por la caída de los tipos de interés: entre 2012 y 2016 unos 4 puntos del PIB en menores pagos por intereses...

Intereses efectivos pagados por los hogares, ENF y AAPP. 2012-2016 (% PIB)



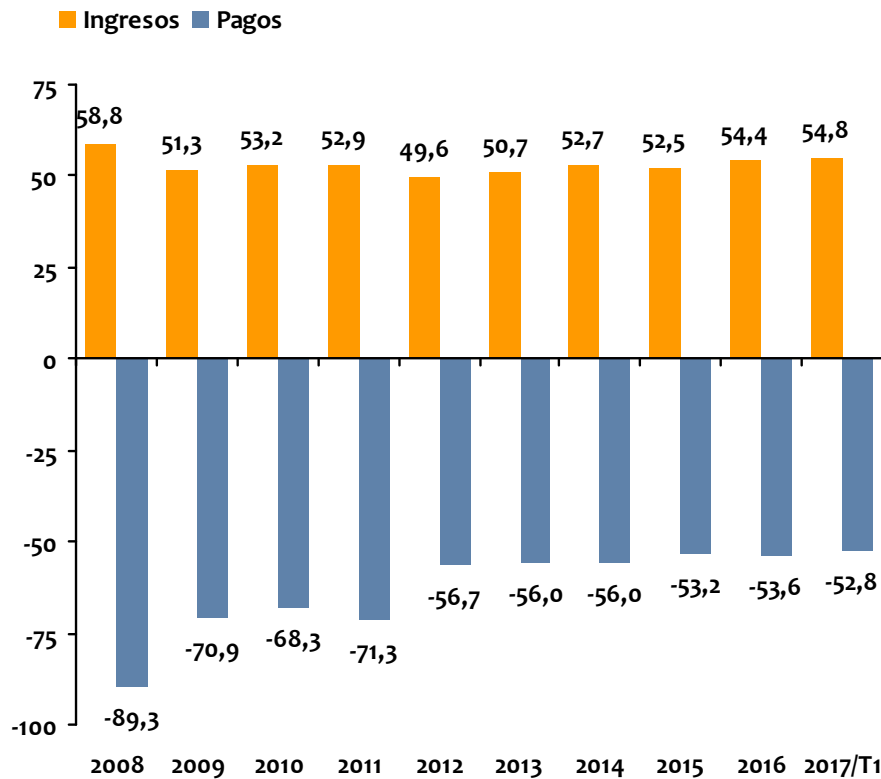
Diferencia intereses efectiva mente pagados e intereses teóricos<sup>1,2</sup> 2016 (mm)



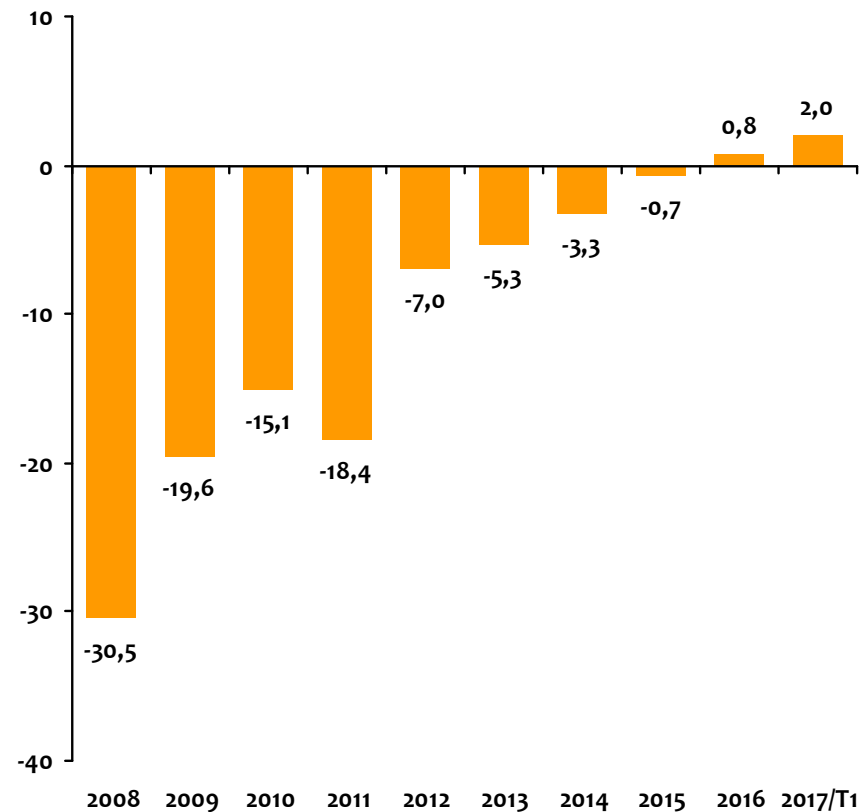
1. Interés teórico resultante de aplicar a la deuda del cuarto trimestre de 2016 (MIP para ENF y déficit excesivo para AAPP) la ratio intereses pagados/pasivos de 2008-12;
2. Datos correspondientes al 4º trimestre.

Impacto de la política del BCE sobre España (3). A pesar del aumento absoluto en los pasivos brutos exteriores entre 2008 y 2016 (del 197% al 237% del PIB), caída del déficit de rentas primarias cercano al 3% del PIB entre 2008 y 2017/T1 (de -30 mm a +2,0 mm),...

Ingresos y pagos por rentas primarias con el resto del mundo 2008-2017/T1<sup>1</sup> (mm euros)



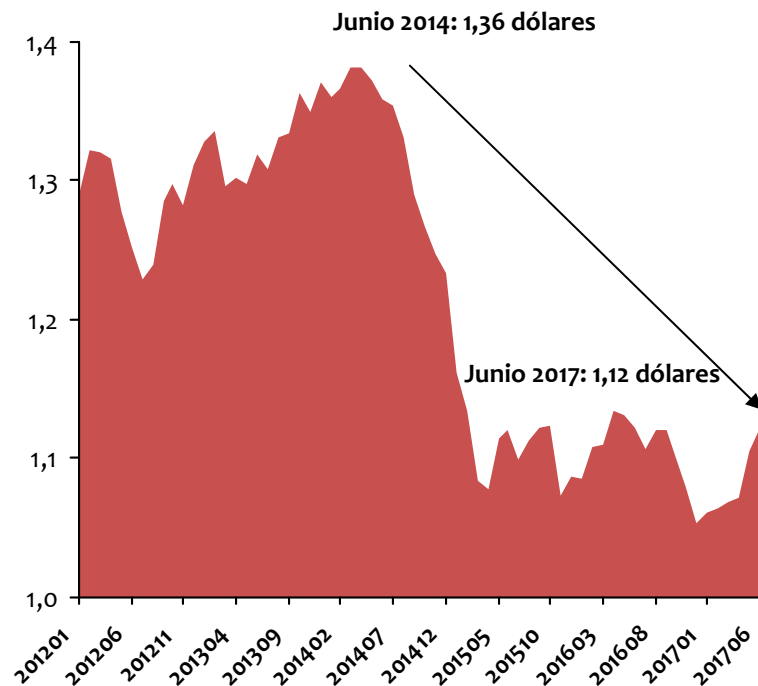
Saldo de la balanza de rentas primarias. 2008-2017/T1<sup>1</sup> (mm euros)



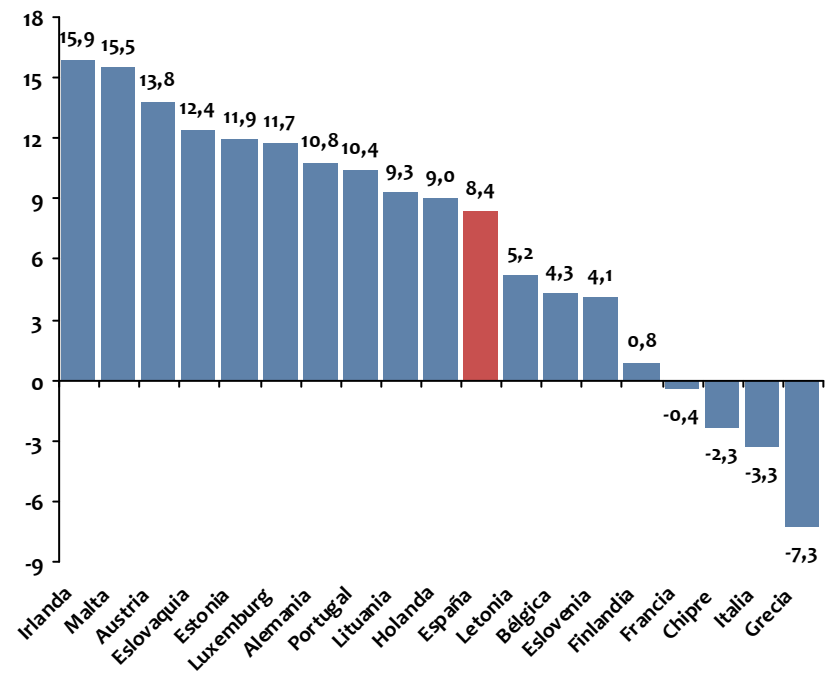
1. Para 2017/T1 datos anuales acumulados a 2017/T1.

## Impacto de la política del BCE sobre España (4). Caída del euro respecto del dólar (-17,4% entre junio 2014 y junio 2017) y alza de los precios de los activos financieros y reales, en especial de los inmobiliarios (en España 2014-16, un 8,4% acumulado) ...

Cotización del euro enero 2012/junio 2017  
(dólares/euro)

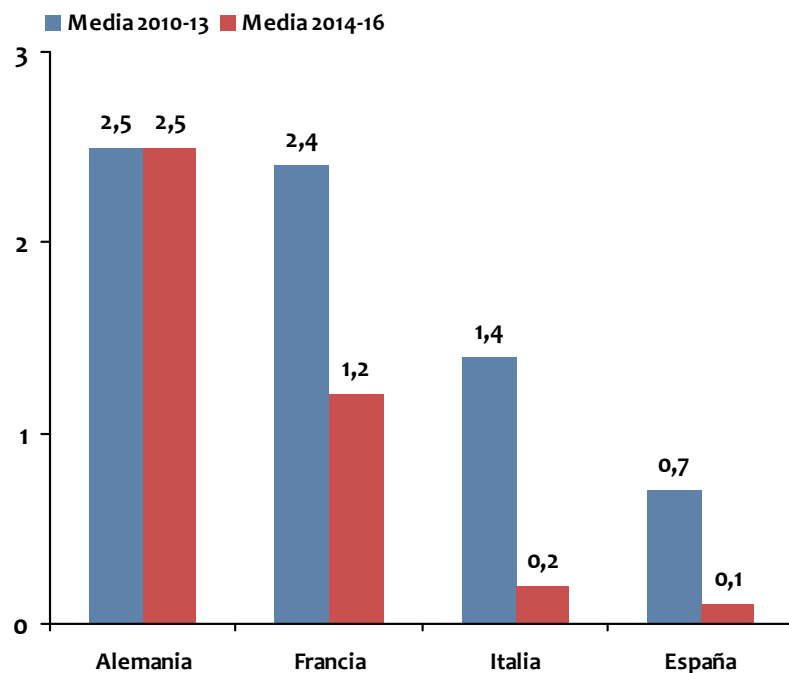


Precios de la vivienda en la eurozona.  
2014-2016 (% cambio acumulado)

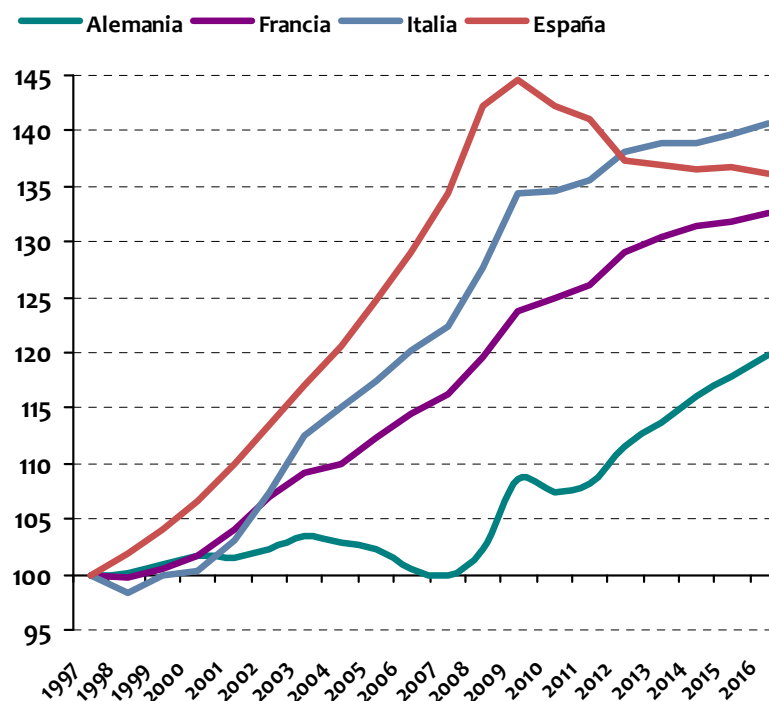


... unos positivos efectos que se han sumado a los provocados por el descenso del precio del petróleo y la devaluación interna y otras reformas: el aumento salarial en España se sitúa a la cola de los grandes países de la eurozona y la caída de los CLU 2009 -2016 (-5,8%) destaca frente a los aumentos en Alemania (10,3%), Francia (7,2%) e Italia (4,7%)...

Crecimiento salarial<sup>1</sup> nominal en España y algunos países de la eurozona 2010-16 (cambio anual en %)



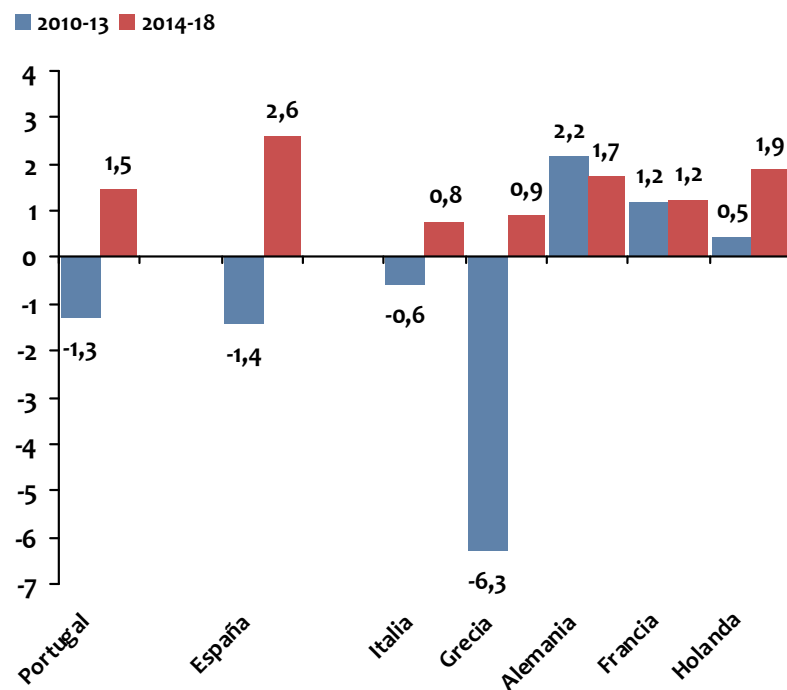
CLUs en España y otros países de la eurozona 1997-2016 (base 1997=100)



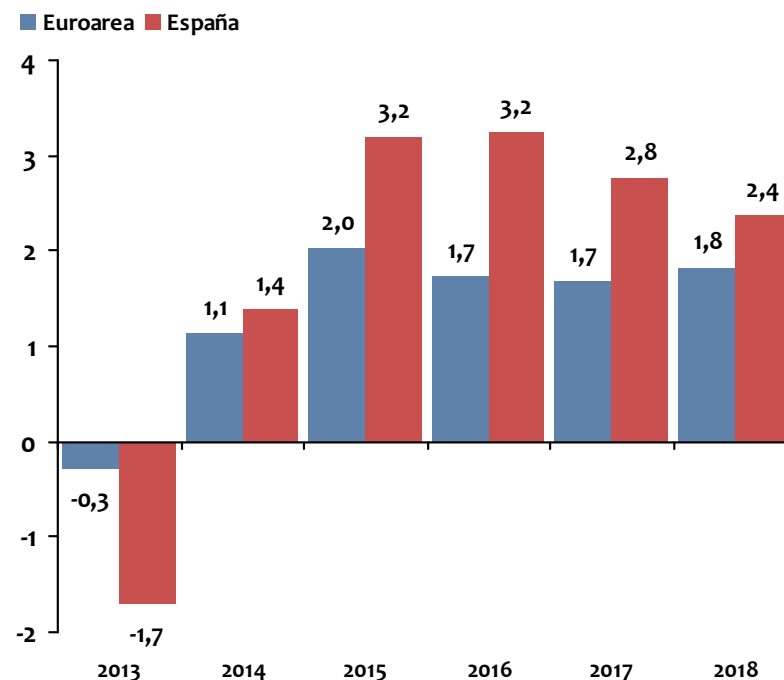
1. Salario nominal por trabajador, incluyendo contribuciones empresariales a la Seguridad Social.

... lo que se ha traducido en una recuperación más intensa en España que en la eurozona que, en 2017, ha entrado en su cuarto ejercicio, con expectativas de mayor crecimiento el bienio 2017-18 que en el conjunto del área del euro...

PIB a la Eurozona, España y otros países del área 2010-18<sup>1</sup> (cambio anual real en %)



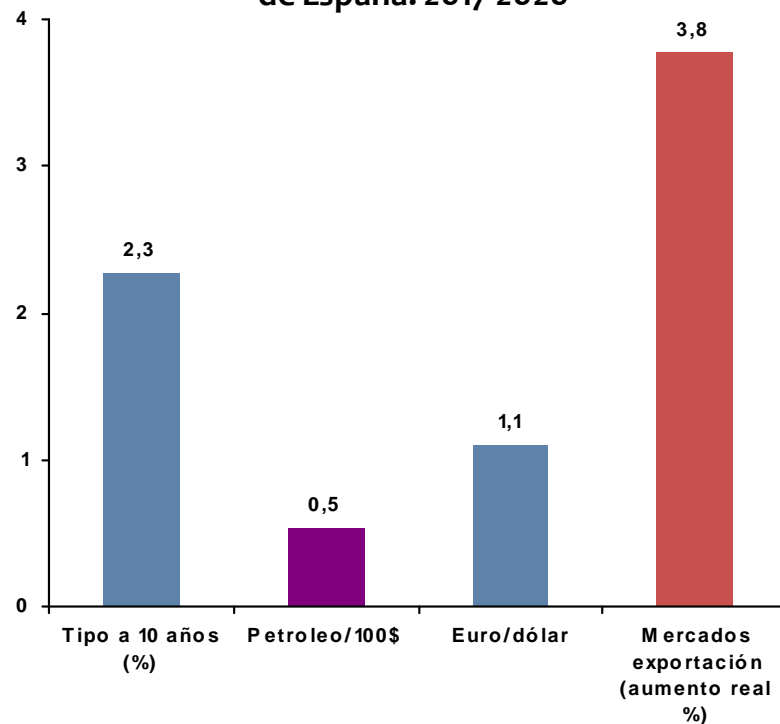
PIB de España y de la Eurozona 2013-2018<sup>1</sup> (cambio anual real en %)



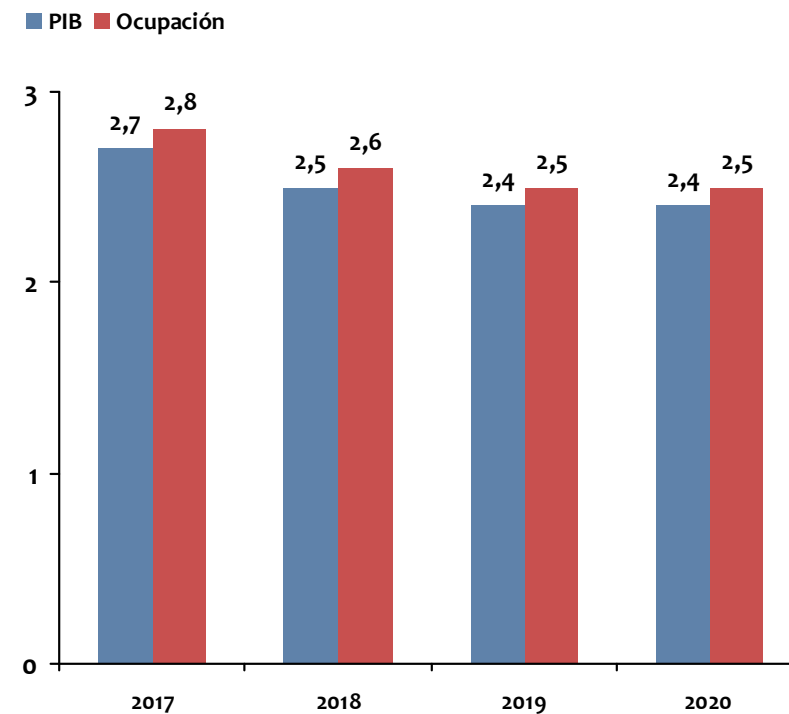
1. Para 2017 y 2018, previsiones de la Comisión Europea. (Primavera 2017).

... que se sostienen, entre otras factores, en unas muy favorables condiciones exteriores: previsiones del gobierno 2017-2020<sup>1</sup> para variables exteriores relevantes y para el PIB y la ocupación en España

Tipos de interés, petróleo, cotización del euro y crecimiento mercados exportación de España. 2017-2020



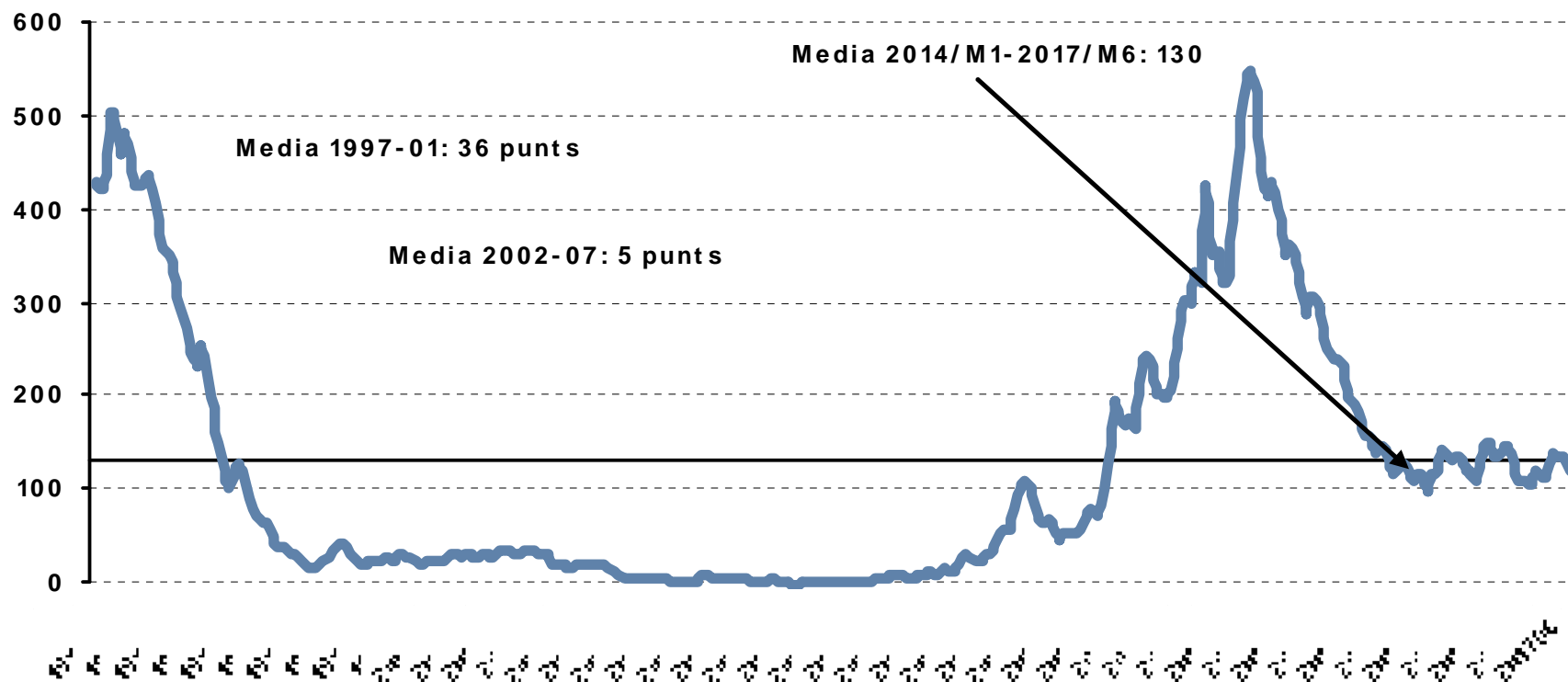
Previsiones de crecimiento del PIB y de la ocupación en España 2017-2020 (en %)



1. Previsiones del Plan de Estabilidad del Reino de España 2017-20.

A pesar de las mejoras del ciclo y de la actividad del BCE, las primas de riesgo en España continúan muy sensibles a cambios exteriores políticos (*Brexit*, elecciones holandesas y francesas) o económicos (Grecia y *NPL* de la banca italiana)

Prima de riesgo en España 1995/M1-2017/M6 (puntos básicos de diferencia del rendimiento de la deuda pública española y el *Bund* alemán a 10 años)



# Solidaridad europea con España: el papel del BCE en la crisis y los efectos de la distensión monetaria en el crecimiento 2015-17

Madrid, 11 de julio de 2017

Josep Oliver Alonso (UAB i EuropeG)

