

# Emergència de nous desequilibris financers: efectes del COVID i paper del BCE i la UE

Barcelona, 30 de juny del 2020  
Josep Oliver Alonso (UAB i EuropeG)

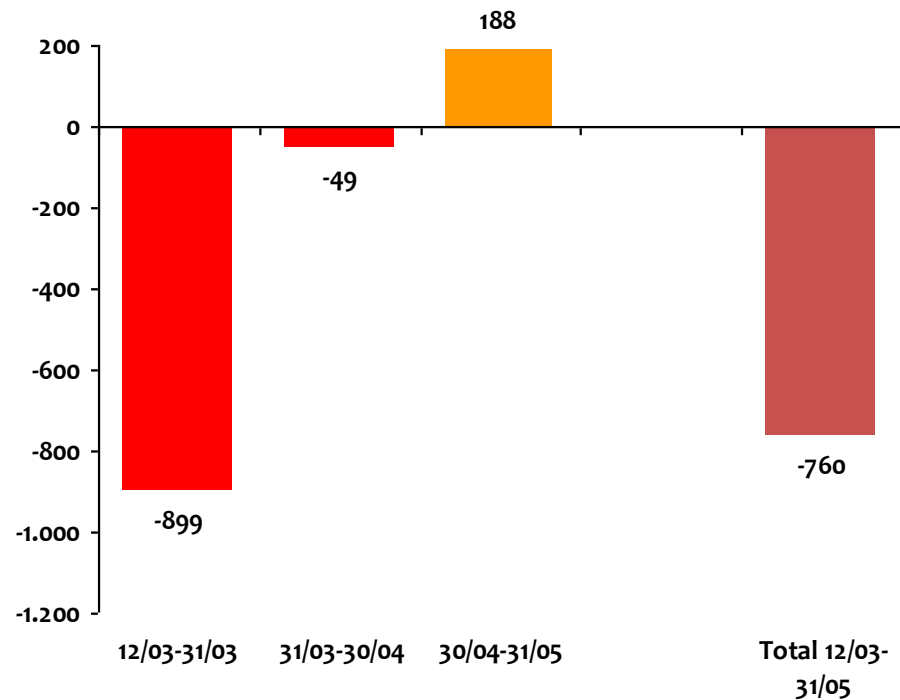
# Sumari

- 1. Contracció de l'activitat i de l'ocupació en el COVID-19: una comparació amb la crisi financera**
- 2. Sectors residents i balança de pagaments: la contracció de la demanda interna permetrà mantenir superàvits exteriors propers al 2% del PIB**
- 3. El despalanquejament intern i exterior (2013-19): balanç de situació abans del COVID-19**
- 4. Deute (interior i exterior), sector financer, BCE i ajuts UE en temps del COVID-19: fortaleces i debilitats**

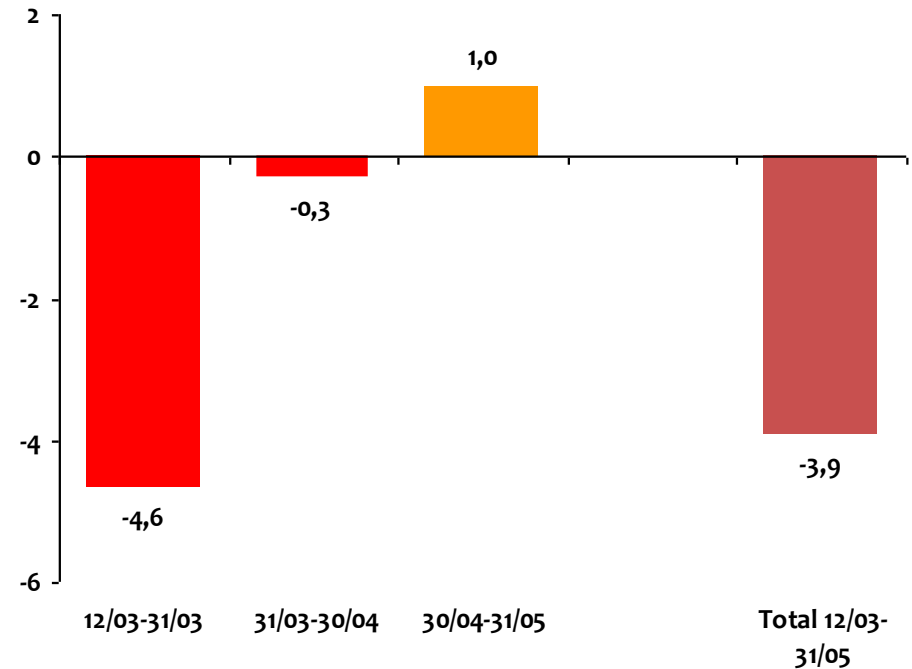
# 1. Contracció de l'activitat i de l'ocupació en el COVID-19: una comparació amb la crisi financera

# 1. Mercat de treball: malgrat els esquemes de protecció d'ocupació (ERTOs i autònoms), intensa destrucció d'afiliació: del -3,9% entre el 12 de març i el 31 de maig (-760.000 afiliats), similar a la de setembre 2008/gener 2009...

Afiliació a la SS a la crisi del COVID-19 (2020/03-2020/05) (canvi mensual i acumulat en milers)

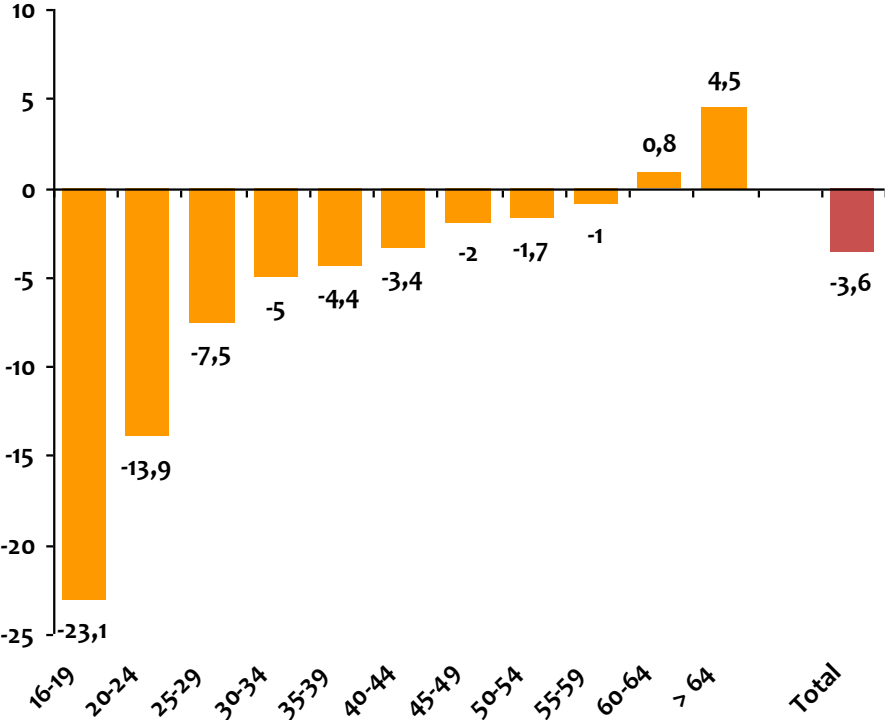


Afiliació a la SS a la crisi del COVID-19 (2020/03-2020/05) (canvi mensual i acumulat en %)

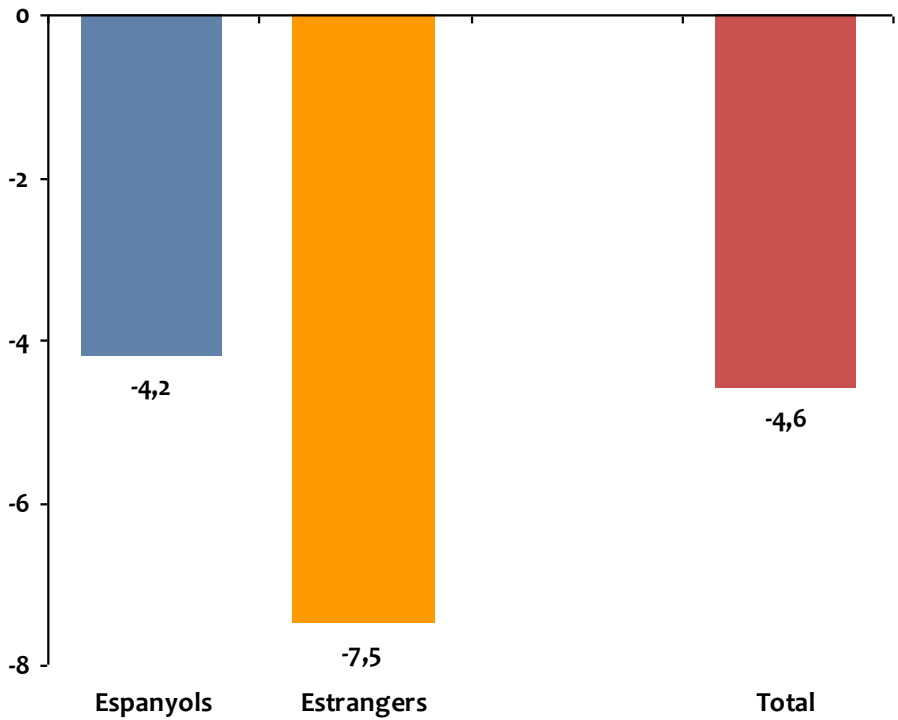


### ... molt més intensa a joves i immigrants ...

L'afiliació a la Seguretat Social a la crisi del COVID-19 febrer-maig. Canvis segons edat (acumulat en %)

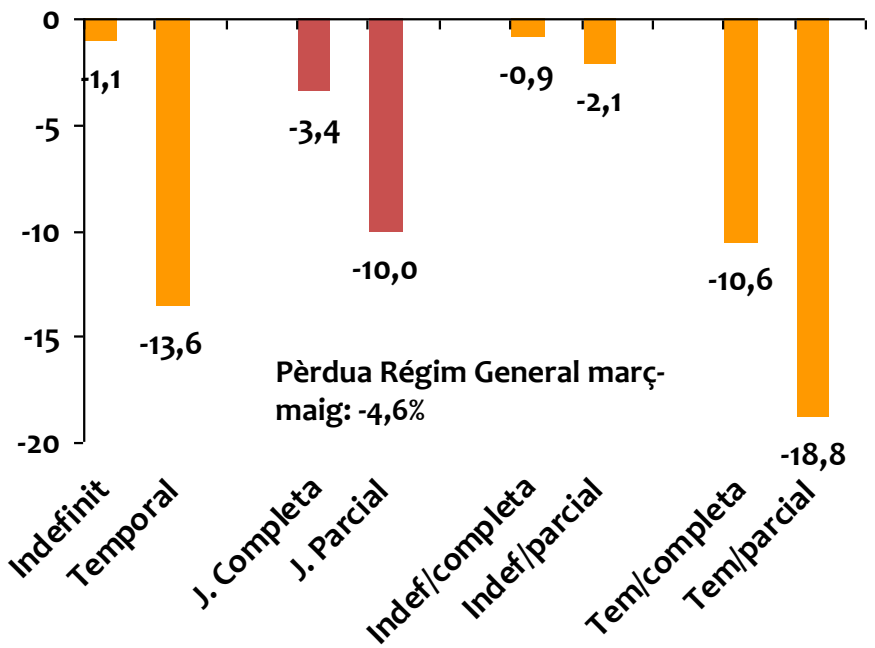


Canvi a l'afiliació a la Seguretat Social febrer-abril segons nacionalitat (acumulat en %)

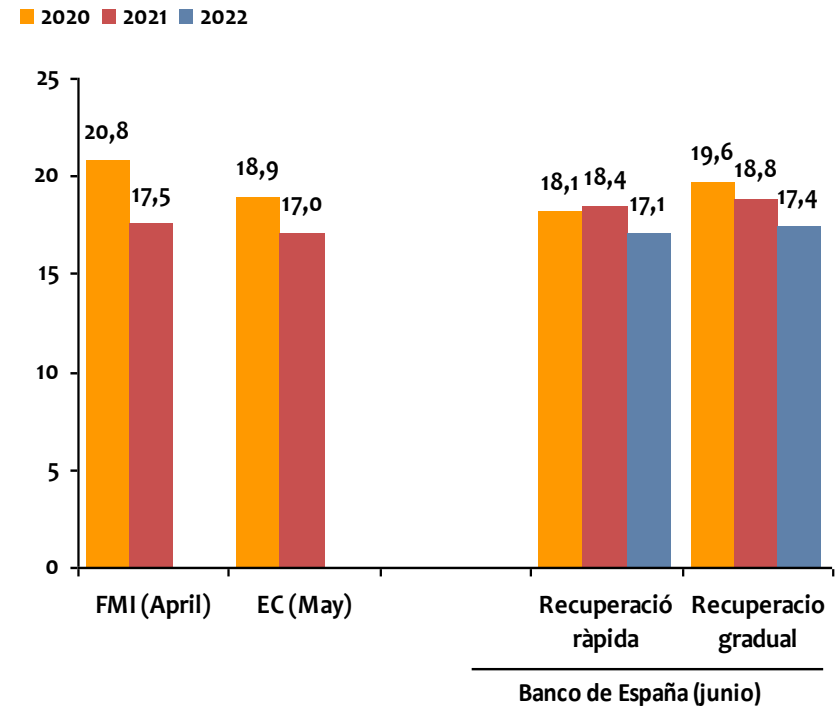


... i amb impacte molt sever en temporals a jornada parcial (-18,8%). Tot plegar, una taxa d'atur al voltant del 20% pel 2020 i del 19% i 18% pel 2021-22, sense considerar els escenaris pitjors de l'FMI (WTO de juny 2020)

Afiliació al Règim General (febrer-maig) per contracte dels assalariats i jornada (canvi acumulat en %)



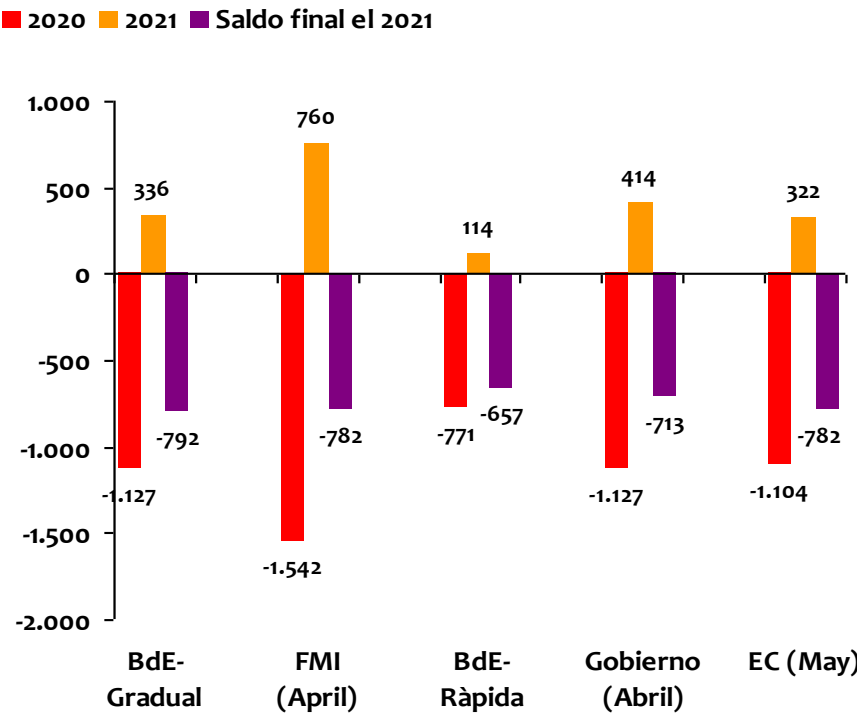
Taxes d'atur 2020/22 de l'FMI, CE i Banco de España (% població activa)



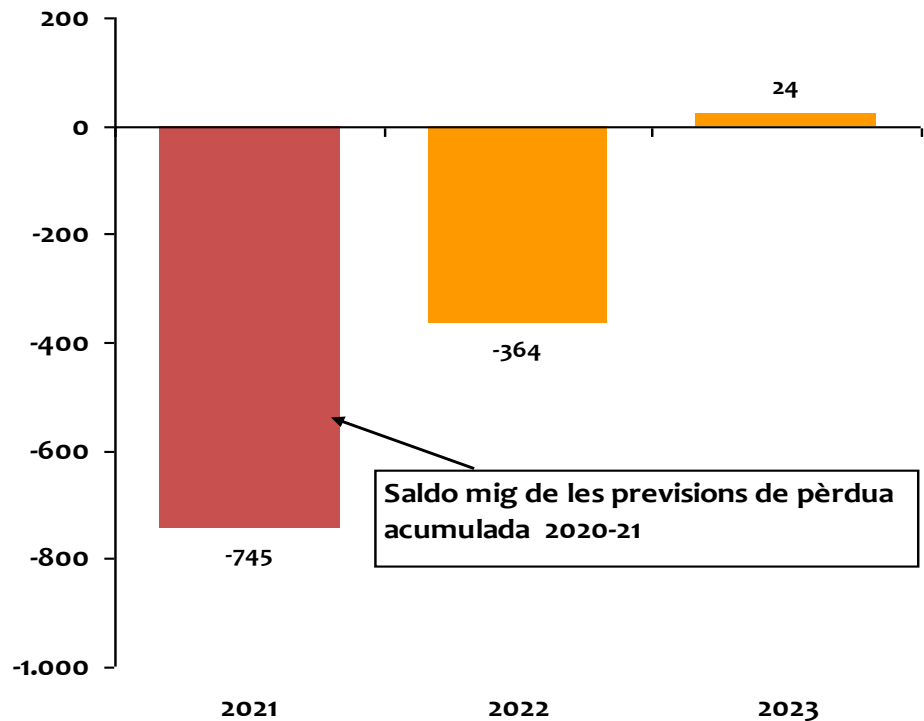
1. FMI: projeccions d'abril 2020; Comissió Europea: abril 2020; Banco de España: estimacions de juny 2020.

... que impliquen contracció de l'ocupació (EPA) el 2020 de -1,5 (FMI, WEO April) a -1,1 milions (EC d'abril, Govern de maig i BdE de juny), de manera que, amb increments d'ocupació del 2%, no seria fins el 2023 quan s'assolirien de nou els llocs de treball del 2019

Dinàmica de l'ocupació 2020-21 segons diverses estimacions <sup>1</sup> (milers)



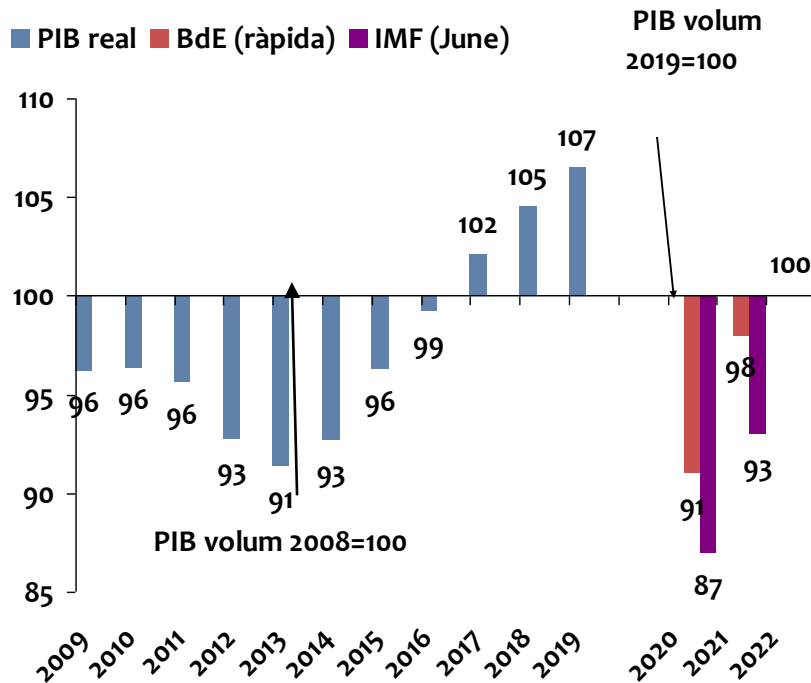
... de forma que no seria abans de 2023 quan es podria recuperar l'ocupació del 2019 (19,8 milions, EPA)



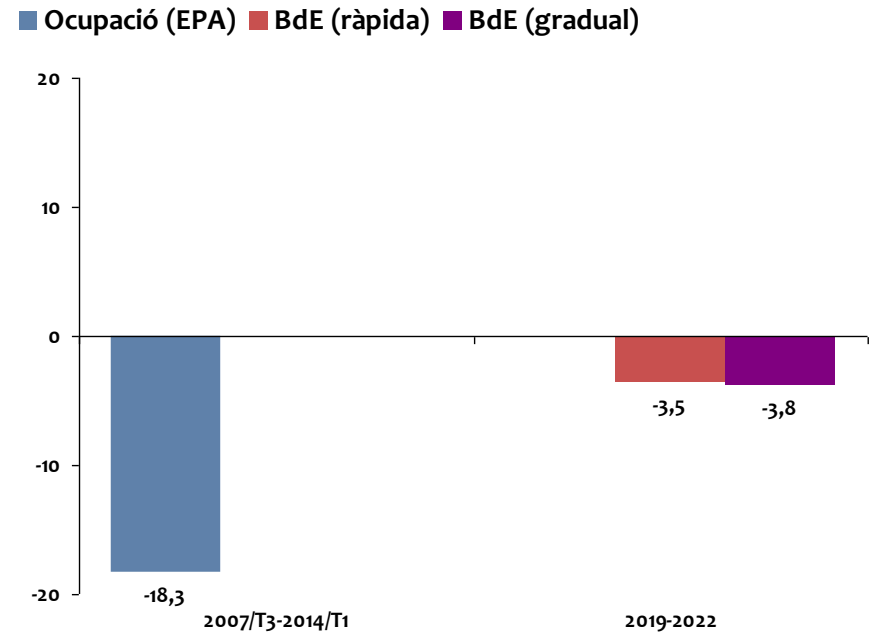
1. Estimació pròpia amb les taxes d'atur de les diverses estimacions fixant els actius del 2019.

## 2. Activitat: una contracció del PIB el 2020 que, en mitjana de l'any, equival a la de tota la crisi financera (2008-13), tot i que, a l'espera de com finalitzin els esquemes de protecció dels ERTO i d'autònoms, sembla serà menys severa en termes ocupacionals...

**Dinàmica del PIB 2009-22 segons escenaris del BdE (juny) i l'FMI (June) (PIB en volum 2008 i 2019 = 100)**



**L'ocupació a la crisi financera i al COVID-19 segons escenaris del Banco de Espanya (juny) (canvi acumulat, en %)**



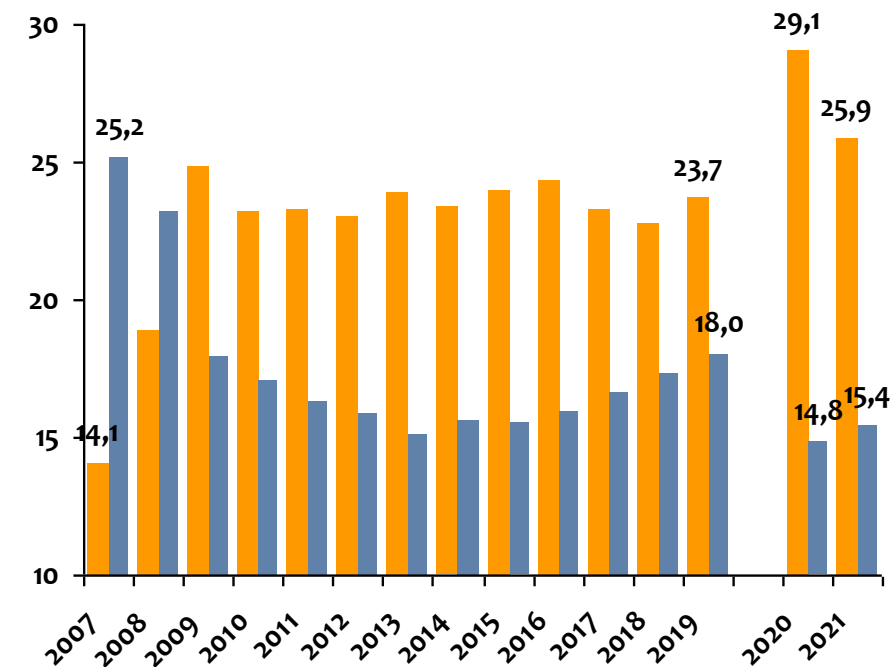


**2. Sectors residents i balança de pagaments: la contracció de la demanda interna permetrà mantenir superàvits exteriors propers al 2% del PIB**

El xoc del COVID-19: en un escenari no particularment sever (EC, abril, PIB a Espanya del -9,4% el 2020 i del +7,0% el 2021), l'estalvi privat assoliria a 2020-21 valors mai contemplats, mentre el públic cauria el 2020 més (-7,8%) que a la crisi financera...

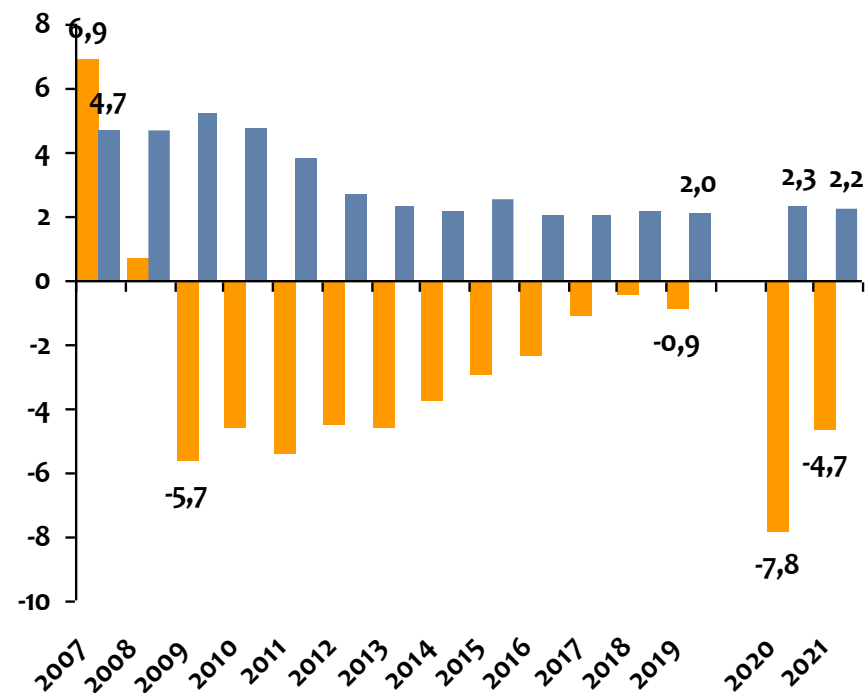
Estalvi i inversió privada 2007-21 (% PIB)

■ Estalvi privat (%PIB) ■ Inversió privada (%PIB)



Estalvi i inversió de les AAPP 2007-21 (% PIB)

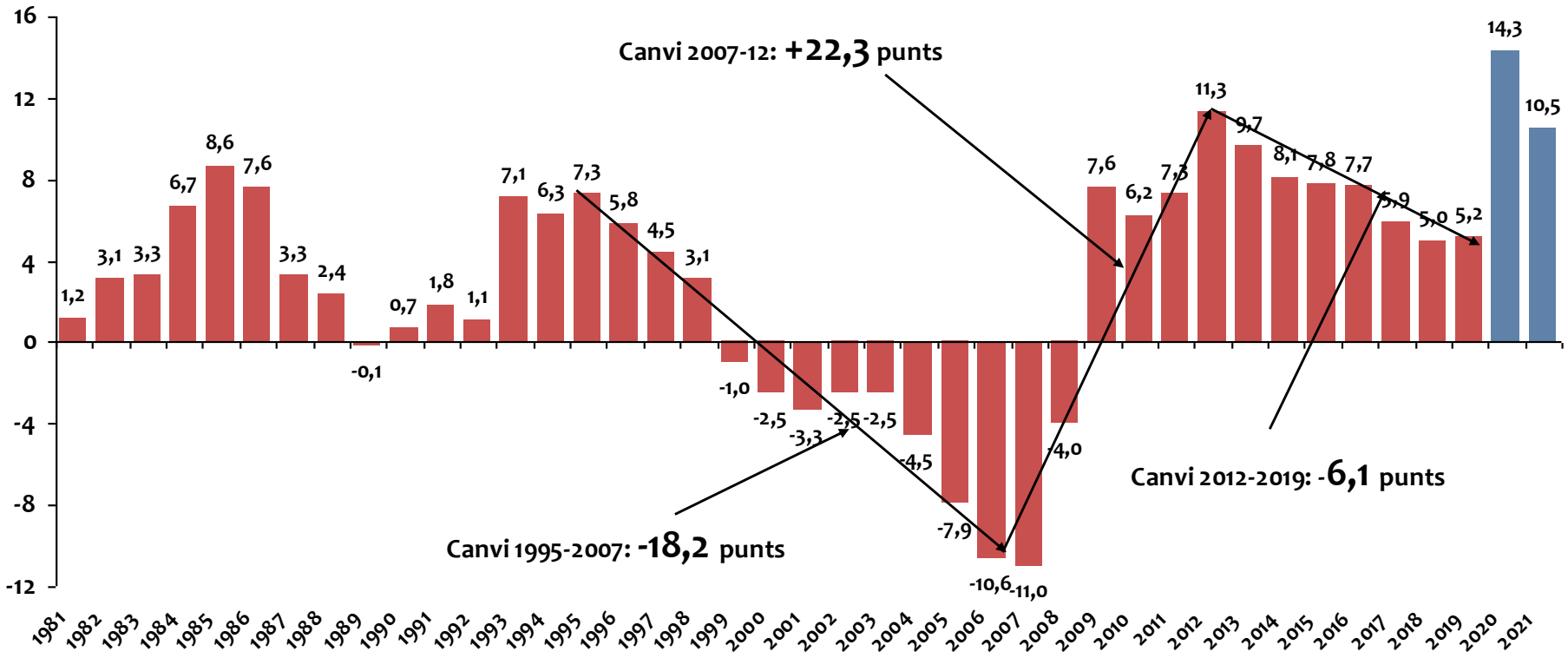
■ Estalvi AAPP (%PIB) ■ Inversió AAPP (%PIB)



1. Per les previsions 2020-21 EC, Economic Forecats (May 2020).

... una dinàmica del sector privat que tradueix un col·lapse de la despesa i un augment de la capacitat de finançament del sector privat no vista mai anteriorment (crisi energètiques, màxim del 8,6% el 1984; a la crisi del SME, del 7,3% el 1995; i a la crisi financera, del 11,3% el 2012): previsions 2020-21 d'excedents financers per sobre el 12% del PIB de mitjana

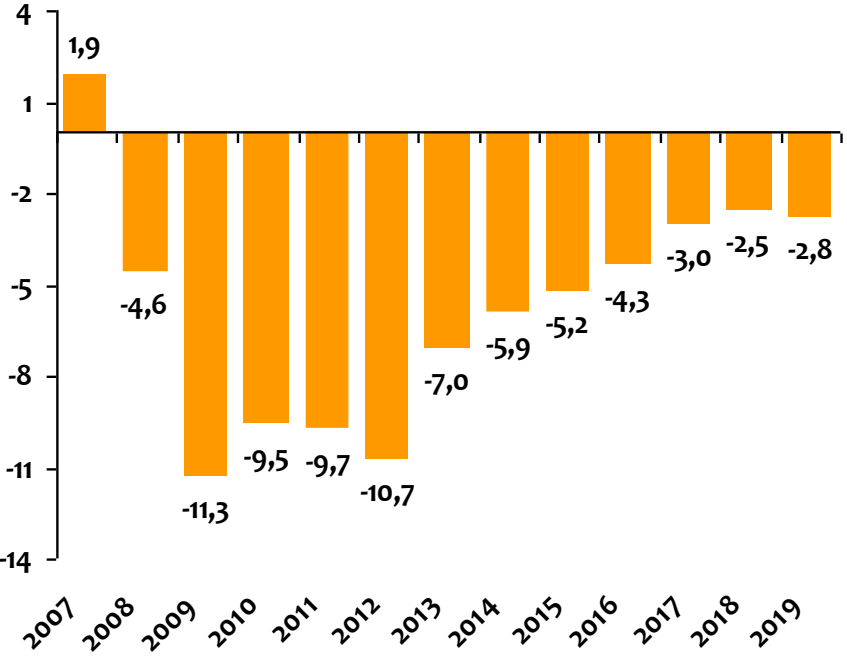
Capacitat (+)/necessitat (-) de finançament del sector privat espanyol (Ilars, SNF i IF). 1981-2021 (% del PIB)



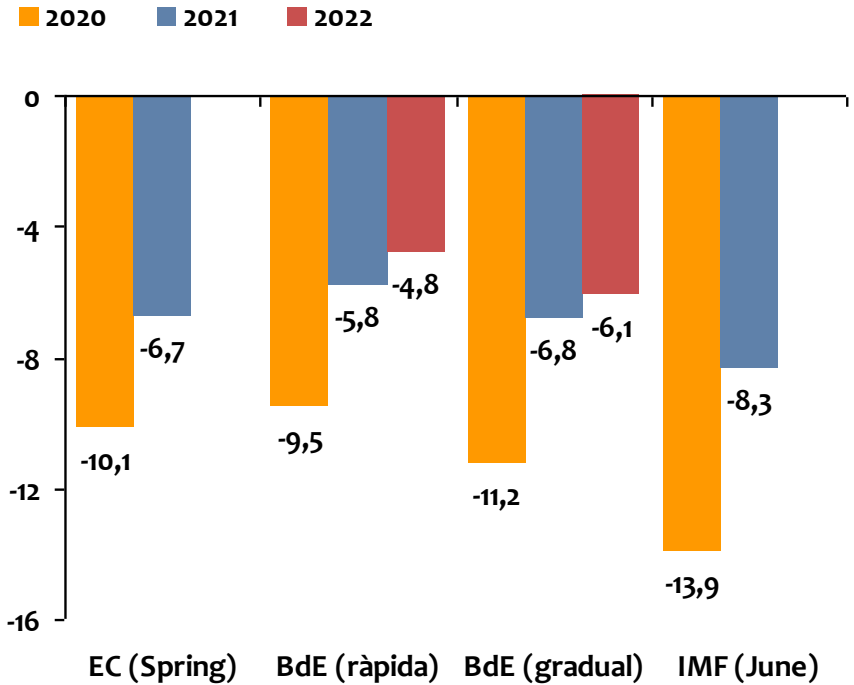
1. Per les previsions 2020-21, estimació pròpia a partir dels saldos estalvi-inversió d' EC, Economic Forecats (May 2020).

... i un marcadíssim empitjorament del dèficit públic, amb expectatives pel 2020 (mitjana de previsions) a l'entorn del -11% i difícils perspectives de retorn a valors inferiors al 7% per més enllà del 2022...

Capacitat/necessitat finançament de les AA.PP. 2007-19 (% PIB)



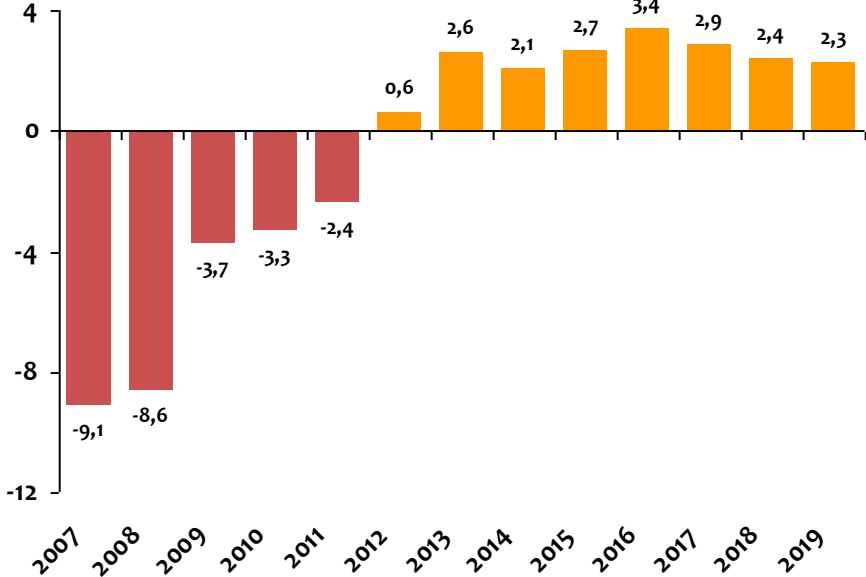
Capacitat/necessitat finançament de les AA.PP. 2020-22 segons diversos escenaris (% PIB)



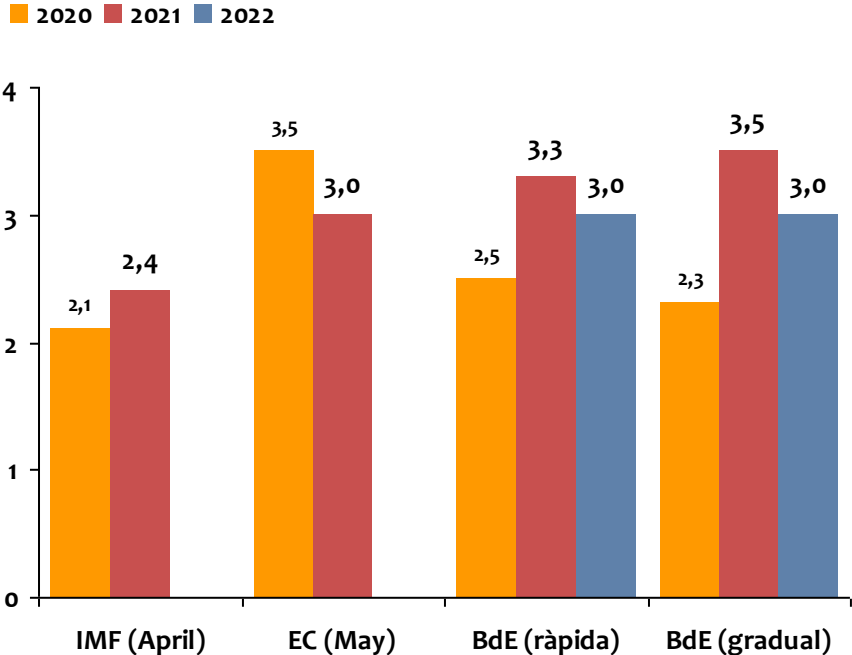
1. Per les previsions 2020-22, EC, Economic Forecats (May 2020), Banco de España (8 de juny 2020) IMF, Economic Outlook (24 June)..

... de manera que, de complir-se la mitjana dels escenaris de consens, el saldo exterior d'Espanya amb la resta del món continuaria mantenint-se vora o per sobre el 2% del PIB, consolidant més d'una dècada de superàvits...

Capacitat/necessitat de finançament de l'economia espanyola 2007-2019 (% del PIB)



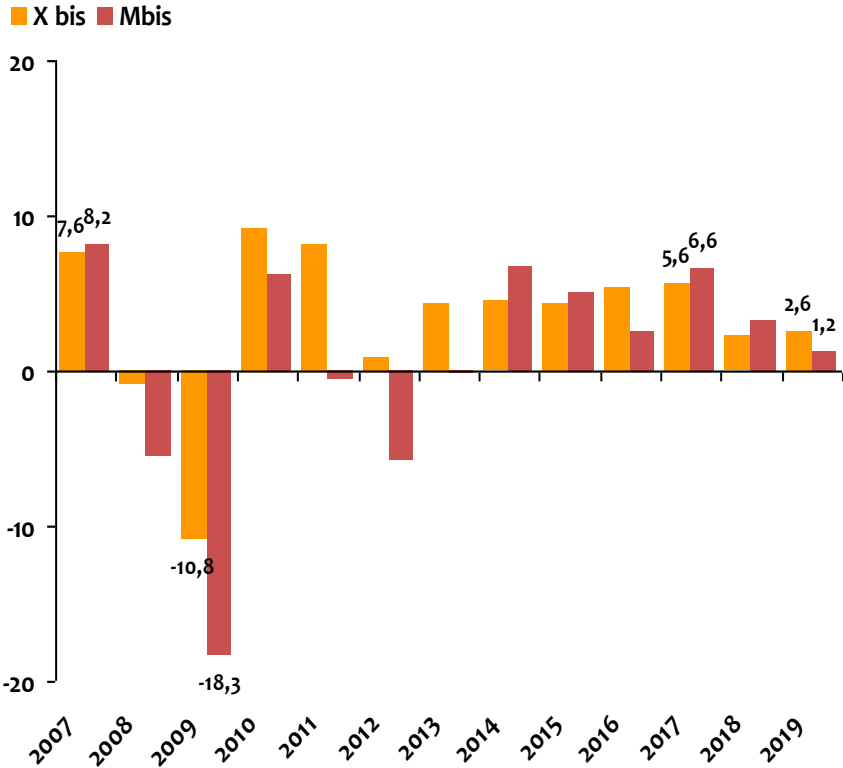
... i previsions 2020-22 del saldo exterior d'Espanya (% del PIB)



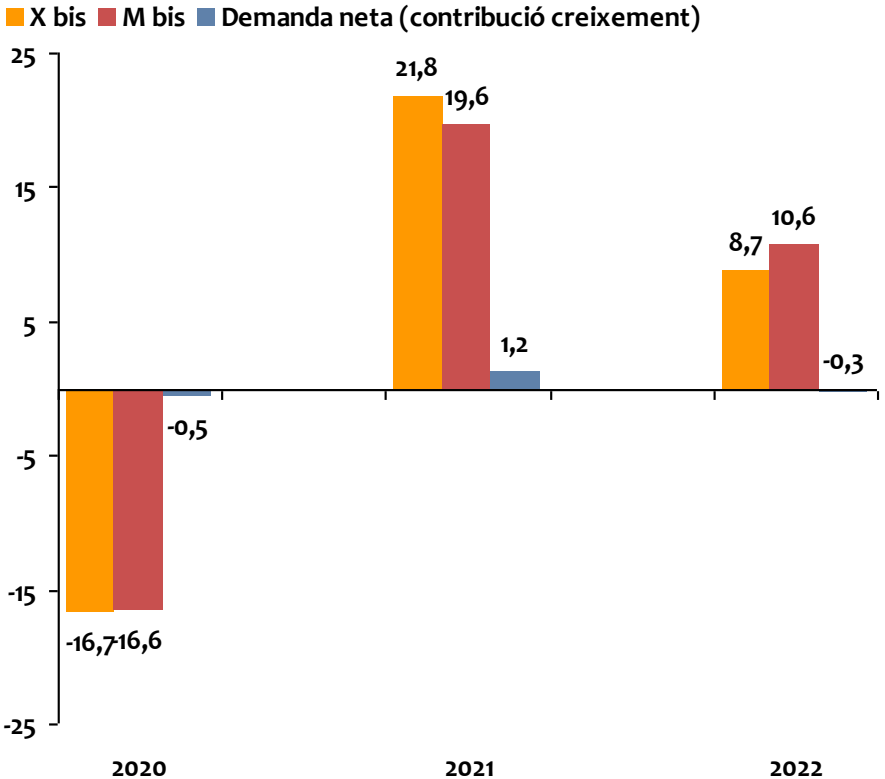
1. Per a 2020-21, previsions de saldo per compte corrent de l'FMI (WEO, Spring 2020); per EC (Economic Forecats, Spring) i Banco de España (Proyecciones macroeconómicas, 8 de juny), capacitat/necessitat de finançament del país.

... un saldo exterior que expressa, a la balança de béns i serveis, davallades molt similars d'exportacions i importacions, cosa que situa la contribució de la demanda exterior neta en registres negatius molt continguts...

Canvi exportacions i importacions de bis 2007-19  
(en termes reals i en %)

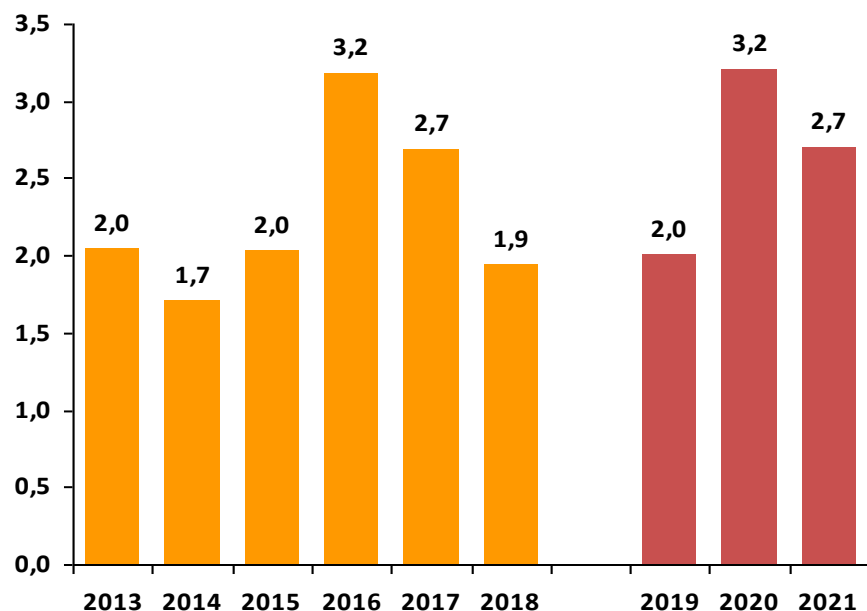


... i previsions BdE d'X i M de bis en l'escenari de recuperació ràpida del BdE (juny). 2020-21  
(% i contribució)

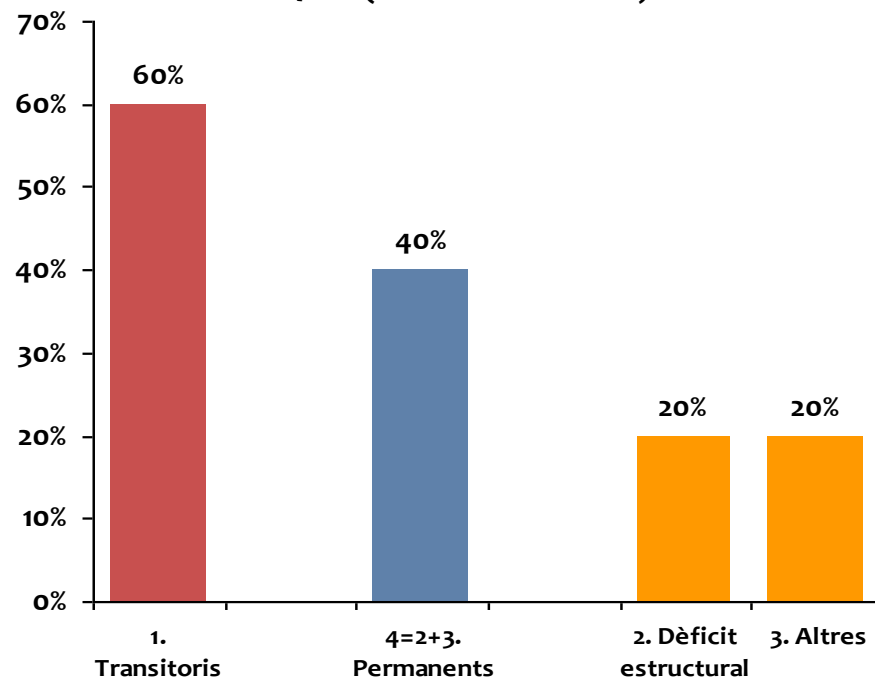


... de manera que es mantindria el saldo superavitari per compte corrent, malgrat la importància dels factors transitoris en la seva millora (Oscar Arce, 2017 ; Moral-Benito y Viani, 2017)

Saldo per compte corrent. 2013-2021  
(% del PIB)



Factors permanents i transitoris en la correcció del dèficit per compte corrent 2007-16 (% de la correcció)

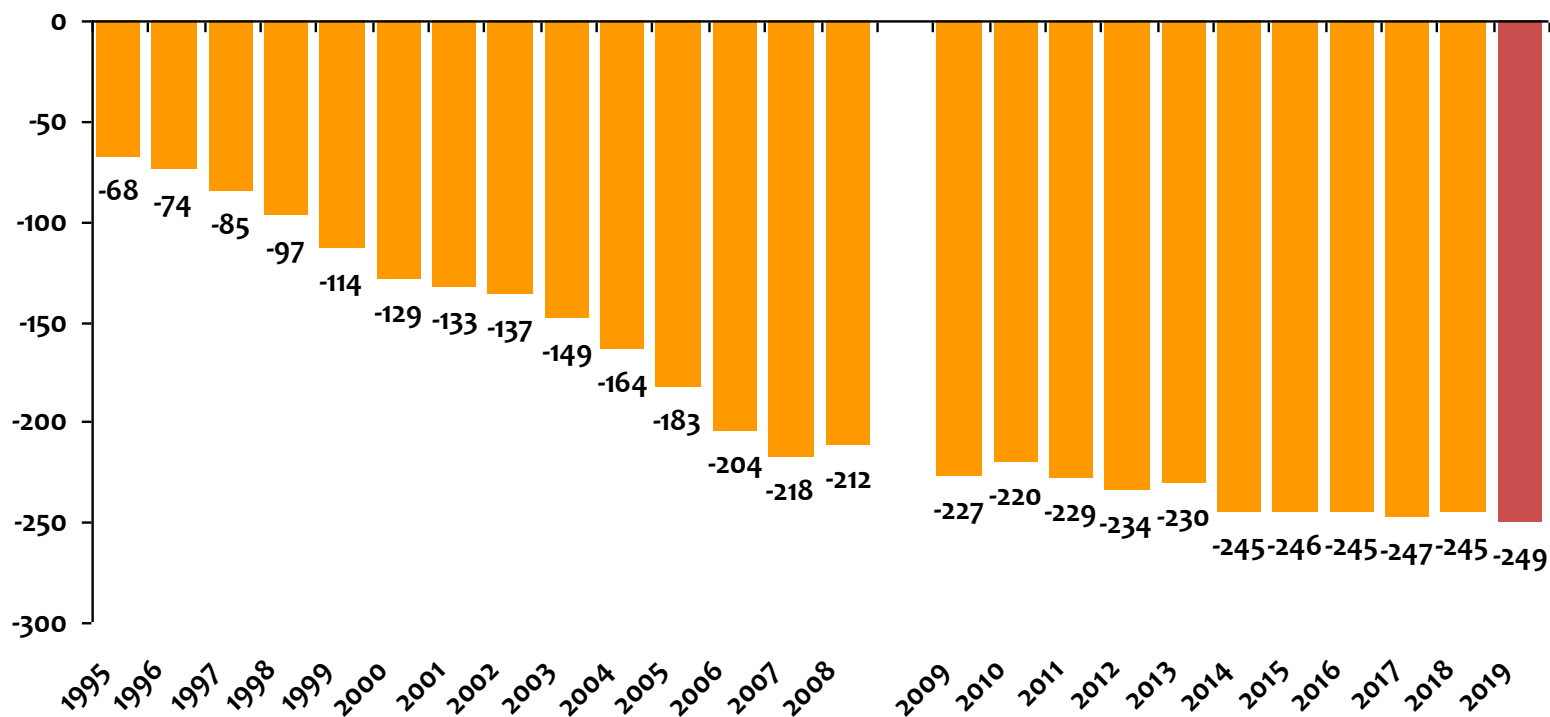


### **3. El despalanquejament intern i exterior (2013-19): balanç de situació abans del COVID-19**



Des de l'inici de la crisi financera, augment de l'estoc de passius exteriors 2009/T4-2019/T4 d'uns 25 punts del PIB (fins el 249% a finals del 2019) ...

### Passius exteriors d'Espanya.<sup>1</sup> 1995-2019 (% PIB)

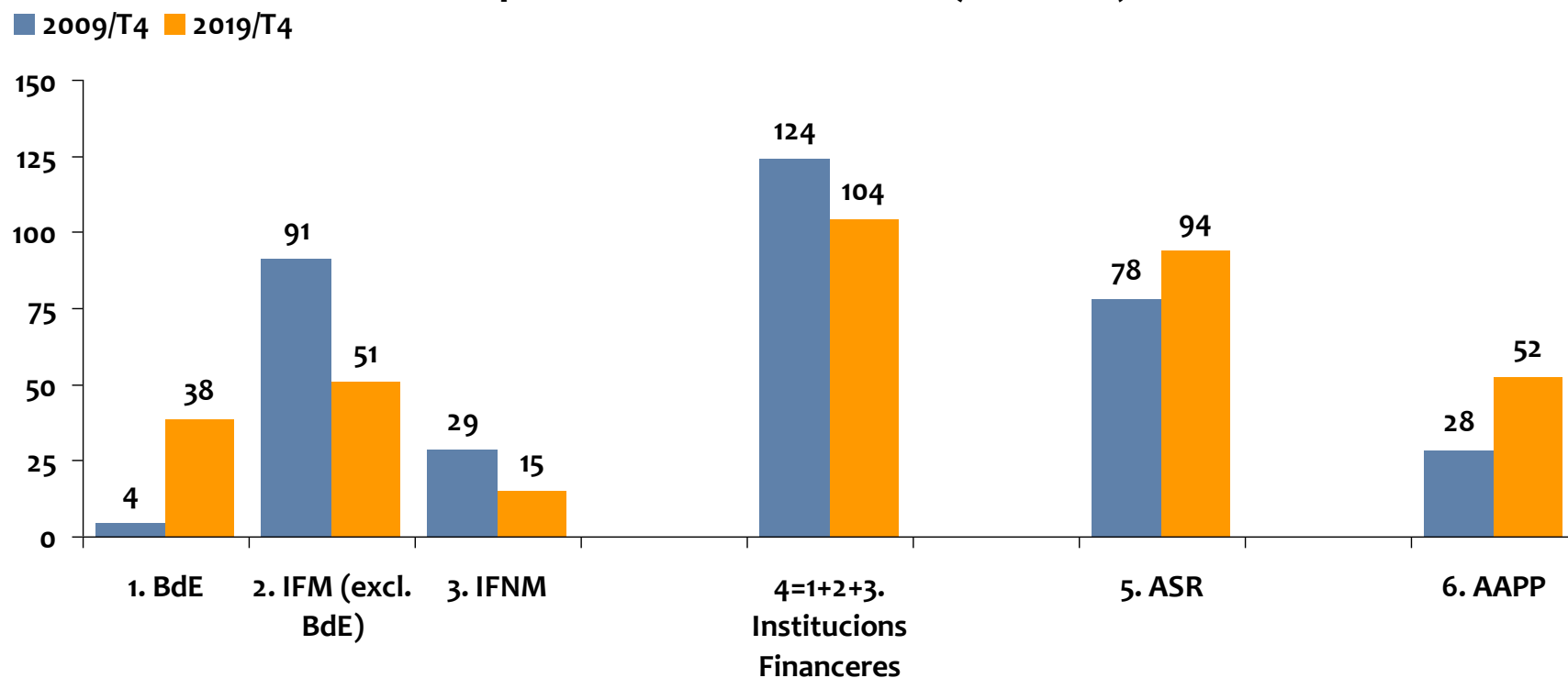


1. Saldos del quart trimestre de cada any.

Font: Banco de España, *Cuentas Financieras* (Quadre 2.22a, Resto del Mundo, Balance Financiero).

... un increment que reflecteix una estructura dels passius menys problemàtica per les IF i més sensible a canvis en les condicions financeres exteriors per a les AA.PP. ...

### Passius exteriors d'Espanya 2009/T4-2019/T4 (del 227% al 249% del PIB) per sectors institucionals (% del PIB)

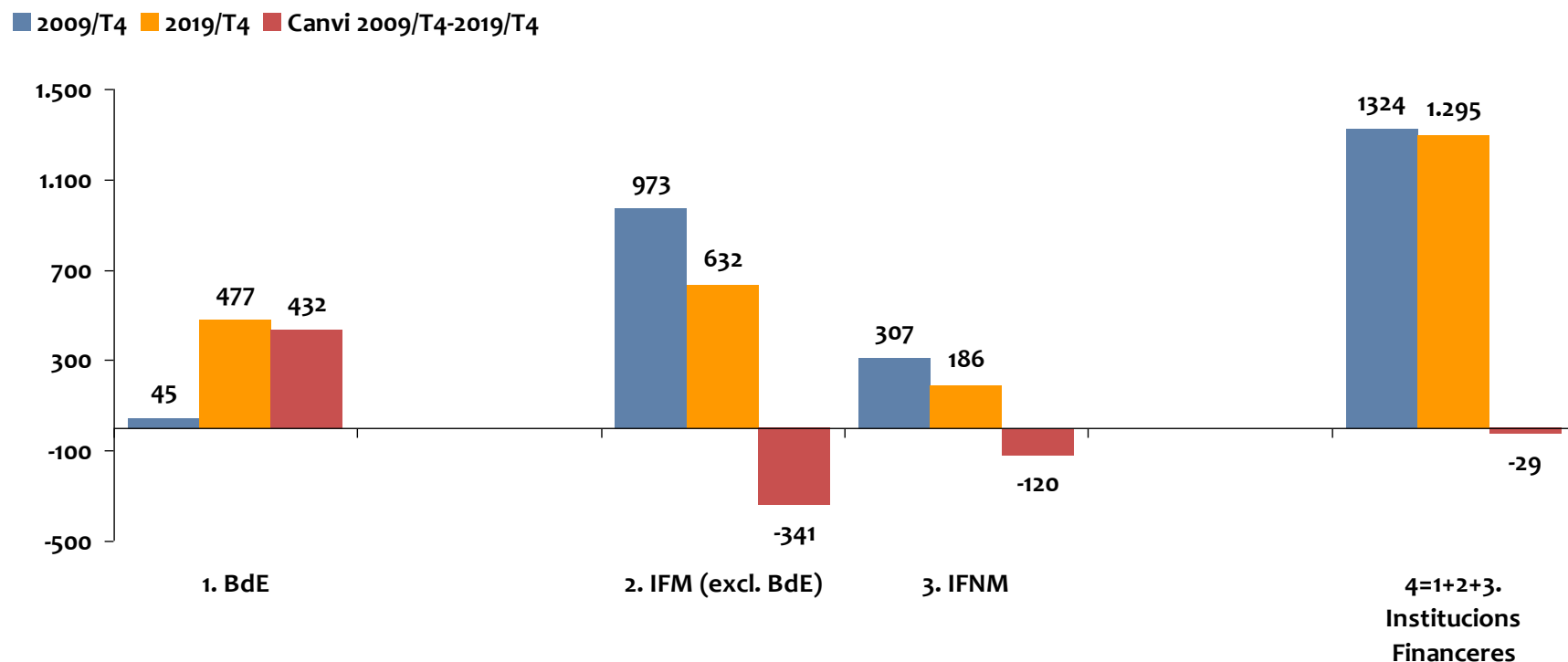


1. Saldos del quart trimestre de cada any.

Font: Banco de España, *Cuentas Financieras* (Quadre 2.22a Resto del Mundo, Balance Financiero).

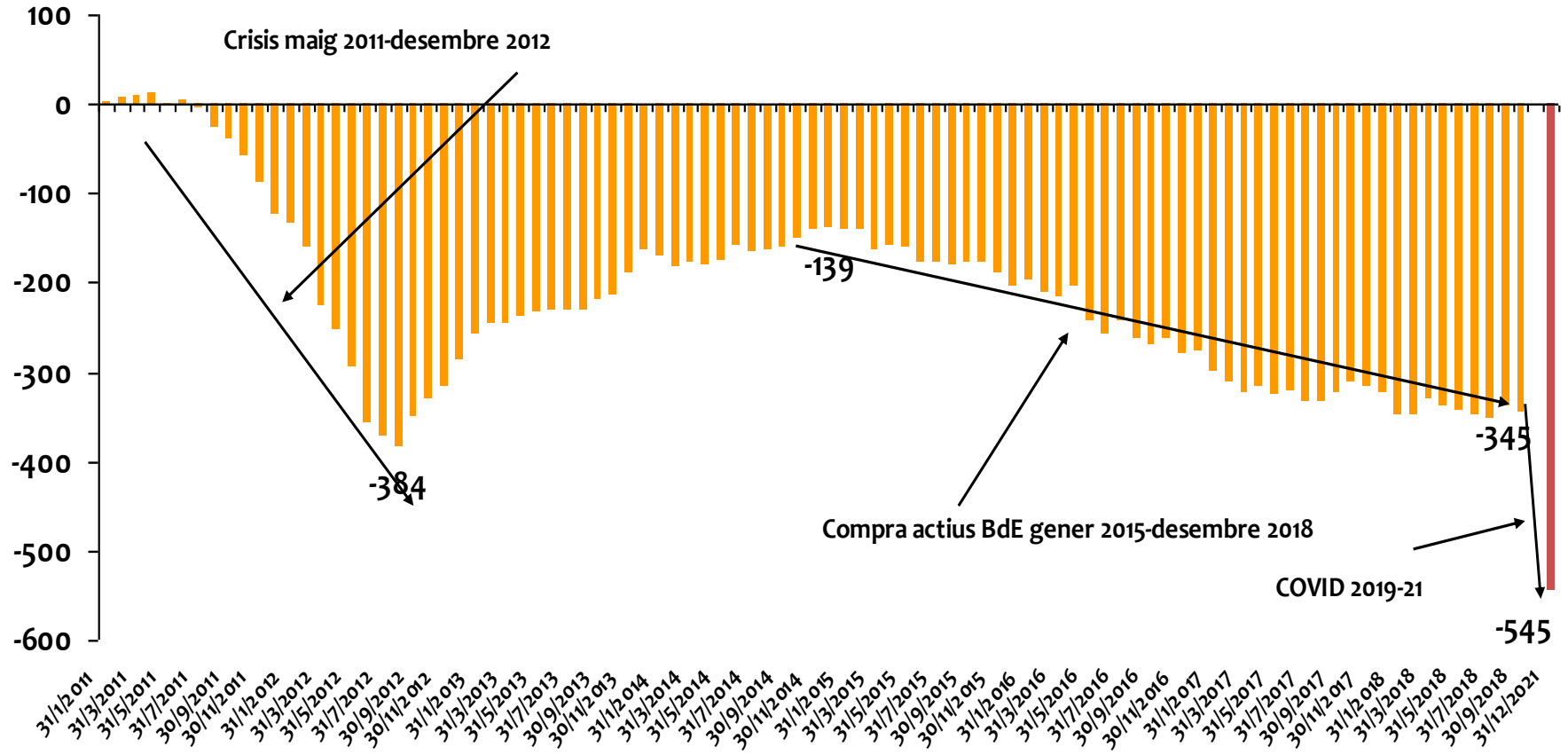
... i, a més, en el crític àmbit de les IF, substancials canvis a la composició dels seus passius, que les situen en millor posició per absorbir el xoc del COVID-19: reducció 2008/T4-2019/T4 dels passius exteriors de les IFM (exclòs BdE) i IFNM, d'uns 460 mm, i augment dels del Banco de España (saldosTARGET), en vora 390 mm

### Passius exteriors de les Institucions Financeres 2009/T4-2019/T4 (mm EUR)



... uns saldos TARGET que, ateses les compres ja acordades pel BCE (*Pandemic Programs*), han d'augmentar substancialment el 2020 i 2021 (uns 150-200 mil milions addicionals)

Saldos TARGET del Banco de España gener/2011- desembre/2021 (mm EUR)

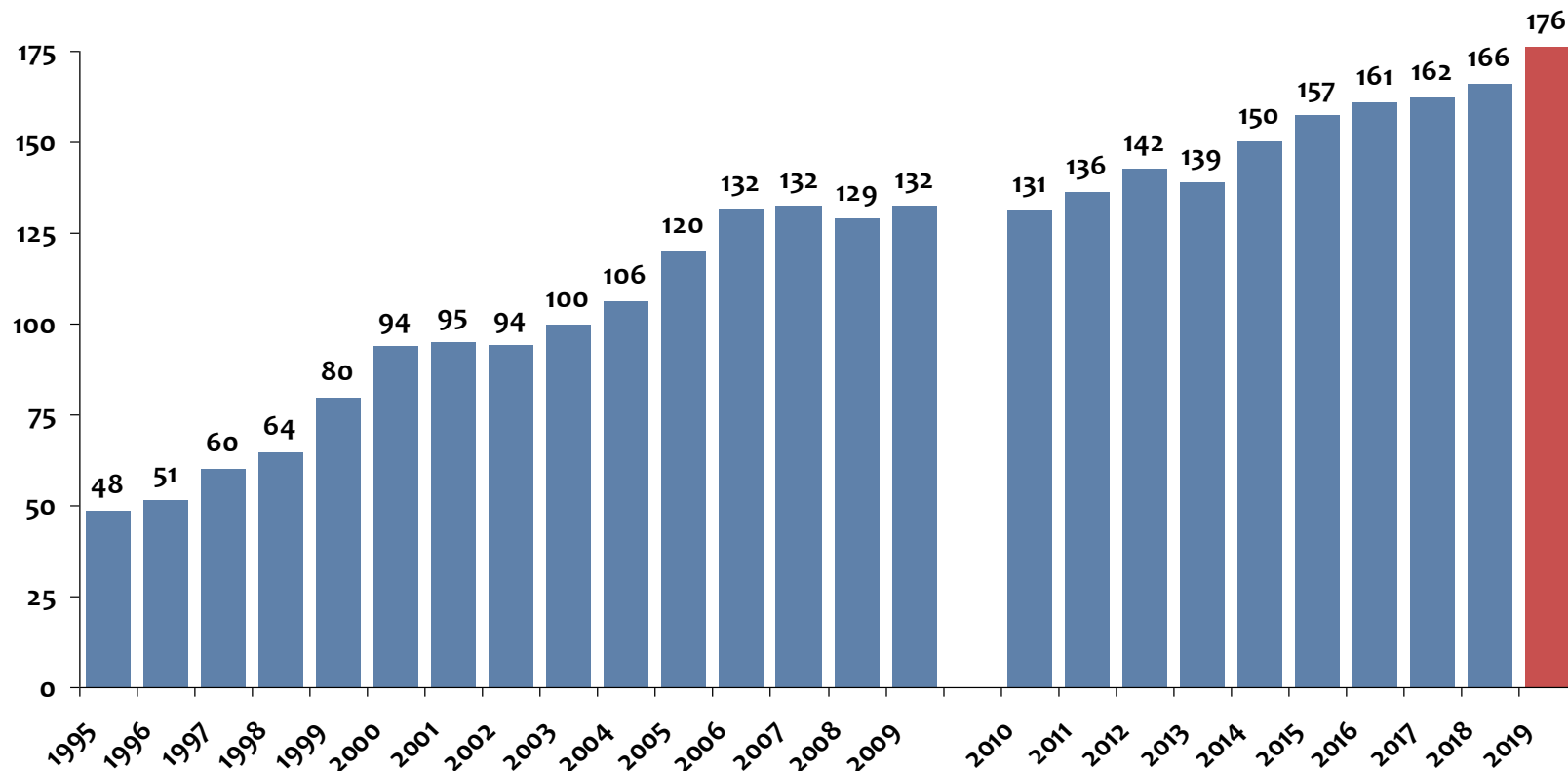


1, Per 31/12/2021, estimació pròpia a parir dels acords adoptats en matèria de compra d'actius pel BCE des de l'abril de 2020.

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

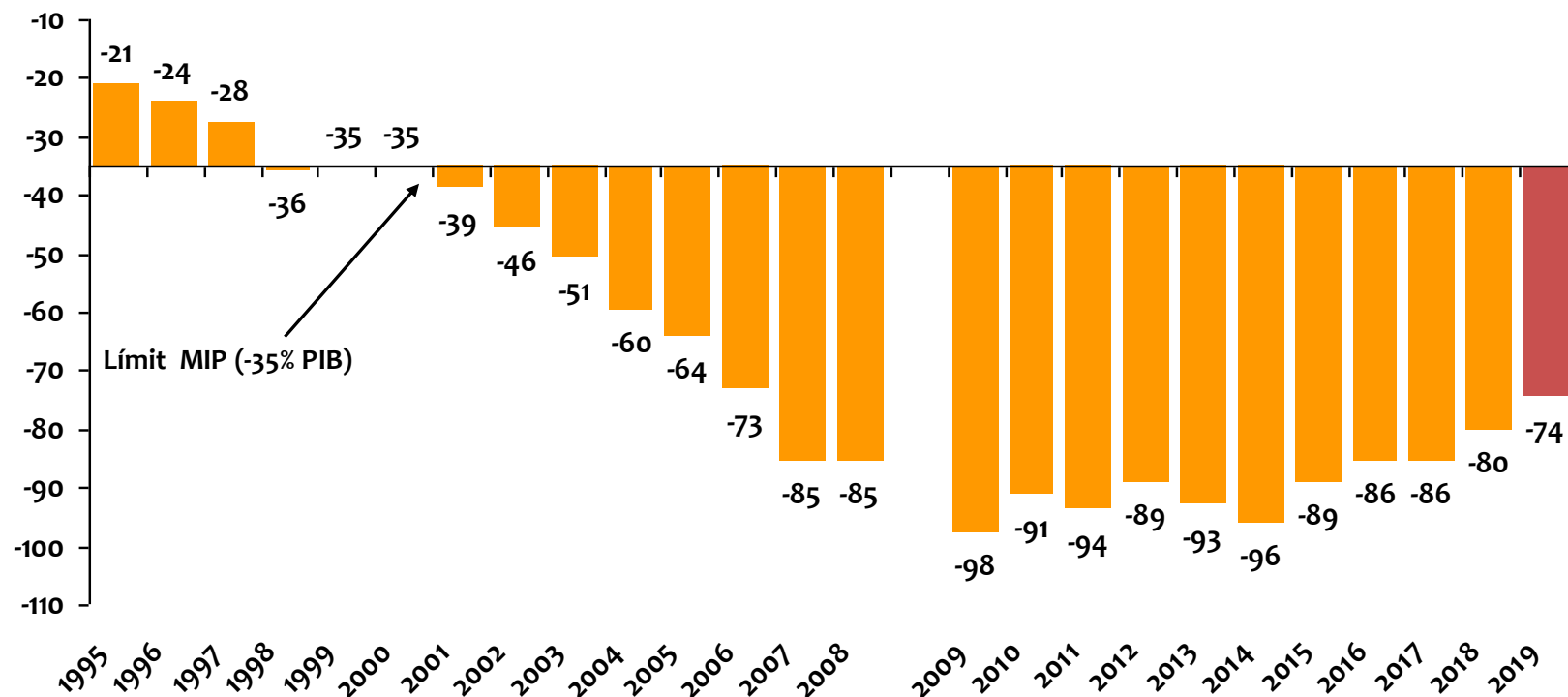
En l'àmbit dels actius exteriors d'Espanya, la crisi no ha significat una reducció en el fort augment anterior: increment per sobre els 44 punts del PIB entre el 2009/T4 i el 2019/T4 ...

**Actius d'Espanya a l'exterior 1995/T4-2019/T4 (% PIB)**



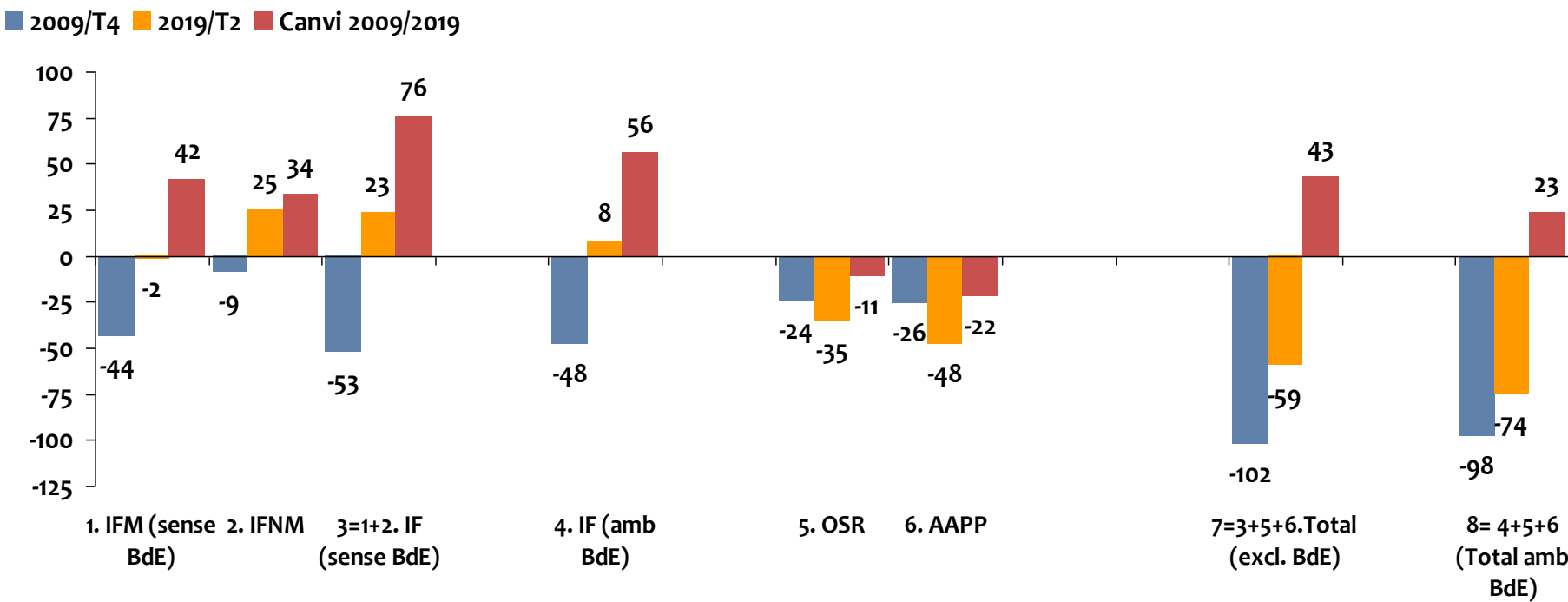
... cosa que ha resultat en una molt notable reducció de la Posició de Inversió Internacional 2009/T4-19/T4 propera als 25 punts del PIB (del 98% al 74%), tot i que continua essent molt més elevada que el límit exigít pel MIP (35%) o els registres de França (-16%), Itàlia (-5%) o Alemanya (+62%) ...

Posició de Inversió Internacional d'Espanya. 1995/T4-2019/T41 (% PIB)



Tot i això, una estructura de la PII més resistent a canvis exteriors: entre 2009/T4 i 2019/T4, augment de 22 punts de la PII de les AA.PP. (del 26% al 48% del PIB) i de vora 20 punts per la del Banco de España (del +5 al -15%), al temps que la redueixen en més de 40 punts les IFM sense BdE (del -44% al -2%) i en altres 34 punts les IFNM (del -9% al 25%)

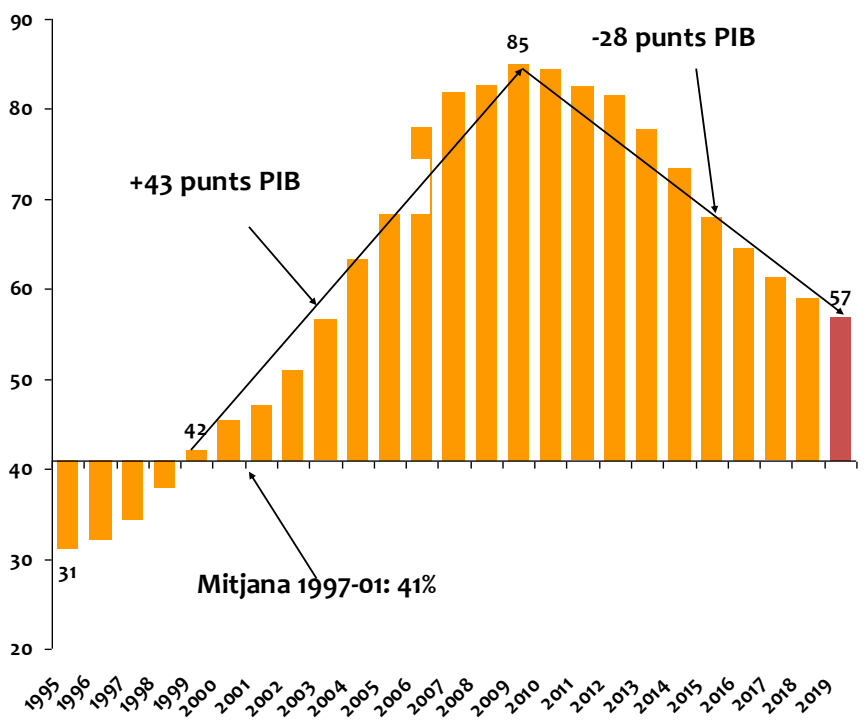
Posició de Inversió Internacional, exclòs i inclòs BdE 2009/T4-2019/T4 (% PIB)



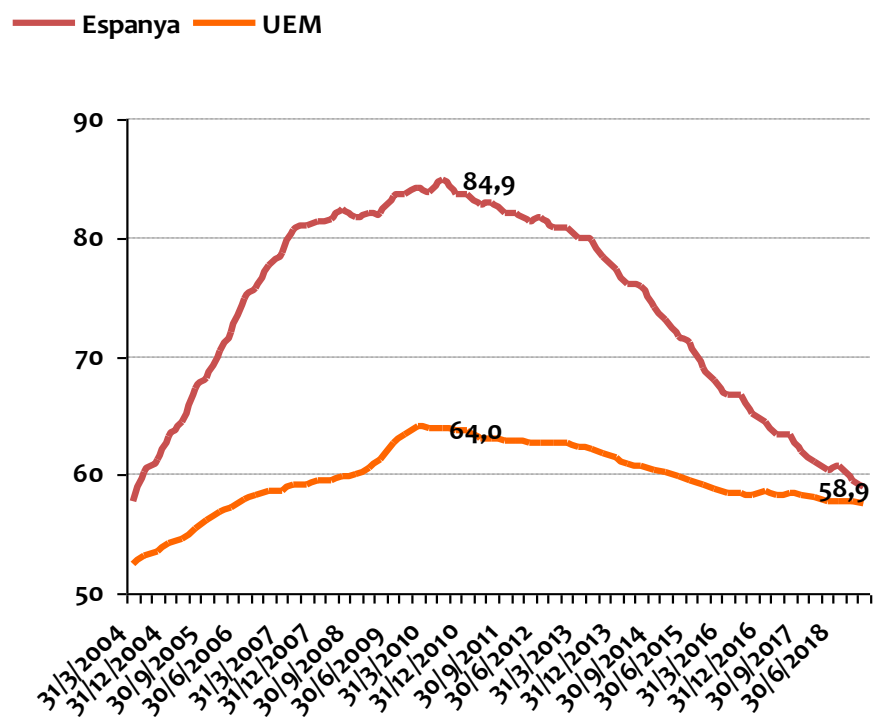
Font: Banco de España, Boletín Estadístico (17. Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. Quadre 17.21c Detalle por sector institucional).

En l'àmbit intern, i tot i el progressiu increment del crèdit a llars, les amortitzacions i l'alça nominal del PIB han reduït el seu endeutament en uns 28 punts del PIB (del 85% al 57%), situant-se ja des de finals del 2018 en la mitjana de la UEM ...

Deute consolidat<sup>1</sup> de les llars a Espanya  
1995-2019 (% PIB)



Deute llars espanyoles i a la UEM 2004-18  
(% PIB)



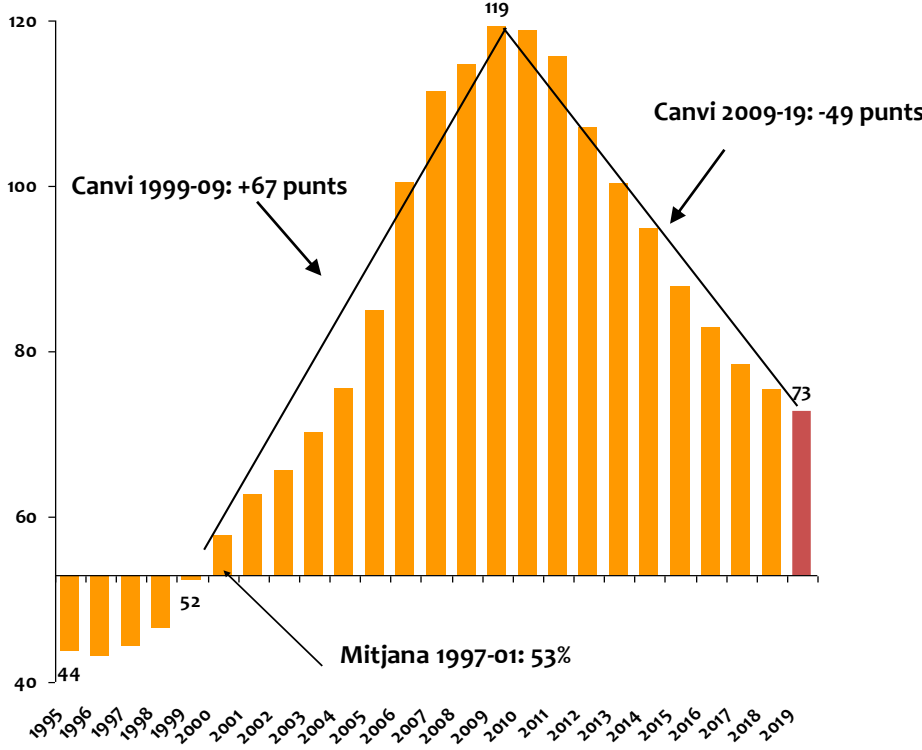
1. Deute consolidat de les llars: préstecs front la resta de sectors.

Font: Eurostat Database, Tables on EU policy, Macroeconomic imbalance procedure indicators (Private sector debt. Consolidated data) i Banco de Espanya.

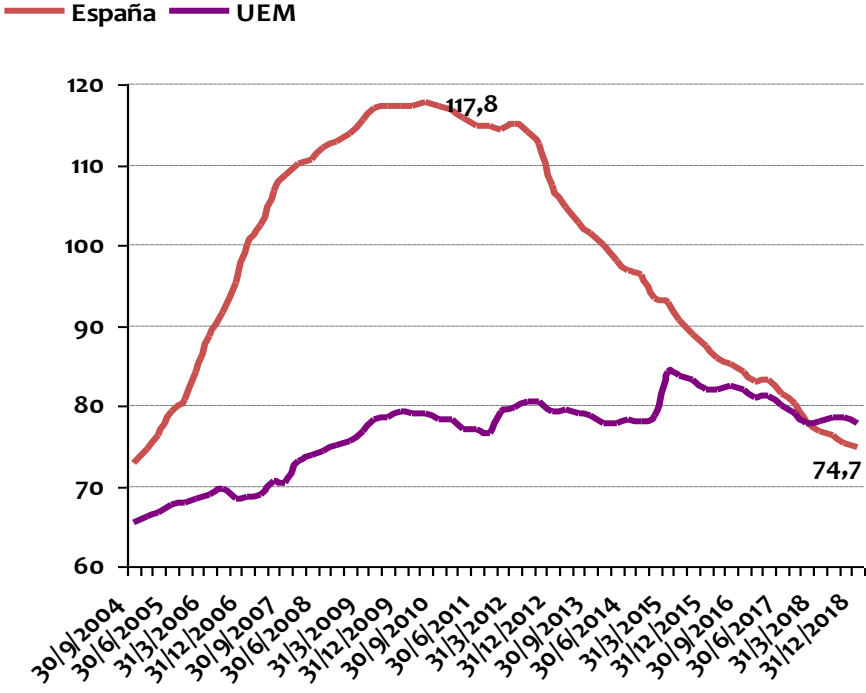


... al temps que també les SNF han efectuat un notable despallanquejament: entre el 2009 i el 2019, més de 46 punts del PIB, situant-se ja per sota la mitjana de la UEM, tot i que encara 30 punts del PIB per sobre d'Alemanya o de la mitjana espanyola 1997-01 ...

Deute consolidat<sup>1</sup> de les SNF espanyoles 1995-2019 (% del PIB)



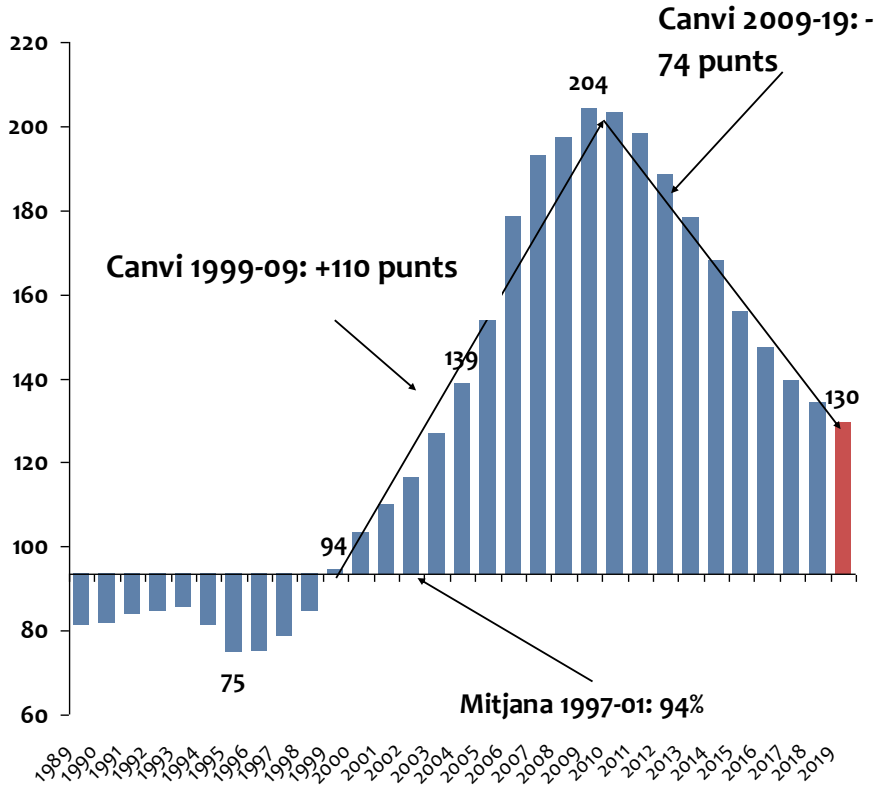
Ratis d'endeutament de les SNF a Espanya i la UEM (% del PIB)



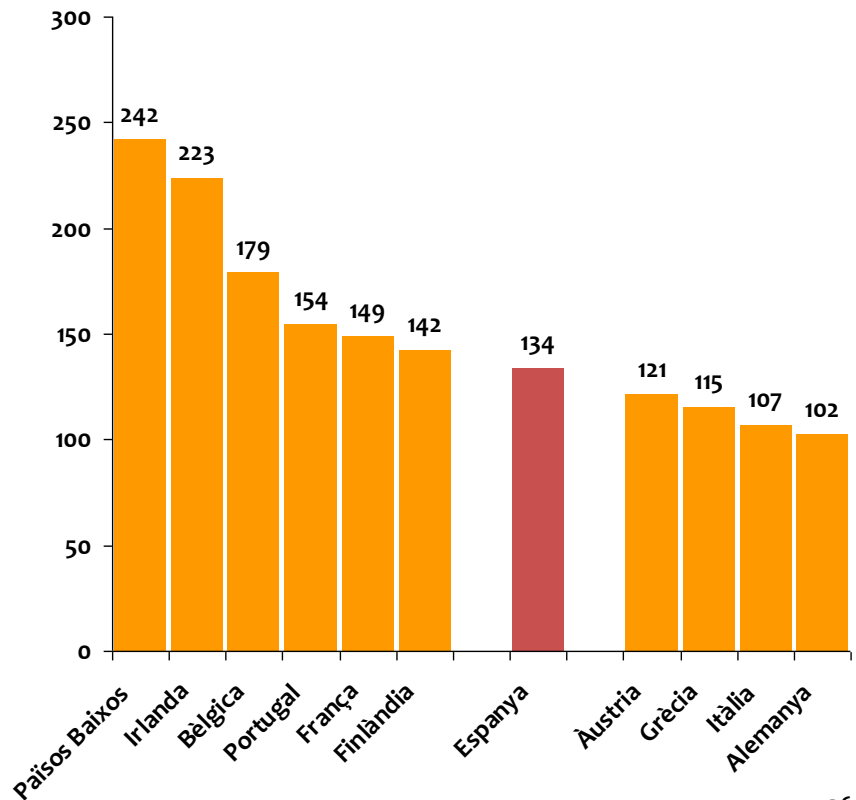
1. Deute segons criteri PMI: valors representatius de deute i préstecs. Font: Eurostat Database, Tables on EU policy, Macroeconomic imbalance procedure indicators (Private sector debt, consolidated data) i Banco de Espanya.

Tot plegat, manifesta millora de l'endeutament dels sectors privats no financers, que els fa més resistents front a la nova crisi del COVID-19: contracció del seu endeutament propera als 75 punts del PIB (del 204% al 130%), tot i que allunyada encara del 95% teòric d'equilibri de principis dels 2000 (Crespo et al, 2013) ...

Deute privat consolidat a Espanya  
1989-2019 (% del PIB)



Deute privat consolidat a Espanya i la UEM. 2018  
(% del PIB)

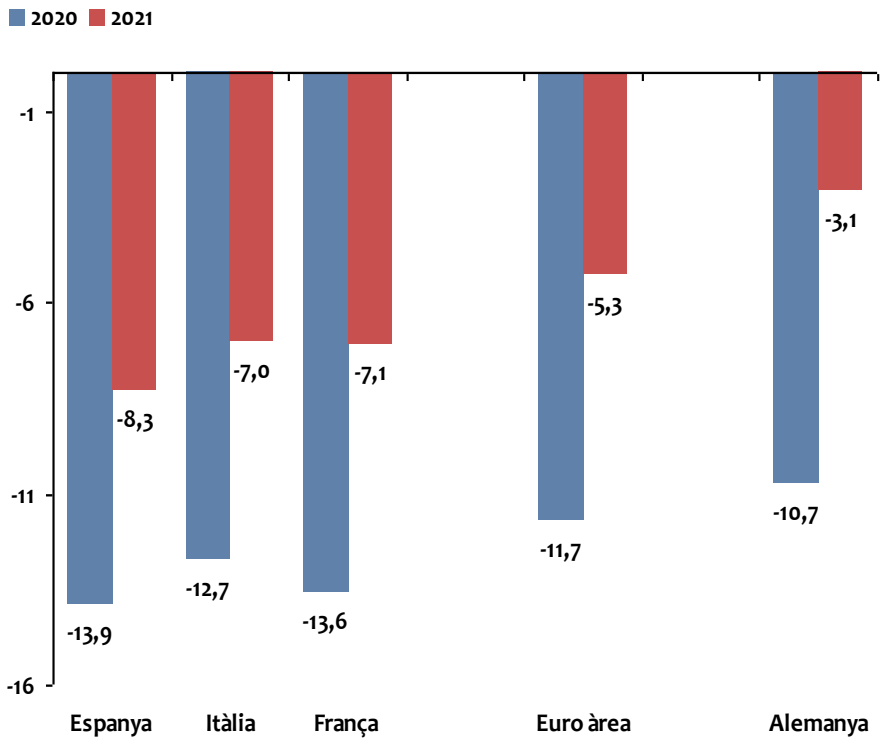


Font: Eurostat Database, Tables on EU policy, Macroeconomic imbalance procedure indicators (Private sector debt, consolidated data) i Banco de España.

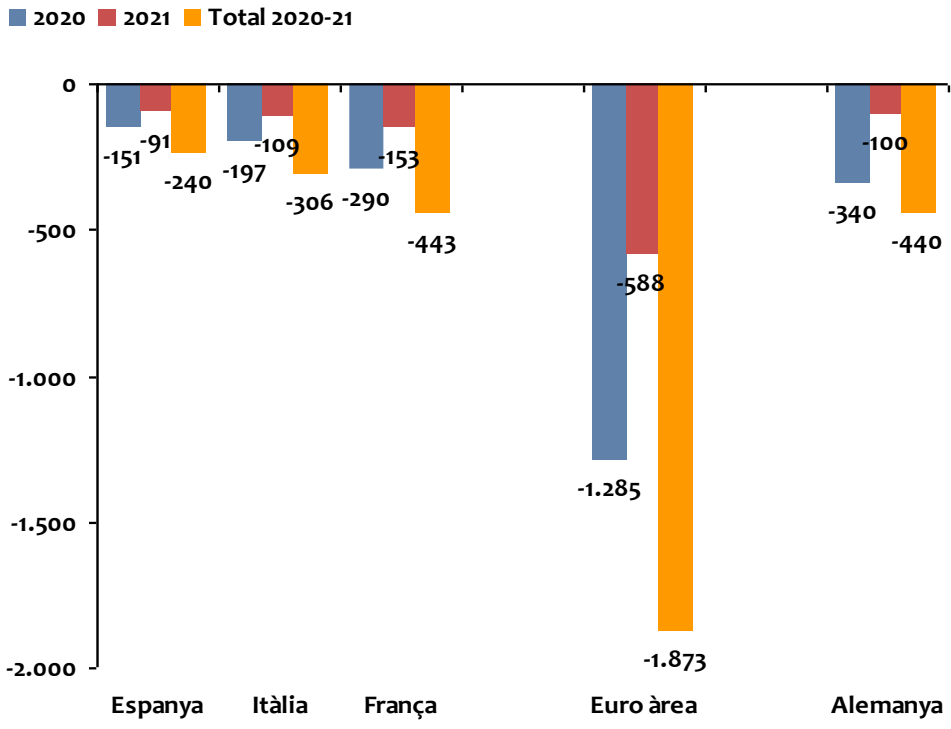
## 4. Deute (interior i exterior), sector financer, BCE i ajuts UE en temps del COVID-19: fortaleeses i debilitats

# Primer: COVID i dèficit. Creixement agregat per l'eurozona els anys 2020 i 2021 d'1,8 bilions<sup>1</sup>: vora 450 mm a alemanya i França, 300 mm a Itàlia i aproximadament 250 mm a Espanya ...

Dèficit públic en alguns països de l'eurozona 2020-21 (previsions d'actualització WEO de juny 2020) (% PIB)



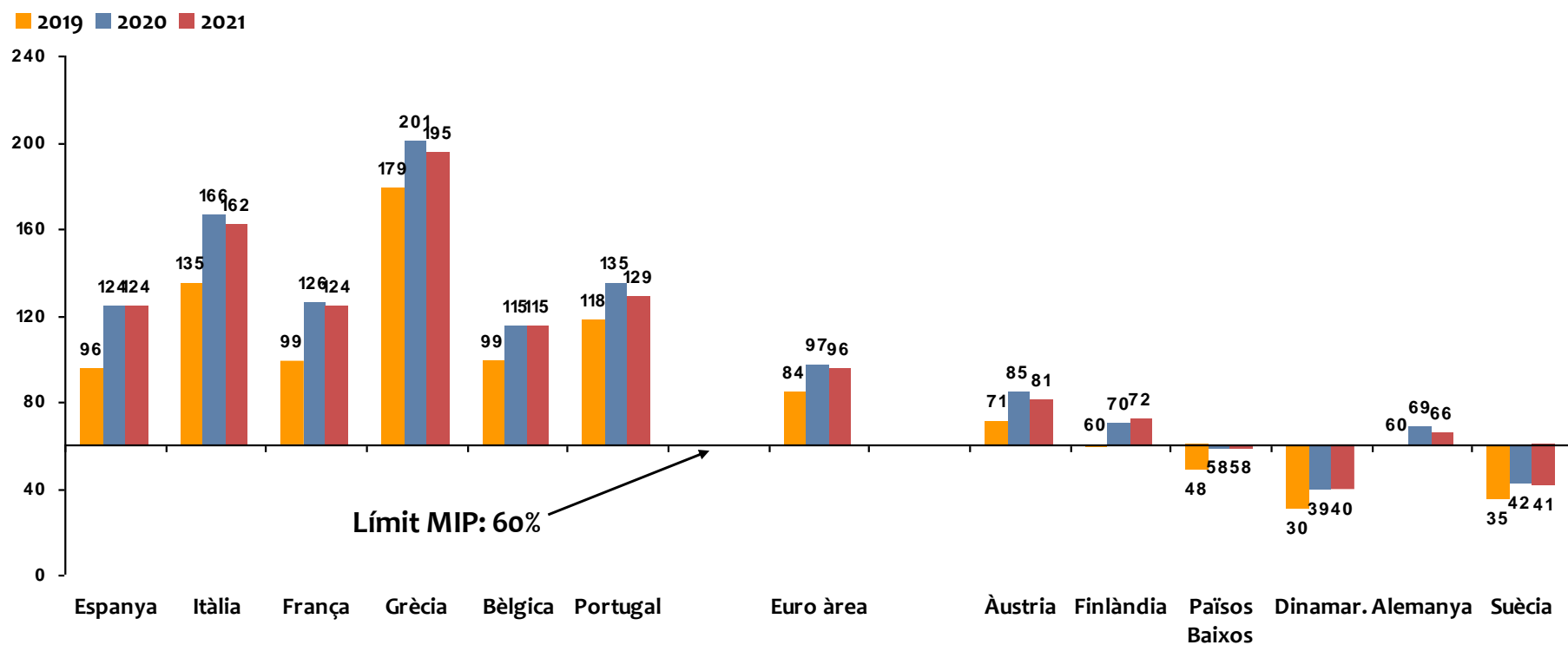
Dèficit públic en alguns països de l'eurozona 2020-21 (previsions d'actualització WEO de juny 2020) (milers de milions d'euros)



1. Estimació pròpia a partir dels diferents escenaris de dèficit públic i canvi del PIB real i del deflactor (IPC) estimat per la EC el maig del 2020.

... cosa que es tradueix, atesa la davallada del PIB, en una l'explosió del deute públic mai vist des de la II Guerra Mundial: fins el 115% a Bèlgica, el 125% a Espanya i França, el 135% a Portugal, el 166% a Itàlia i el 200% a Grècia

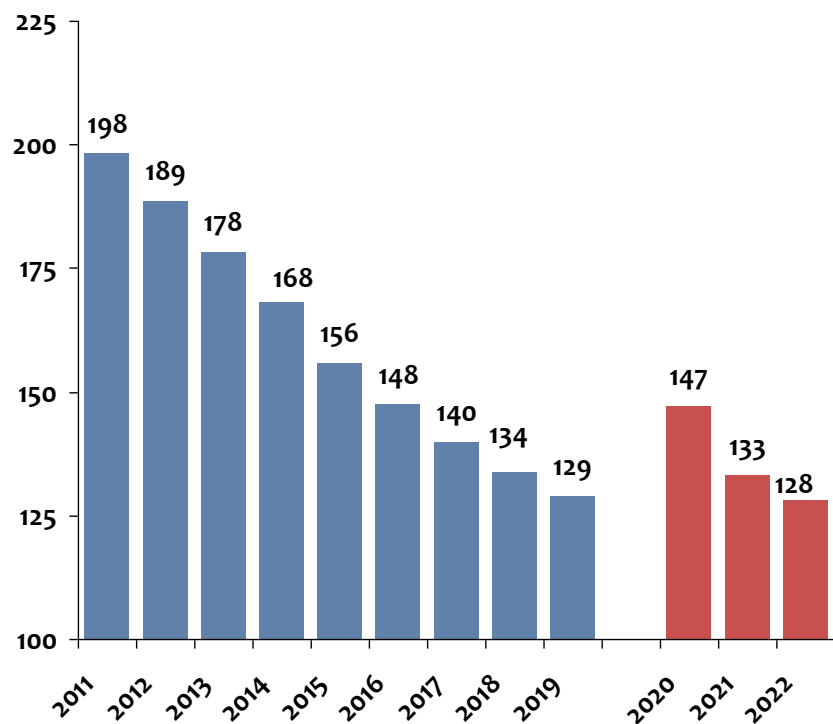
Deute públic en alguns països de l'eurozona i la UE: previsions de l'FMI 2020-21  
(Fiscal Monitor d'abril i WEO de juny 2020) (% del PIB)



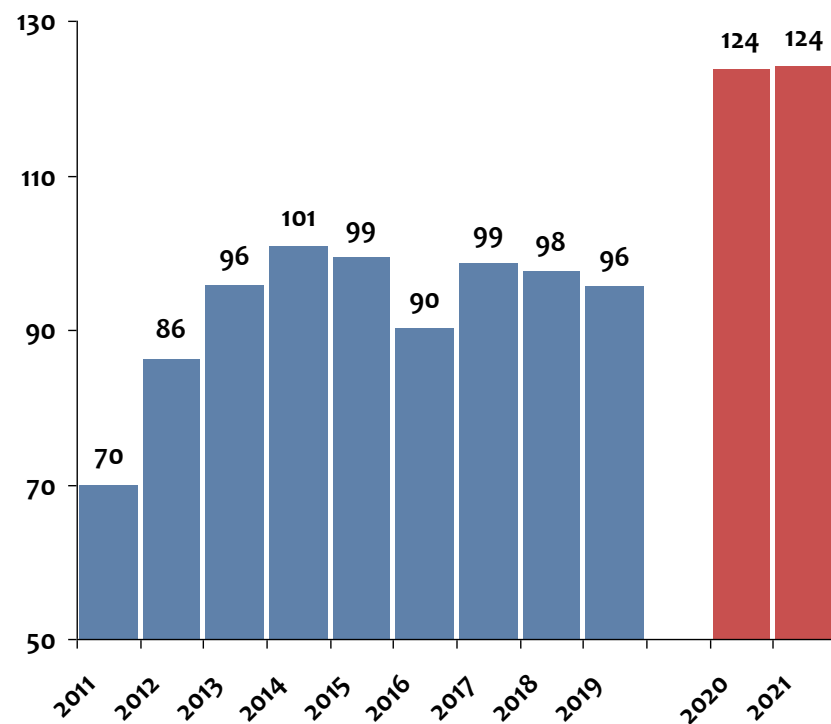
1. Per Espanya, França, Itàlia i Alemanya, previsions de l'actualització del WEO de l'FMI de juny 2020. Per la resta de països, Fiscal Monitor de l'IMF d'abril 2020.

Segon: deute dels sectors residents a Espanya. En l'escenari central de l'FMI (WEO de 24 de juny), insòlit augment de vora 30 punts del PIB pel deute públic (del 96% al 124% del PIB), mentre que, mantenint el deute privat en euros a nivell del 2019, se situaria a valors propers al 140% el 2021/22

Deute sector privat no financer (SNF i llars) 2011-2022<sup>1</sup> (% PIB)



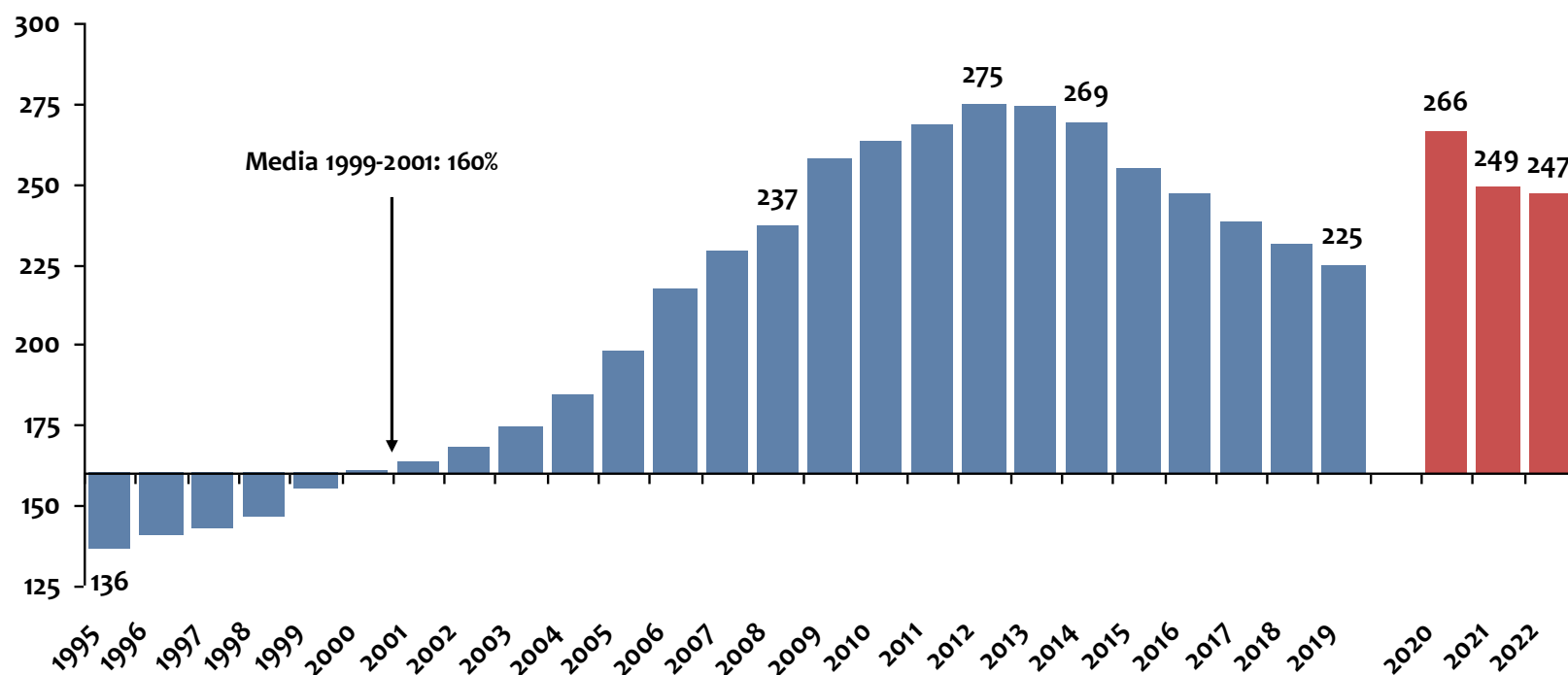
Deute AA.PP. espanyoles 2011-2022<sup>2</sup> (% PIB)



1. Estimació pròpia a partir de fixar el deute del 2019 i actualitzar el PIB nominal amb el canvi de la recuperació gradual del BdE i de l'IPC 2020-22; 2. Per les previsions de deute de les AAPP 2020-21, estimació de l'FMI (juny de 2020);

... de manera que cosa el deute dels sectors no financers de l'economia espanyola el 2022 assoliria un valor mínim del 250% del PIB, vora 90 punts per sobre la mitjana 1999/01 (160%) i més de 70 punts superior al d'Alemanya...

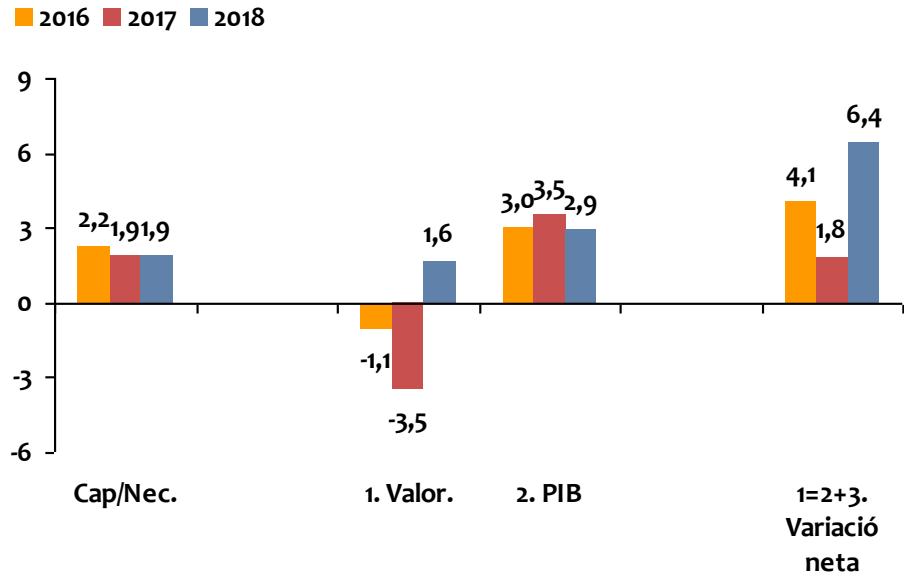
Deute<sup>1</sup> dels sectors no financers (privats i AAPP) a Espanya. 1999-2022  
(% del PIB)



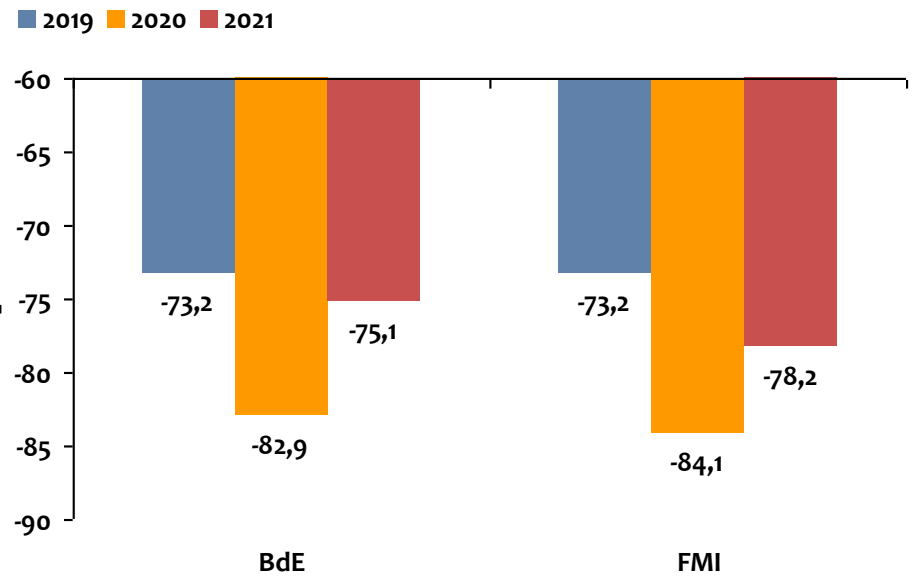
1. Estimació pròpia a partir de l'escenari de recuperació gradual del Banco de España (8 de juny del 2020) pel deute privat i de les previsions de l'FMI (24 de juny del 2020) pel deute públic.

# Tercer: expectatives de deterioro de la PII. La millora 2016-18 va reflectir, fonamentalment, canvis en el PIB nominal (Alves, Martín y Roibás, 2019), de manera que la dinàmica 2020-21, llevat de modificacions en la valoració, l'han de deteriorar

**Factors dels canvis 2016-18 a la PII: cap./nec. finançament,<sup>1</sup> valoració<sup>2</sup> i PIB nominal (punts PIB)**



**Canvis 2020-21 de la PII segons projeccions del PIB a l'escenari de recuperació gradual del BdE (juny) i del WEO de l'FMI (juny) (% del PIB)**



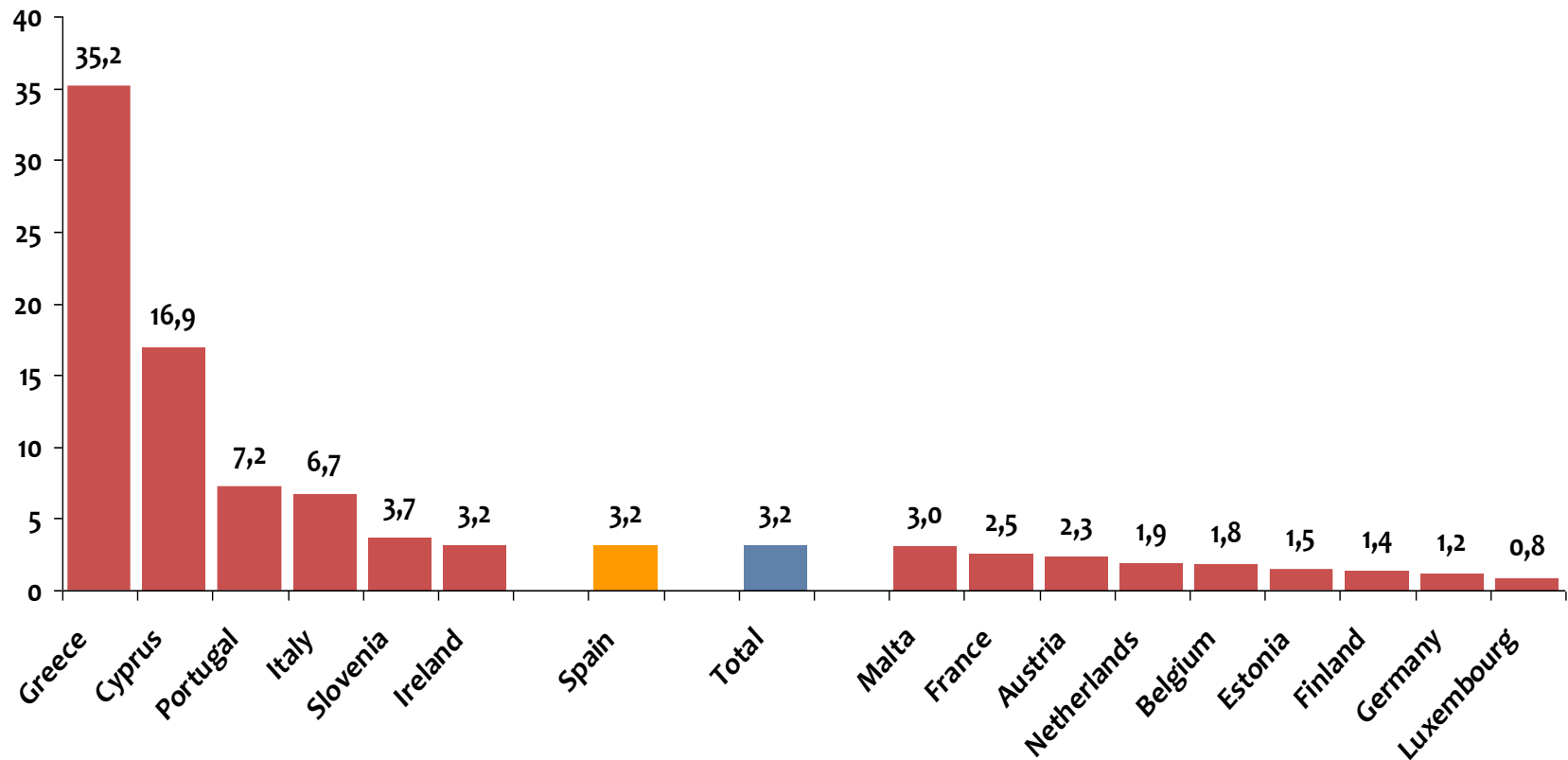
1. Inclous errors i omissions; 2. Inclòs també canvis en el volum per reclassificacions.

Font: Banco de España, Alves, Martín y Roibás, *La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional en 2018*, Boletín Económico, 2/2019.



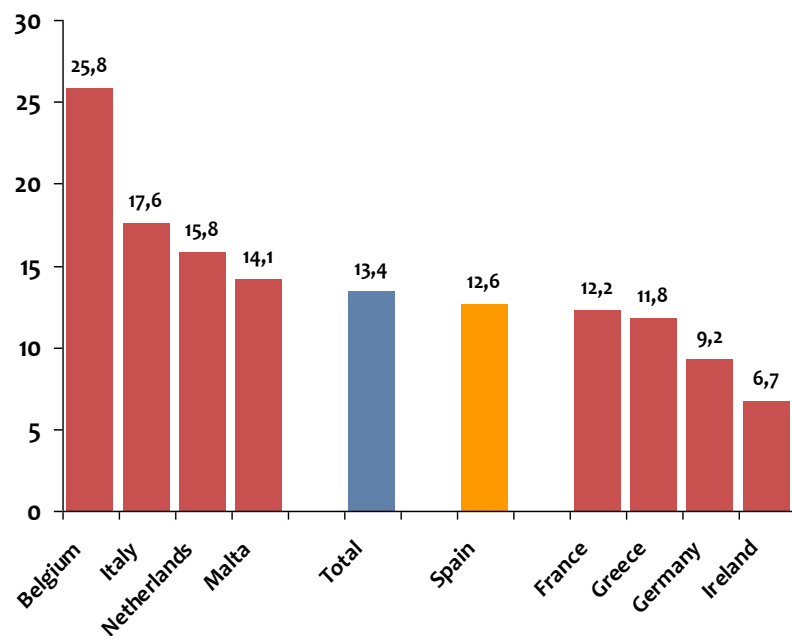
## Quart. El sector financer espanyol aborda aquesta crisi amb molt millor posició: un nivell contingut de NPL ...

NPL a l'eurozona. 2019/T4 (% actius totals)

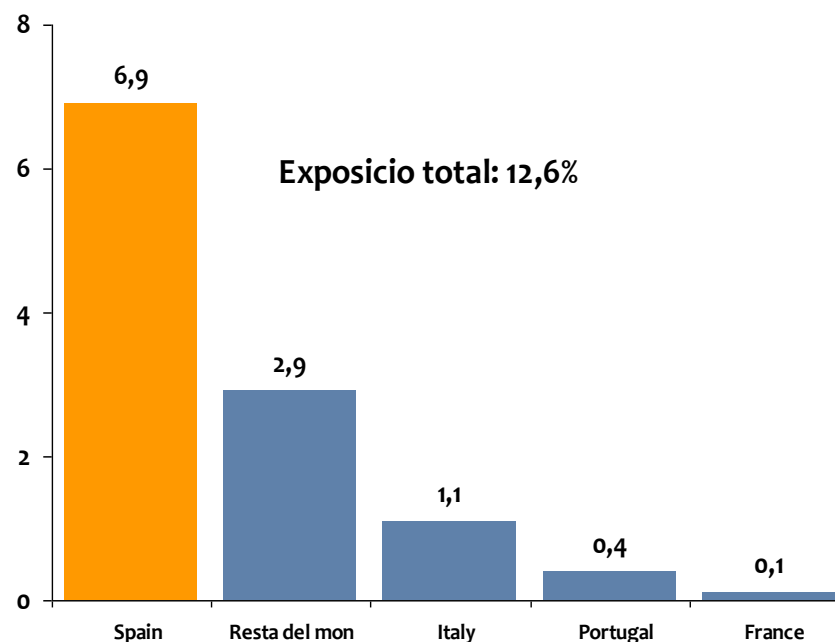


... al temps que, tot i la reducció de les IF, llevat del BdE, com a creditors de les AA.PP. (del 40% al 32% del total), el boom de l'endeutament que s'espera a 2020-21 anticipa un reforçament del *loop* banca-sector públic

Exposició de la banca d'alguns països de l'eurozona als bons governamentals 2019/T4 (en % total actius)

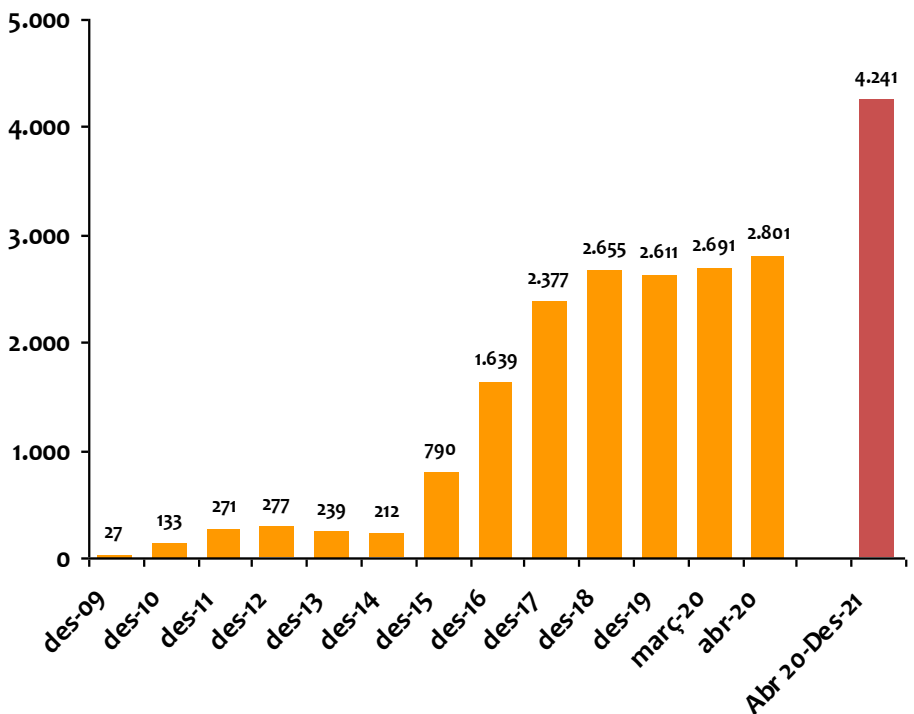


Exposició de la banca espanyola al sector públic de diversos països. 2019/T4 (% actius totals)

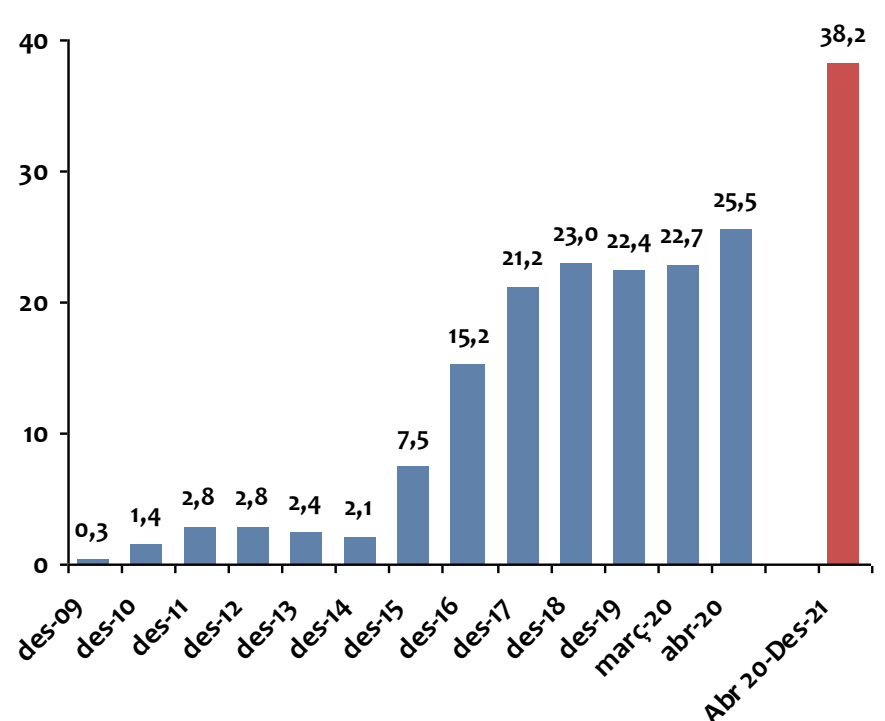


Cinquè: la resposta del BCE. L'augment dels bons públics (i privats) a l'actiu del BCE ha esta substancial i, amb les previsions de compres d'1,6 bilions fins finals de 2021, assoliria més del 38% del PIB, sense considerar els crèdits a llarg termini (saldo net de vora 600.000 milions a maig 2020) ...

Compra d'actius del BCE 2009/M12-2020/M3 i programes COVID-19 2020-21 (mm EUR)



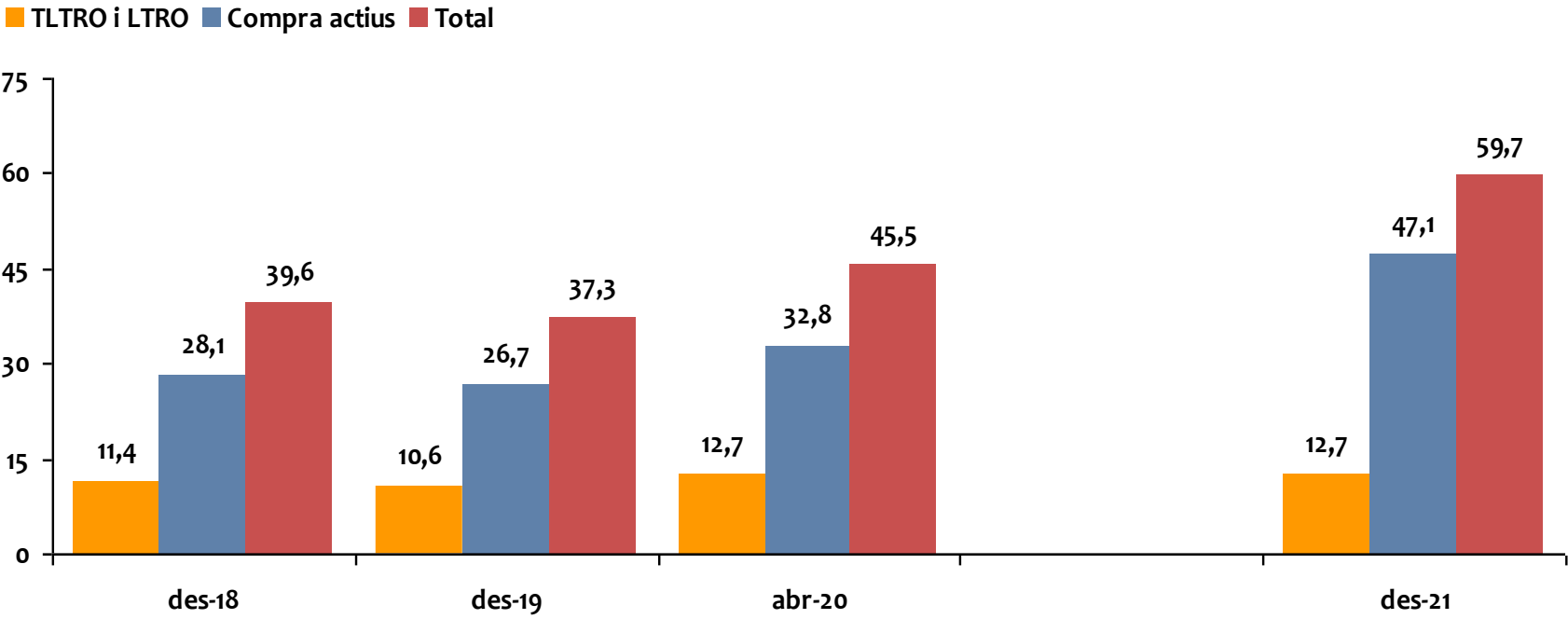
Compra d'actius del BCE 2009/M12-2020/M3 i programes COVID 2020-21 (% PIB eurozona)



1. Pels efectes del COVID, suma dels programes de març a juny sobre el PIB estimat pel 2021 (escenari real de l'FMI de juny 2020 i creixement de l'IPC de la CE de maig)  
 Font: Banco Central Europeo, Boletín Estadístico, Statistical Data Warehouse.

... recursos dels que Espanya n'ha rebut una elevada proporció: 18% de crèdit a llarg termini (mitjana 2012-18) i 13% en compra d'actius (350 mm de euros a 2019/T4, un total proper als 500 mm a finals del 2019 (vora el 40% del PIB. Amb els nous programes de compra d'actius, el BCE hauria d'adquirir de la vora de 160 mm fins a finals del 2021, situant el pes proper al 60% del PIB espanyol (mantenint el valor de les TLTRO i LTRO) ...

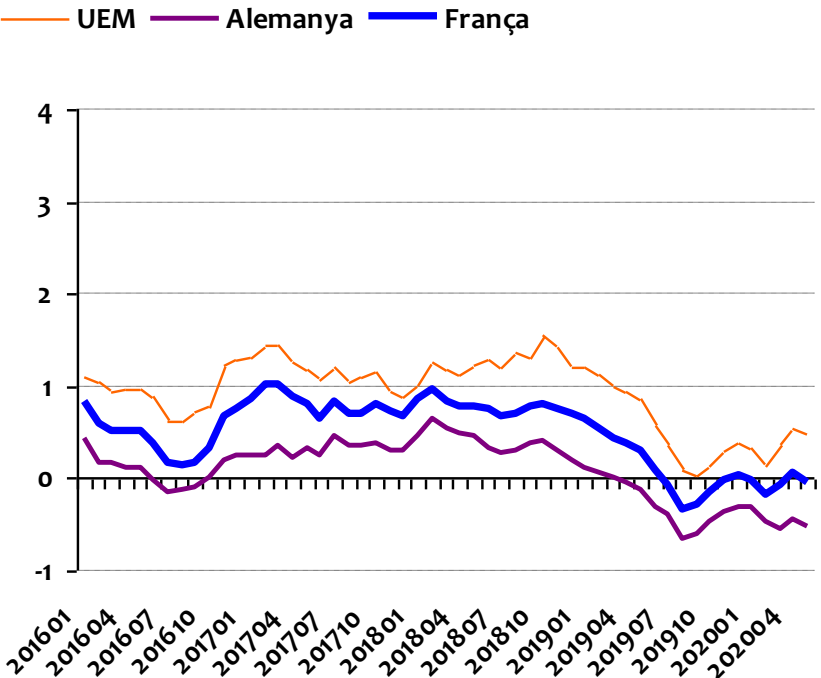
### Crèdit a llarg termini a la banca espanyola (LTRO y TLTRO) i programes de compra d'actius (% sobre PIB)<sup>1</sup>



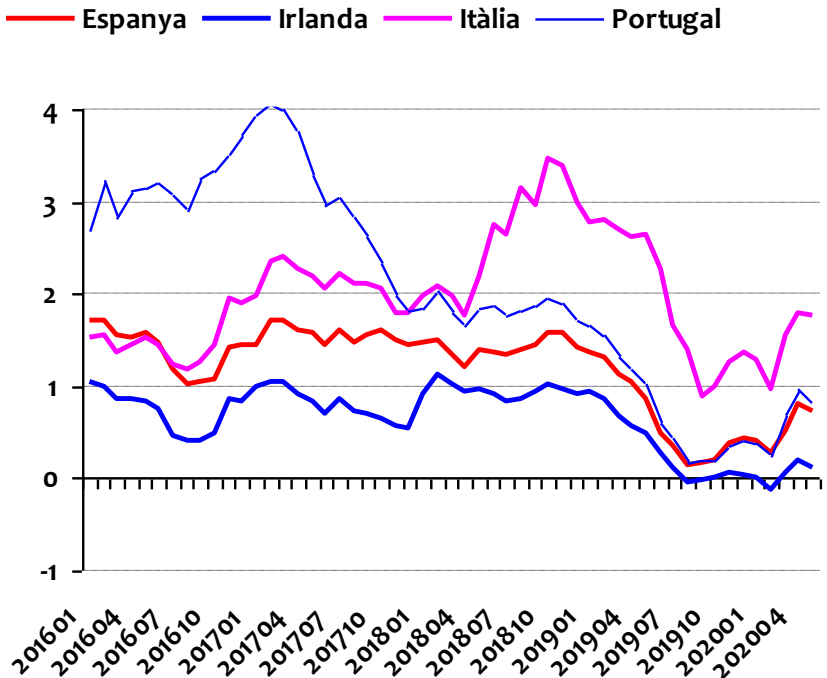
1. Pels efectes del COVID, suma dels programes de març a juny sobre el PIB estimat pel 2021 (escenari real de l'FMI de juny 2020 i creixement de l'IPC de la CE de maig)  
Font: Banco Central Europeo, Boletín Estadístico, Statistical Data Warehouse.

... el que resulta en una intensa reducció dels tipus d'interès a llarg termini (bons de l'estat a 10 anys) i contenció de les primes de risc en valors acceptables, malgrat les elevades necessitats de nou finançament

Tipus llarg termimi (10 anys) a  
Alemanya, França i la UEM 2011-20:  
bons del Tresor (%)



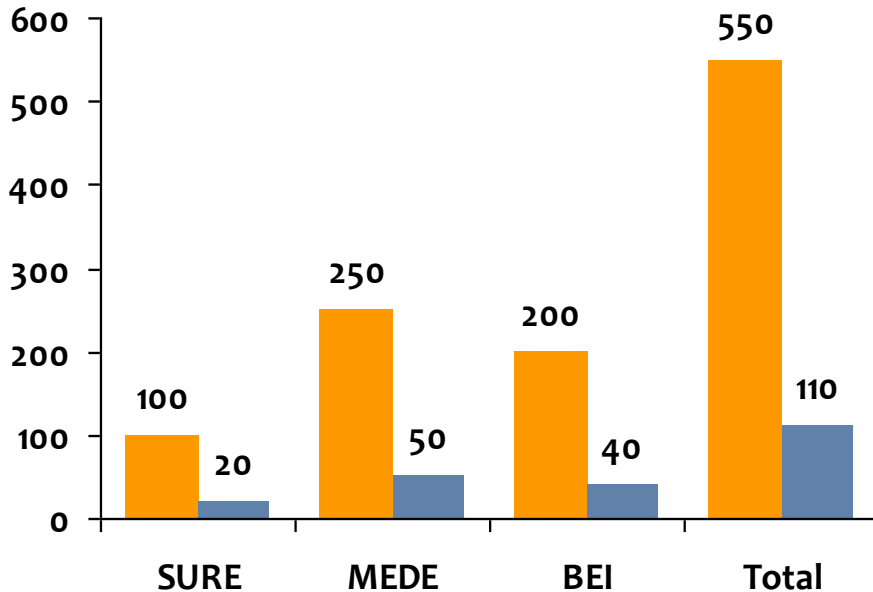
Tipus llarg termimi (10 anys) a  
Espanya, Irlanda, Itàlia i Portugal 2011-  
20: bons del Tresor (%)



Sisè: l'ajut de la UE a Espanya (aportacions a l'entorn del 20% del total, doble del pes en PIB). Programa d'abril (550 mm): finançament extraordinari pel subsidi d'atur, sanitat i inversions en canvi climàtic i digitalització de l'economia; programa de reconstrucció (750 mm): préstecs i transferències

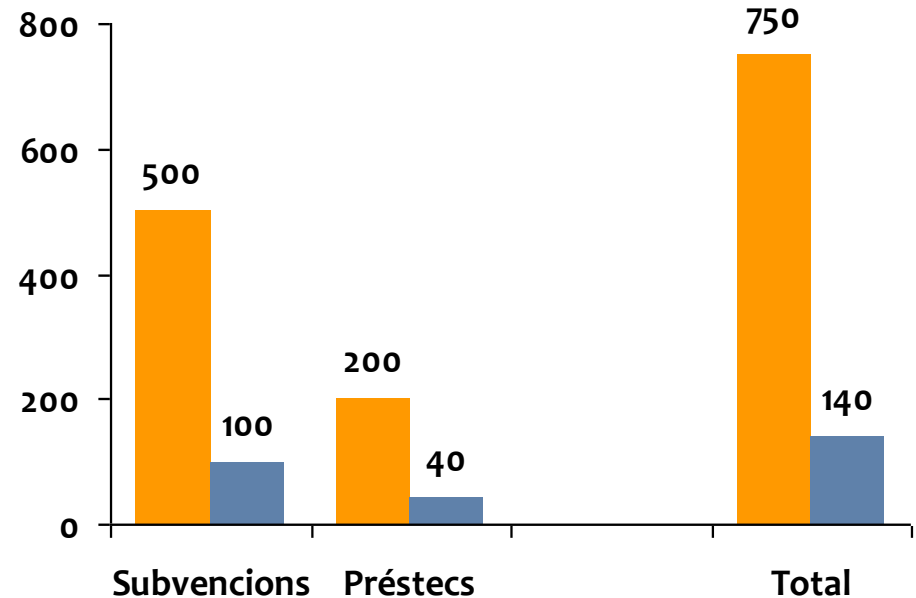
Programes SURE, MEDE i BEI (abril 2020) (mm EUR)

■ Total ■ Espanya



Programa de Reconstrucció (gener 2021) (mm EUR)

■ Total ■ Espanya



# Emergència de nous desequilibris financers: efectes del COVID i paper del BCE i la UE

Barcelona, 30 de juny del 2020  
Josep Oliver Alonso (UAB i EuropeG)