

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

Policy Brief núm. 9

Septiembre, 2016

ISSN 2014-7457

A mediados de 2016, y tras dos años de mejora de la actividad, las previsiones para la economía española continúan siendo favorables, aunque el Brexit y los problemas bancarios de Italia han ensombrecido el horizonte. La OCDE (2015), la Comisión Europea (2016b), el FMI (2016) y el consenso privado (FUNCAS, 2016) apuntan a un avance medio del 2,5 % para 2016 y 2017. A la luz de esta dinámica, podría extraerse la conclusión de que, con la excepción del elevado desempleo, los desequilibrios acumulados hasta el inicio de la recesión y los generados en la crisis estarían reabsorbidos. Pero esta no es la situación. Tanto en el ámbito del crecimiento potencial como en el desapalancamiento interno y externo, los efectos de la crisis son más que perceptibles. Una situación que no es excepcional: episodios similares muestran que, tras algunos *boom* y colapsos del crédito y de reducción de deuda acompañados de crisis inmobiliarias y bancarias, las recesiones que siguen son más profundas y duraderas (Jordà *et al.*, 2012 y 2014; Abiad *et al.* 2013; Claessens *et al.*, 2013 y Kannan *et al.*, 2013).

En *Policy Brief* anteriores se destacó el papel de la acumulación de desequilibrios de balance de los sectores privados en la dinámica de la recesión post-Lehman Brothers (EuropeG, 2012). Posteriormente, se efectuó una primera evaluación de la difícil reducción de la deuda y del crítico papel que tuvo el endeudamiento exterior en la crisis 2011-2012 (EuropeG, 2014). A finales del verano de 2016, no se trata de comprender las razones de la recesión o las dificultades para reabsorber la deuda acumulada. Lo relevante ahora es evaluar los factores que subyacen a la recuperación y hasta qué punto esta tiene bases sólidas.

Antes de continuar, conviene explicitar qué no pretende discutir este *Policy Brief*. Entre aspectos no tratados, hay algunos que afectan directamente las

bases del crecimiento y que necesitarían ser objeto de análisis. Por ejemplo, y entre algunos de los más relevantes, la dinámica de los CLU y el papel de la moderación salarial y la productividad en su caída; la reestructuración de la oferta hacia sectores menos protegidos de la competencia; las modificaciones en la dotación de factores y la aportación de la PTF al crecimiento del PIB; el paro y su papel en el mantenimiento de fragilidades financieras; la situación del mercado inmobiliario o, finalmente, la del propio sector bancario. Son elementos substanciales, y parcialmente comunes a los ajustes de la periferia de la eurozona (Comisión Europea, 2016a). Y aunque son esenciales para un diagnóstico preciso de los retos que afrontamos, exceden el objetivo de este *Policy Brief*.

Este se centra en dos aspectos parciales, pero muy relevantes. Primero, el papel de la confianza internacional sobre España en la recuperación en curso y, por tanto, e indirectamente, el papel de las reformas internas, las de la gobernanza del euro y la actividad del BCE. De hecho, su cambio radical emerge como la bisagra que separa la segunda recesión (2011-2013) de la etapa de crecimiento (2014-2016), un diagnóstico sobre el que ya existe amplio consenso (Comisión Europea, 2016c). Segundo, la situación actual de la deuda interna y exterior en la recuperación, dado su papel en el origen de los problemas que están en la base de la crisis del euro (Comisión Europea, 2016a).

Estos dos elementos son dos caras de la misma moneda: la pérdida de la confianza internacional sobre España en 2011-2012 provocó una intensa salida de capitales, y fue la base del colapso de la actividad que la siguió. Y su pérdida era el reflejo de unos niveles de deuda interna y exterior que se percibían como insostenibles.

Por ello, comprender las razones de la modificación de la percepción de la solvencia de España es imprescindible para evaluar la fortaleza y las perspectivas de la recuperación. Ello remite al papel de la consolidación fiscal y la política de reformas y, por tanto, hasta qué punto las políticas impulsadas por la CE han retardado o impulsado el crecimiento. Una inevitable relectura del debate austeridad-expansión en España.

El texto se estructura como sigue. Tras una introducción que ubica la recuperación, el apartado segundo resume el papel de las reformas internas y las correcciones en algunos desequilibrios en la modificación de las expectativas de España en el euro. A ellas hay que añadir los cambios operados en el exterior: nuevos mecanismos de ayuda de la UE, actuación del BCE y otros aspectos (precio del petróleo, por ejemplo). Esta evaluación de las razones internas y externas de la recuperación define el marco de los desequilibrios todavía existentes, tanto en los balances del sector privado y del sector público como con el exterior, objeto del apartado tercero. Y vinculado al mismo, hasta qué punto la dinámica de la balanza exterior está contribuyendo a reducir el excesivo apalancamiento con el resto del mundo, que se aborda en el apartado cuarto. Unas conclusiones finales, relativas a las necesidades de reorientación de la política económica del país, cierran la exposición.

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

Desde mediados de 2013, el cambio en las variables más relevantes de la economía española ha sido substancial. La recuperación se ha consolidado y, tras la caída del PIB en 2011-2013 (media del -1,8 %), este ya avanzó en 2014 (1,4 %), y presentó en 2015 (3,2 %) el incremento más elevado desde 2007, que ha continuado en el primer trimestre de 2016 (3,4 %).

La modificación de las condiciones de financiación exterior fue la condición necesaria para este cambio. La reconducción de la crisis de balanza de pagos (del verano de 2011 al de 2012) fue normalizando la situación y, a partir de la segunda mitad de 2013, comenzaron a dejarse sentir sus efectos positivos: la prima de riesgo de la deuda pública a 10 años cayó substancialmente entre 2012 y 2015 (de 547 puntos

básicos en julio de 2012 a cerca de 100 en enero de 2015). Recuperadas las condiciones de refinanciación y de confianza interna y externa, todos los elementos de la demanda interna se han desplegado y han contribuido a la fase alcista del ciclo actual.

Primero, la FBCF. Esta ha avanzado, entre 2013/T2 y 2015/T4, a una tasa anual del 3,9 %, reflejo del fuerte aumento en bienes de equipo y, en menor medida, en construcción, por la mejora de la efectuada por las ENF (6,4 %) y las AAPP (6,7 %), que compensaron la caída de la llevada a cabo por los hogares (-8,3 %). En el ámbito de las ENF, el impulso de su inversión expresa, entre otros aspectos, el aumento en la utilización de la capacidad productiva (del 72,7 % de media en 2012-2013 al 76,8 % en 2014-2015), un EBE en registros máximos de los últimos 15 años (42,9 % de su VAB en 2015), la mejora de las expectativas en la construcción y la industria, la contracción de la carga por intereses (en el 7,5 % del EBE en 2014-2015, desde el 10,1 % de 2013-2014), la recuperación de los nuevos flujos de crédito (aumento del 10,0 % en 2015) y, finalmente, la reducción de su endeudamiento.

Segundo, el consumo privado. Su aumento (2,5 % anual entre 2013/T2 y 2016/T1) refleja los impulsos alcistas de la renta disponible, la mejora de sus expectativas futuras, el aumento de la riqueza y la recuperación del crédito de los hogares. En el ámbito de su renta, la conjunción de incrementos en ingresos y contención en gastos se tradujo en avances de la RFBD ya en 2014 (0,9 %) y, más intensamente, en 2015 (2,3 %), que contrastan con las caídas anteriores (-2,0 % de media en 2011-2013). A ello hay que añadir el descenso de los precios (-0,3 % en 2014-2015), de forma que la renta disponible familiar en términos reales presentó incrementos tanto en 2014 (1,04 %) como en 2015 (2,9 %), por vez primera desde 2009.

El avance de los ingresos corrientes de las familias en 2014 (0,2 %) y 2015 (1,2 %), los primeros desde 2011, refleja la mejora de prácticamente todos sus componentes: incremento de las rentas salariales en 2014 (0,9 %) y, en especial, en 2015 (3,9 %), del EBE de los empresarios individuales (2,4 % en el año que finaliza en 2016/T1) y, en 2015, de las transferencias corrientes. Únicamente las rentas de la propiedad retrocedieron en 2015 (-15,4 %). Por su parte, los gastos corrientes también han contribuido al avance de la RFBD, con caídas en 2014 (-1,6 %) y estabilidad en 2015 (0,0 %), empujados por la contracción de los costes financieros (-34,9 % en 2015) y menor presión fiscal directa (-0,6 % en 2015).

Además, la filtración interna de la mejora de confianza exterior y el aumento de la ocupación (1,1 millones de nuevos empleos entre 2014/T1 y 2016/T1) se han traducido en un cambio substancial en las expectativas de los hogares. Medidas por el indicador de confianza del consumidor de la CE, sus saldos medios en 2014-2015 se situaron en -4,3 %, mucho más positivos que los de 2012-2013 (-28,5 %) e, incluso, mejores que la media histórica 1986-2015 (-13,4 %).

Por lo que se refiere a la deuda y la riqueza familiar, también su dinámica ha contribuido a la expansión del consumo. La riqueza financiera neta (activos menos pasivos) aumentó con intensidad: medida respecto de la RFBD pasó del 123,5 % en 2011 al 164,7 % de 2013, al 174,6 % en 2014 y al 178,8 % en 2015, registros no contemplados desde 1999. Adicionalmente, la inmobiliaria también se ha visto empujada al alza por los primeros avances de precios de la vivienda (0,3 % en 2014, 3,6 % en 2015 y 6,3 % anual en el primer trimestre de 2016). Finalmente, también el crédito a los hogares, aunque su stock total ha continuado reduciéndose, ha comenzado a recuperarse: en 2015/T4, el flujo de nuevo crédito ascendió a 75,7 mm de euros, un 31,4 % por encima del concedido en verano de 2013.

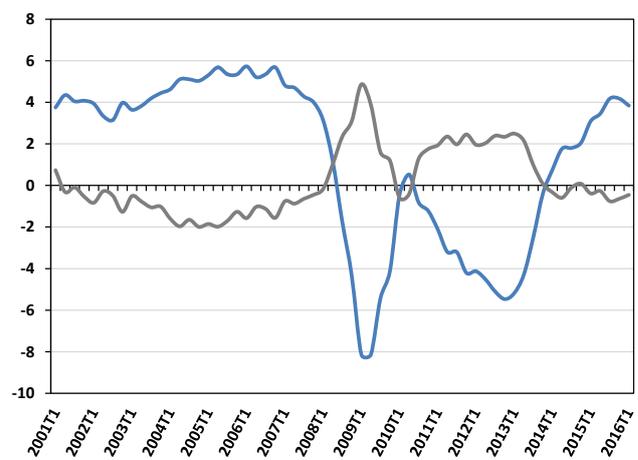
Dados el crecimiento de renta, riqueza y crédito y la mejora de las expectativas, la elevada elasticidad-renta del consumo (Arce *et al.*, 2013) comenzó a trasladarse a la demanda de bienes duraderos ya en 2014, incrementando inicialmente un consumo que se había embalsado en la crisis, y que ha continuado en 2015 (González y Urtasun, 2015). A ello se ha añadido el de bienes no duraderos, de forma que el consumo privado en términos reales se incrementó ya en 2014 (1,2 %) y aceleró su avance en 2015 (3,1 %), acentuando más su aumento en el primer trimestre de 2016 (3,7 % anual).

En lo referente al sector público, y tras un acuerdo menos exigente con la CE sobre el perfil de la consolidación fiscal (2013), su renta disponible mejoró por la recuperación de ingresos impositivos (7,6 % acumulado entre 2013 y 2015) y cotizaciones sociales (3,2 %) y la contención de costes financieros. De esta forma, la renta avanzó tanto en 2014 (3,0 %) como en 2015 (8,4 %), aunque ese incremento no fue suficiente para financiar el crecimiento de transferencias (-0,1 % y 1,0 %, en 2014 y 2015) y del consumo final de las AAPP (0,0 % en 2014 y 3,1 % en 2015), impulsado, en parte, por el proceso electoral, lo que se tradujo en un continuado desahorro público (-3,1 % en media 2014-

2015 del PIB). Lo más preocupante de este registro es que ha tenido lugar en un contexto financiero extraordinariamente favorable: el tipo medio de interés de la deuda de las AAPP (ratio entre intereses –empleos– y pasivos exigibles de las AAPP; Cuentas financieras del Banco de España) se ha contraído del 2,9 % (2012) al 2,4 % (2015), con lo que el pago por intereses se situó, a pesar del volumen de deuda, en un moderado 3,1 % del PIB en 2015. Por su parte, la FBCF de las AAPP aumentó en 2015 un elevado 21,3 %, lo que refleja también el impacto de procesos electorales.

De esta forma, la demanda interna pasó de restar crecimiento al PIB (cerca de -2,8 puntos de media en 2008-2013) a contribuir a su avance en 2014 (1,6 puntos) y, particularmente, en 2015 (3,6 puntos), un registro que ha aumentado en el primer trimestre de 2016 (3,8 puntos). En cambio, el balance de la recuperación es menos positivo para la demanda neta exterior (gráfico 1). La mejora exportadora 2014-2015 (avance real medio de las exportaciones de bienes del 4,7 % y del 6,5 % en servicios) fue contrarrestada por la notable recuperación de las importaciones, tanto en 2014 (incremento real del 6,7 % y 4,5 % para bienes y servicios) como, en especial, en 2015 (un 7,4 % y un 8,1 % real para bienes y servicios). De esta forma, a medida que el ciclo ha adquirido empuje, la aportación de la demanda neta exterior ha cambiado de signo, desde añadir 2,3 puntos al cambio en el PIB en el año que finalizó en 2013/T2, a restar -0,4 puntos en el año que finalizó en el primer trimestre de 2016.

Gráfico 1. Demanda interna y demanda neta exterior, 2001-2015
(puntos porcentuales de aportación al crecimiento del PIB real)



Fuente: Banco de España.

2. Bases internas y externas de la recuperación: ajustes, reformas y la actuación del BCE

Un balance de las fortalezas y debilidades de la recuperación exige una evaluación precisa de las razones que precipitaron la segunda crisis de 2011-2013. No existe consenso sobre los factores que condujeron a la segunda recesión, aunque la opinión dominante destaca los efectos contractivos de las reformas y del ajuste presupuestario como sus últimos responsables. No es esta la visión que aquí se postula. Primero, porque la consolidación fiscal en España ha sido moderada: la deuda pública ha aumentado del 35 % al 100 % del PIB entre 2007 y 2015. Segundo, porque sea cual sea el incuestionable efecto contractivo de esas políticas, estas deberían evaluarse en relación con el inevitable colapso del gasto generado por el desapalancamiento del sector privado (Cuerdo *et al.*, 2013; FMI, 2015a; Banco de España, 2015a): una extraordinaria punición de la demanda interna provocada por los más de 22 puntos de reducción de gasto privado (desde una necesidad de financiación del -10 % del PIB en 2007 a unos recursos financieros excedentarios próximos al 12 % en 2012). Tercero, porque sus impactos negativos sobre la actividad hay que valorarlos respecto de su contribución a la recuperación de la confianza internacional sobre España. Y, finalmente, también sobre sus efectos en los cambios operados en la política del BCE y las reformas de la UE.

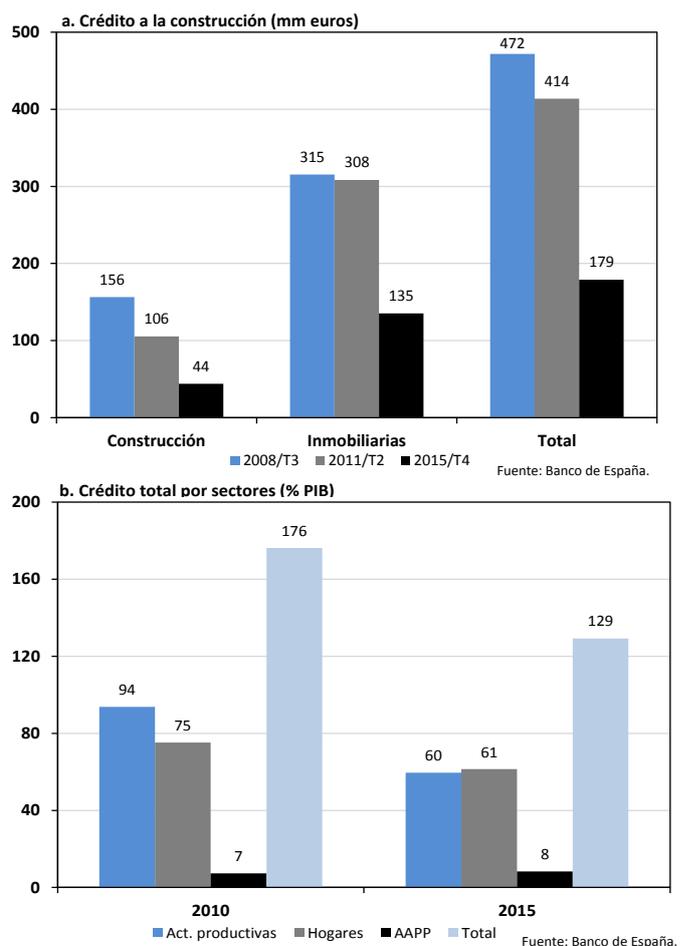
2.1. Una narrativa de la crisis y la recuperación: el papel cardinal de la confianza exterior

Es incuestionable que las políticas de ajuste han tenido consecuencias recesivas. Lo ha destacado el FMI, tanto en el ámbito de las reformas estructurales (FMI, 2015c; Comisión Europea, 2016a) como en el de la consolidación fiscal (FMI, 2015b). Pero esta valoración general pierde relevancia en el caso específico español, en especial si no se atiende a las causas de la crisis en España a partir de verano de 2011 (Milesi-Ferretti y Tille, 2011; Merler y Pisani-Ferry, 2012; Sinn, 2012; Sinn, 2014; Eichengreen, 2015). Porque hay que recordar que, en los últimos meses de 2010 y los primeros de 2011, la economía española, al amparo de la expansión fiscal y monetaria, había absorbido parte del choque post-Lehman Brothers, con un PIB que estaba ya creciendo a finales de 2010 (0,5 % anual), al tiempo que la contracción del empleo se había

contenido substancialmente en verano de 2011 (-0,7 % anual) y, en particular, la ocupación asalariada temporal ya estaba aumentando (2,2 %).

El colapso de la actividad a partir de mediados de 2011 refleja el impacto de la crisis de confianza sobre el futuro de España en el euro, desencadenada por la imposibilidad de frenar el desequilibrio de sus finanzas públicas y, con ello, de recuperar margen de maniobra para el ajuste del sector financiero, muy expuesto al creciente deterioro del crédito vinculado al *boom* inmobiliario (gráfico 2). En verano de 2011, el 57,2 % de los 1,8 billones de crédito vivo correspondían a actividades productivas vinculadas al sector inmobiliario y de la construcción o a financiación hipotecaria de los hogares, una cifra que apenas se habían reducido respecto de los valores iniciales de la crisis (a finales de 2008 el crédito total a la construcción aportaba 60,2 % del stock de crédito privado).

Gráfico 2. Crédito privado en España 2008-2015. Detalle por subsectores



En esta narrativa, es la incertidumbre generada por la posibilidad de que España abandonara el euro, y sus efectos sobre la financiación exterior e interna y las expectativas de gasto de los agentes, el origen del

colapso de la actividad y del empleo que se operó en la segunda recesión (King, 2016). Su origen inmediato fue la nueva crisis de Grecia y, en particular, la decisión alemana de imponer un severo *hair-cut* a los tenedores de deuda griega (junio de 2011), lo que se tradujo en una notable y brusca salida neta de fondos de España (cerca de 380 mm de euros hasta finales de 2012), con su corolario de ascenso de las primas de riesgo y dificultades de refinanciación, en especial para el sector financiero. Este proceso generó un severo choque sobre un país con una muy elevada deuda neta internacional y unos pasivos exteriores exigibles que precisaban de cerca de 300 mm / año para su refinanciación (Baldwin *et al.*, 2015).

¿Cuáles eran los ajustes precisos para recuperar la confianza y reestablecer el flujo de entradas de capital? En primer lugar, el financiero, que exigía la limpieza de balances bancarios y la reestructuración y reducción del tamaño del sector, condiciones indispensables para contener las elevadas tasas de interés, reconducir el fuerte incremento de la morosidad y reducir las dificultades de financiación exterior del sector. Estas fueron tan agudas que llevaron al BCE a adoptar las LTRO (*Long Term Refinancing Operations*) en diciembre de 2011 y febrero de 2012, con cerca de un billón de euros de nuevo crédito, del que el sector financiero español fue el gran beneficiario (con un 77 % del crédito vivo del BCE al sector bancario de la eurozona en febrero de 2012).

En segundo término, la disminución de los desajustes de las finanzas públicas. Para atajar el déficit, reducción de subvenciones en el impuesto de sociedades, aumento del IVA y del IRPF, congelación y reducción de plantillas y recortes de determinados gastos; a medio y a largo plazo, segunda reforma de pensiones. En tercer lugar, contención salarial y aumento de la flexibilidad del mercado de trabajo, fruto tanto de las reformas laborales como del colapso del empleo y el aumento del paro. Finalmente, otras reformas de menor calado (desindexación de contratos públicos y nuevo régimen de *defaults*, por ejemplo).

A corto plazo, la reforma financiera, la estabilización del déficit y la reforma laboral tuvieron efectos contractivos, de forma directa o indirecta, al aumentar la incertidumbre de hogares y empresas. Sin embargo, su puesta en marcha era condición necesaria para recobrar la confianza exterior y favorecer la refinanciación de la deuda y, con ello, recuperar la de

los agentes residentes, imprescindible para el crecimiento de la demanda interna.

Pero en el contexto de hundimiento de la confianza internacional sobre España y la consiguiente fuga de capitales, lo esencial era restaurar la financiación exterior. Por ello, sentar las bases del avance del crédito y la actividad obligaba a acelerar el ajuste en los balances del sector financiero y en la contención de la explosión de la deuda pública. Y ambas exigían la caída de los costes de financiación y la entrada de capitales al país. Finalmente, la mejora de la confianza era también precondition para el crecimiento del PIB, no solo por sus efectos exteriores sino porque el elevado grado de endeudamiento de los sectores internos presentaba riesgos crecientes, lo que contribuía a posponer decisiones de gasto, profundizando la recesión.

En suma, de no haber mediado la recuperación de la confianza en la segunda mitad de 2012, que se tradujo en la reducción de las tensiones de financiación de la banca, el horizonte que se dibujaba para el futuro era crítico. Las condiciones internas para la recuperación exigían, pues, el ajuste que tuvo lugar en 2012-2013, y que enlazaba con las medidas adoptadas en 2010-2011. Desde este punto de vista, el debate austeridad-expansión era, en el caso español y en plena segunda recesión, una disyuntiva teórica intelectualmente, pero inexistente en la práctica.

2.2. La conexión exterior de las reformas internas, el MEDE y el nuevo papel del BCE

Un aspecto no cuantificable de las reformas estructurales y del ajuste fiscal, pero indudablemente de importancia no menor, fue su impacto en las decisiones adoptadas por las instituciones europeas. La dura posición alemana sobre el MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad), y su oposición a ampliar facilidades de crédito del BCE, sugiere que, en ausencia de las reformas puestas en marcha en España, el decisivo apoyo financiero del MEDE y del BCE al sector bancario español hubiera sido, en el mejor de los casos, mucho más complejo y difícil. Es cierto que estas medidas han tenido un impacto sobre otros países, pero el tamaño y los desequilibrios de España no pueden ignorarse a la hora de evaluar las razones de su puesta en vigor.

En todo caso, una vez decidida la articulación de medidas de apoyo y de estímulo a la actividad para la eurozona, España se ha beneficiado de forma

particular, tanto porque la intervención del BCE está en la base de la caída de las primas de riesgo como porque la depreciación del euro ha impulsado sus exportaciones. Por ello, si las reformas y una cierta consolidación fiscal fueron la condición necesaria para la recuperación, las condiciones suficientes procedieron del exterior.

El eje de ese potente viento de cola fue el creciente activismo del BCE, a medida que la fragmentación financiera del área se hacía más evidente. Tras el rescate bancario de España (julio de 2012), el BCE aprobó en septiembre las OMT (*Outright Monetary Transactions*), que marcan el final de los problemas de España y de la más general crisis del euro. Sobre esta red de seguridad, las medidas marcadamente expansivas adoptadas entre 2013 y 2016 han contribuido a reducir los costes de refinanciación externa e interna y a reforzar y ampliar el paraguas protector del BCE sobre España.

Así, el BCE redujo en 2013 el tipo ordinario de financiación al 0,5 % (mayo); adoptó la *forward guidance* (julio) y puso en marcha nuevas subastas ilimitadas a tipo fijo (hasta julio de 2014); intentó reactivar el mercado de ABS (*asset-backed security*) (julio/septiembre); acordó operaciones de préstamos de emergencia (líneas *swap*) con la Fed (octubre); y (noviembre) redujo de nuevo los tipos de interés al 0,25 % y extendió la *forward guidance* (hasta verano de 2015). En 2014, continuó esta tónica expansiva. En junio, y con el objetivo de aumentar el balance del BCE hasta el nivel de principios de 2012, se aprobó el programa TLTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operations*), se lanzaron nuevas operaciones de compra de *covered bonds* y se redujo de nuevo el tipo de interés (al 0,15 %), al tiempo que el de la facilidad de depósito caía, por vez primera en la historia, por debajo de cero (al -0,10 % desde el 0,0 % de 2012). En septiembre, nueva reducción del tipo ordinario de financiación (al 0,05 %) y del de la facilidad de depósito (al -0,20 %), e inicio de las subastas de TLTRO, que tuvieron escaso éxito aunque la banca española absorbió una parte notable de sus fondos.

En 2015, y cegada esta vía para canalizar recursos al crédito privado, y con una tendencia preocupante de los precios, el BCE adoptó la política de expansión monetaria (QE, *quantitative easing*), inicialmente con el compromiso de compra de 60 mm de euros/mes de deuda pública de gobiernos e instituciones europeas. La QE recibió un nuevo impulso en diciembre, alargando la intervención hasta marzo de 2017 y comprometiéndose a que las amortizaciones de deuda pública continuarían

reinyectándose, al tiempo que se reforzaba la penalización de la facilidad de depósito (al -0,30 %). Finalmente, en marzo de 2016 se amplió el volumen de deuda a adquirir (a 80 mm de euros/mes), se extendió su compra a títulos privados, se anunció la puesta en marcha, a partir del verano, de cuatro nuevas subastas de TLTRO y se reducían de nuevo tanto el tipo de financiación ordinaria (al 0,0 %) como el de la facilidad de depósitos (al -0,4 %).

Las consecuencias de esta política, aunque modestas en lo tocante a la expansión del crédito, fueron notables para tipos de interés y de cambio. Así, a principios de 2016 el tesoro español había emitido ya letras, hasta 9 meses, a tipos negativos, y se sumaba a la creciente oferta de deuda a muy largo plazo (a 50 años al 3,5 % de interés), mientras aquella a 10 años se emitía, en abril de 2016, a un reducido 1,5 %. Además, la actuación del BCE comportó una relevante depreciación del euro (de cerca de 1,40 dólares/euro en mayo de 2014 a 1,08 a principios de 2016).

Junto a la intervención del BCE, la superación de la crisis del euro exigió cambios substanciales en la gobernanza de la Unión, con la aprobación del MEDE y el *Fiscal Compact* en 2012 (primavera) y, en especial, el inicio de la Unión Bancaria (junio). Junto a ellos, también han contribuido a la estabilidad financiera de España la finalización del programa de rescate financiero (enero de 2014) y la puesta en marcha de la unión bancaria (noviembre de 2014) y sus antecedentes (*Asset Quality Review* y test de estrés), que confirmaron que el rescate financiero español había dado sus frutos.

La combinación de este nuevo marco regulatorio, los primeros pasos del sistema único de resolución (enero de 2016) y el creciente activismo del BCE, han sentado las bases de la tranquilidad financiera de la eurozona, especialmente perceptible en los distintos episodios de crisis financiera de 2015 y 2016. Así, a pesar de las tensiones griegas de la primera mitad de 2015, las primas de riesgo de la deuda española se mantuvieron relativamente estables (en los 120 puntos), hasta el estallido de los problemas provocados por China en agosto de 2015, y, en especial, en la nueva fase de turbulencias de los mercados financieros en diciembre 2015 - febrero de 2016, cuando alcanzó los 150 puntos básicos, para resituarse, a lo largo de marzo/abril, en torno a los 130/120 puntos y alcanzar valores por encima de 160 con la crisis del Brexit de junio y su impacto sobre la banca española y, en especial, italiana.

En suma, los cambios en la política del BCE, las modificaciones en los mecanismos de salvaguarda de la UE, la caída del precio del crudo (Banco de España, 2015d), las reformas internas (en especial, la del sector financiero), la reducción del endeudamiento privado y del sector financiero y, finalmente, un contexto exterior favorable, permiten dar cuenta de las excepcionales condiciones que han permitido el despliegue del gasto de los distintos componentes de la demanda interna a partir de mediados de 2013.

3. Reducción del endeudamiento privado y sustitución por el público: más deuda en 2016 que en 2007

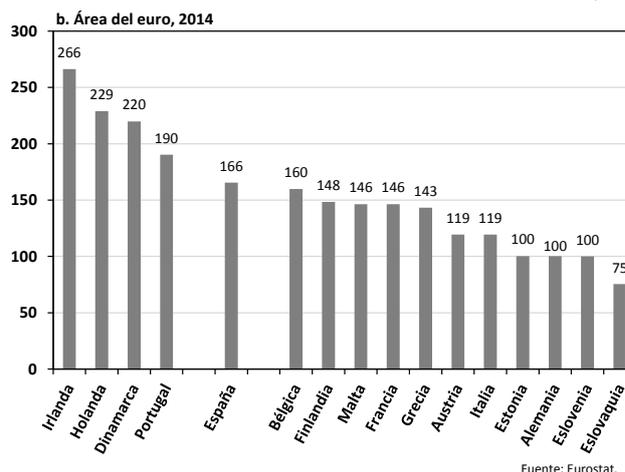
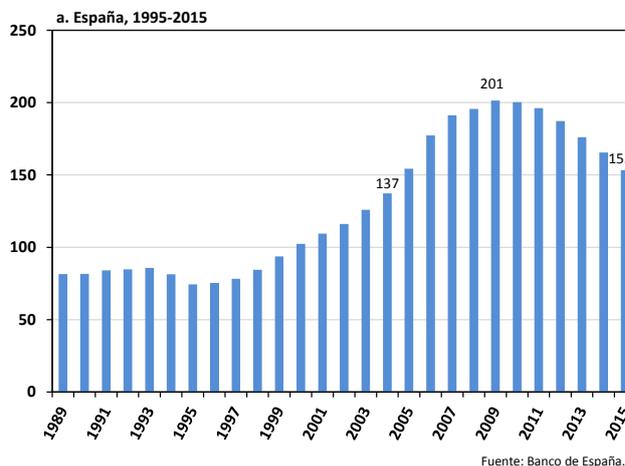
Desde el inicio de la recuperación en la segunda mitad de 2013, el endeudamiento de los sectores residentes ha profundizado tendencias presentes desde 2011: reducción del apalancamiento del sector privado (financiero y no financiero), tanto en el interior como en relación con el exterior, aumento del endeudamiento público y, como resultado, mayor endeudamiento en 2016 que en 2007. A continuación se resumen estos aspectos para los agentes residentes no financieros.

Para el sector privado (hogares y ENF, excluidas, para estas, participaciones de capital o fondos de inversión), los más de dos años de recuperación han significado una reducción sustancial de su apalancamiento, tanto si se mide en términos consolidados como sin consolidar. En este último caso, aunque los ritmos de reducción de los valores absolutos se han moderado (-3,6 % anual de 2013/T2 a 2015/T4 frente al -4,2 % de 2010/T2 a 2013/T2), en relación con el PIB, el desendeudamiento se ha acentuado en la recuperación (Comisión Europea, 2015b): su notable caída se acerca a los 50 puntos del PIB respecto del máximo histórico de 2010/T2 (269,6 %), hasta situarse en el 215,8 % del PIB de finales de 2015. Así, la disminución anual de esta ratio (-8 puntos/año del PIB entre 2010/T2 y 2013/T2) se ha acelerado en 2014 (10 puntos) y, particularmente, en 2015 (15 puntos).

En términos consolidados de cada sector, el proceso es similar: ha caído desde el 200 % al 176 % del PIB entre 2010 y 2013 (CE, 2014b), y al 153 % de 2015, una reducción próxima también a los 50 puntos del PIB, con idéntica aceleración de su reducción en la recuperación

(gráfico 3). Dada la distinta naturaleza de los pasivos de hogares y ENF, una visión más precisa de la dinámica de la deuda privada exige desagregar el comportamiento de ambos sectores.

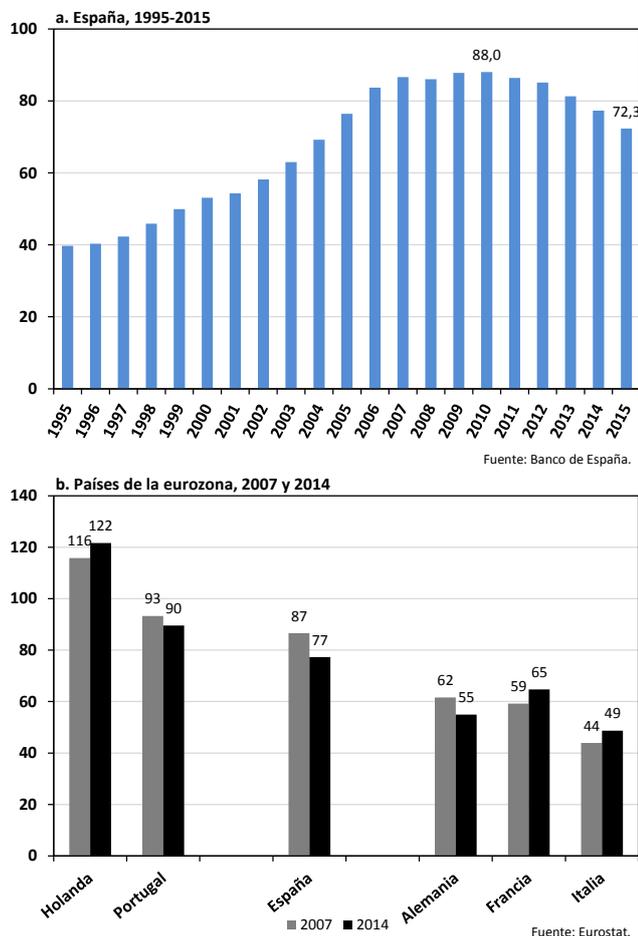
Gráfico 3. Deuda privada consolidada en España y algunos países del área euro, 1995-2015 (% del PIB)



En el ámbito familiar, y aunque existen importantes diferencias intra hogares, el elemento distintivo de la dinámica de su deuda es su importante reducción desde los 960 mm de euros de 2008 a los 782 mm de 2015. Ello refleja el efecto de un conjunto de factores, de dinámicas opuestas: aumentos nominales de la renta (PIB o RFBD), pérdidas reconocidas por el sector financiero, amortizaciones y suave recuperación del nuevo crédito entre 2013 y 2015 (47,7 %, desde los 51,2 mm de euros de 2013 a los 75,7 mm de 2015). El desapalancamiento ha comenzado a notar los efectos del aumento del PIB nominal, con lo que el ritmo de caída anual se ha acelerado substancialmente en 2013-2015 (tasa anual del -5,7 %, 9 puntos de reducción acumulada), más del doble del -2,6 % operado entre 2010 y 2013 (-6,7 puntos del PIB). El resultado final ha sido la notable caída de su deuda: del 81,3 % del PIB en

2013/T4 al 72,3 % en 2015/T4. No obstante lo anterior, en 2014 (última información disponible), el 77,3 % de deuda/PIB de los hogares españoles superaba en 13 puntos del PIB la media de la eurozona (64,4 %) y solo era menor que la de Holanda, Portugal e Irlanda (gráfico 4). De hecho, de los 18 miembros de la unión monetaria, solo Chipre, los Países Bajos, Irlanda y Portugal (con 148,4 %, 121,7 %, 89,2 % y 89,0 % en 2014, respectivamente) poseen niveles de deuda familiar más elevados que los de España. Y respecto de los tres grandes de la eurozona, superaba ampliamente la deuda de los hogares franceses (64,7 %), alemanes (54,9 %) o italianos (48,7 %). Por ello, no ha de extrañar que la CE (2015a) continuara situando la posición financiera de los hogares españoles entre las más frágiles de la eurozona, una fragilidad acentuada por la prevalencia de tipos de interés variables (Ampudia *et al.*, 2014) y elevados volúmenes de desempleo. La misma aceleración en su contracción emerge si el denominador de la ratio de deuda es la renta familiar, aunque en este caso la contracción es más importante: -5,0 % anual entre 2013/T4 - 2015/T4 (-12,2 puntos de RFBD, hasta el 113,6 %) frente al -3,1 % de 2010/T4 - 2013/T4 (-12,4 puntos, hasta el 125,8 %).

Gráfico 4. Pasivos no consolidados de los hogares en España y algunos países del área euro, 1995-2015 (% del PIB)



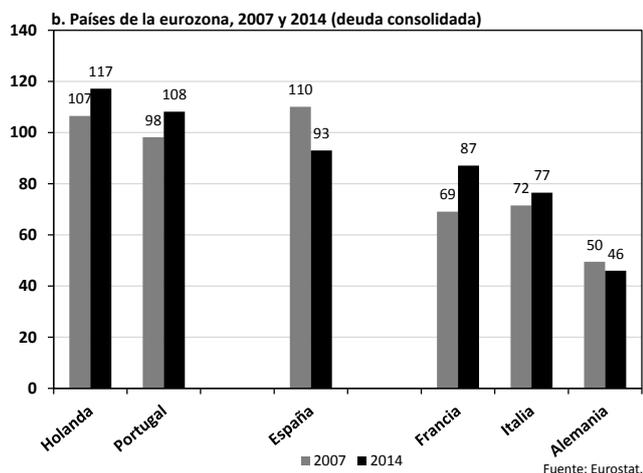
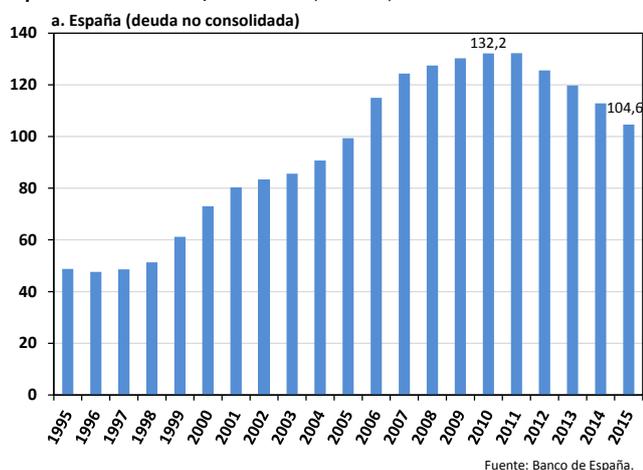
Si de la capacidad para hacer frente a sus pagos se pasa a medidas de solvencia del sector, los resultados son más positivos. Ello refleja, junto al avance nominal del PIB y la RFBD, el movimiento contrario del endeudamiento y de los precios de los activos financieros. Así, el indicador deuda / activos financieros no ha dejado de caer desde el 49,6 % de 2007: 43,3 % en 2013 y 38,8 % a finales de 2015, un registro similar ya al de 2002. Por su parte, las ratios de riqueza neta / RFBD (sea financiera o total) ofrecen resultados similares: el de riqueza financiera neta / RFBD se ha situado en un elevado 178,8 % en 2015/T4, un valor muy parecido al de 1999 (un 182 %). Incluyendo la riqueza inmobiliaria, y dado que su aumento ha sido superior al de la financiera, el 791,1 % de la ratio riqueza neta total / RFBD de finales de 2013 ha aumentado hasta el 820,1 %, recuperando valores similares a los de 2011.

Con esta dinámica, ¿hasta dónde debería retroceder la deuda familiar? La evaluación de sus necesidades de reducción exige la definición de valores de equilibrio, que están afectados por las perspectivas de crecimiento del PIB potencial, que distintas estimaciones sitúan en valores próximos a 1-1,5 % (para 2013-2030, la CE lo sitúa en una media del 1,2 % (Comisión Europea, 2015d), el Banco de España (2015d) en el 1,5 %, Cuadrado y Moral-Benito (2016) en torno al 1 % hasta 2020 y el FMI (2015d) en el 1,1 % de media 2015-2020). A este menor avance hay que añadirle unas expectativas de inflación que, para los próximos años, son muy contenidas. Reteniendo estas consideraciones, y si se adopta el nivel de deuda antes del *boom* (52,4 % del PIB de media en 1999-2001), el 72,3 % de finales de 2015 exigiría reducirlo todavía unos 20 puntos adicionales. En cambio, en relación con la ratio riqueza financiera neta / RFBD, su valor en 2015 (178,8 % de la RFBD) se situaba por encima de los años 1999-2001 (164,1 %); y lo mismo sucede si el índice de referencia utilizado es la riqueza neta total / RFBD, dado que su valor en 2015 (820,3 % de la renta) era ya superior a los registros medios de 1999-2001 (645 %).

Al igual que para las familias, y aunque aquí solo se efectúa un balance agregado, las diferencias dentro de las ENF son importantes, con situaciones muy dispares según tipología de empresas (Maudos *et al.*, 2016). Pero para el conjunto del sector, destaca también la notable reducción de su deuda exigible (es decir, valores representativos de deuda, préstamos, sistemas de seguros y pensiones y créditos comerciales y anticipos), desde los 2,0 billones de euros de finales de

2008 a los 1,55 billones del último trimestre de 2015 (gráfico 5), con reducciones absolutas intensas hasta 2013 por las mayores proporciones de saneamiento del endeudamiento de la construcción e inmobiliarias (Menéndez y Méndez, 2013), un proceso en el que tuvo un papel esencial la reestructuración del sector financiero y la creación de Sareb. Así, mientras que en 2009/T1, máximo histórico del crédito al sector productivo, el absorbido por la construcción y el sector inmobiliario alcanzó el 42,2 % del PIB, en 2013 se había reducido al 23,0 %, y, a finales de 2015, se había contraído hasta un modesto 16,6 % del PIB, una cifra similar a la de 2002-2003.

Gráfico 5. Deuda no consolidada de las ENF españolas y algunos países del área euro, 1995-2015 (% del PIB)



En relación con la renta de las ENF (PIB, VAB o EBE), el desapalancamiento se ha acelerado los dos últimos años. Respecto del PIB, la reducción de la ratio en la recuperación 2013/T4 - 2015/T4 (del -5,0 % anual, -15,6 puntos porcentuales del PIB en total) ha sido superior a la operada en la crisis anterior, de forma que, en el último trimestre de 2015, la deuda se situaba en el 140 % del PIB. La contracción de su endeudamiento ha tenido

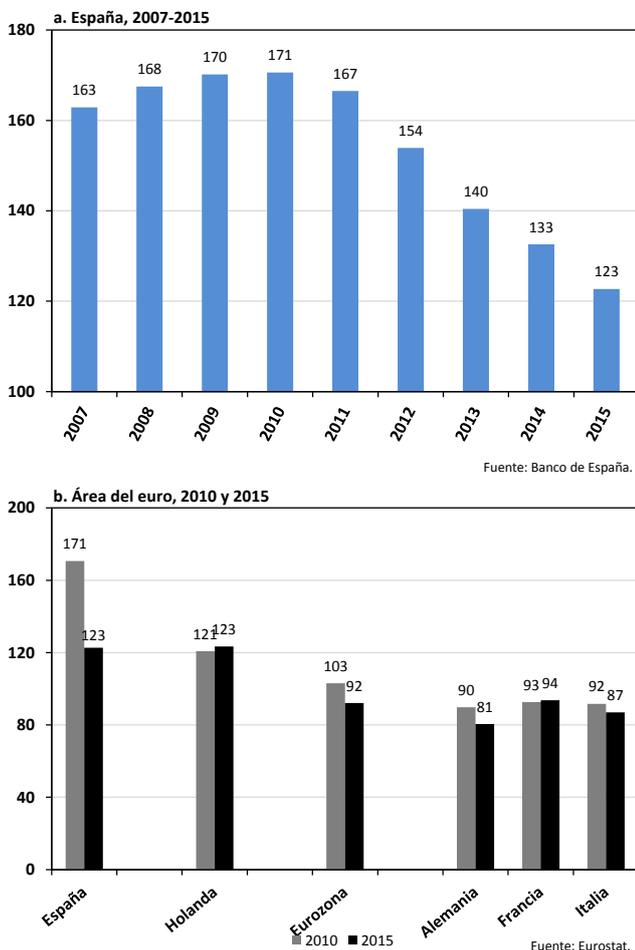
lugar a pesar del aumento de los nuevos flujos de crédito. Ello refleja las diferencias entre los mecanismos de desapalancamiento en la crisis (hasta 2013) y en la recuperación (hasta 2016). Mientras en la recesión el factor básico fue el de amortizaciones o el reconocimiento de pérdidas, en la recuperación ha sido el aumento de la renta (el EBE creció un 4,3 % entre 2013 y 2015, frente a un descenso del stock de deuda del -5,4 %), lo que ha permitido el aumento del crédito citado al tiempo que la ratio deuda/EBE se ha contraído. Si la referencia es la deuda de las ENF en la eurozona, en 2014, las españolas mostraban menos apalancamiento que las de Luxemburgo, Chipre, Irlanda (179,6 %), Holanda (117,3 %), Portugal (108,3 %) y Bélgica (101,7 %), aunque su posición era peor respecto de los tres grandes, superando a las empresas francesas (87,1 %), italianas (76,5 %) y, en especial, alemanas (46 %). De esta forma, si se tomara como referencia la media de estos tres países, España precisaba, en 2014, todavía una reducción de la deuda de las ENF en torno a los 23 puntos del PIB (a pesar de su corrección, la CE (2014c) consideraba que, todavía a finales de 2013, el endeudamiento de las ENF era excesivo, en relación con sus activos o con su capacidad de repago). Con medidas de solvencia, el resultado es también más positivo: el indicador pasivos exigibles / activos financieros no ha dejado de caer desde el inicio de la crisis (del 88,1 % al 81,1 % entre 2007 y 2013) y se ha situado en el 73,6 % a finales de 2015, un registro no contemplado desde que existen datos homogéneos (finales de 1994).

A la luz de esta mejora, y de su acentuación los dos últimos años, ¿hasta dónde debería retroceder la deuda de las ENF? Si como referencia se adopta el nivel antes del boom (121,8 % del PIB de media en 1999-2001), el valor de finales de 2015 (143,5 %) se situaba todavía unos 22 puntos del PIB por encima. En cambio, la ratio deuda exigible / EBE en 2015 (un 628,2 %) era ya inferior a la de 1999-2001 (680,5 %). Y lo mismo sucede si el índice de referencia es la ratio deuda exigible / activos financieros: el 73,6 % de 2015 era menor al de la media 1999-2001 (79,3 %) (Cuerpo *et al.*, 2013 obtenían, para finales de 2013, un reducción necesaria de unos 20 puntos del PIB utilizando la métrica de Arrow *et al.*, 2004).

Agregando hogares y ENF, y en términos consolidados para cada sector, ¿cuál es el camino a recorrer? En 2014, el volumen medio de deuda de las ENF y hogares en el área del euro era del 142,8 % del PIB, unos 27 puntos inferior al de España, aunque ese registro es peor si se toman como referencia Alemania (100,9 %

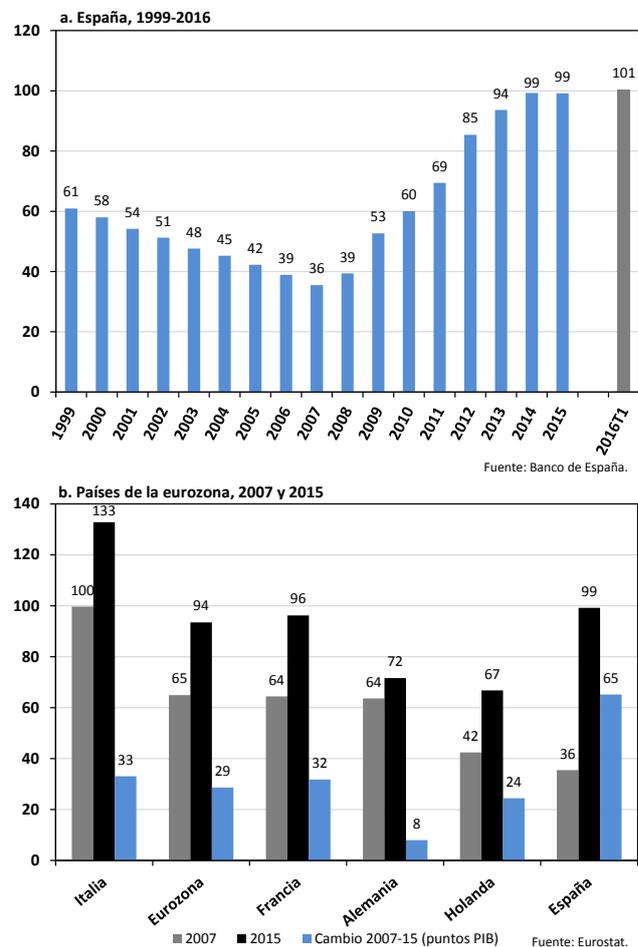
del PIB) o Italia (125,2 %), aunque Francia presenta valores superiores (151,8 %). Atendiendo a esta métrica, el sector privado todavía necesitaba, a finales de 2014, reducir el peso de su deuda en unos 30 puntos del PIB (Comisión Europea, 2014a). En 2015, las necesidades de desapalancamiento, dada la dinámica de la reducción de la deuda y el aumento del PIB, se han reducido. Estas son más elevadas si se toma como objetivo la deuda existente al principio de la expansión: el 170,3 % de deuda privada (suma sin consolidar de los valores (consolidados) de hogares y ENF) de 2014 supera en unos 60 puntos del PIB el 110,6 % del año 2000. Otra forma de evaluar las necesidades de reducción de la deuda del sector privado no financiero es atendiendo a su crédito vivo: a finales de 2015, este representaba todavía el 13 % del total del concedido en el área del euro, por encima del 10,4 % que aporta el PIB español, lo que sugeriría un exceso teórico de crédito de 253 mm de euros, unos 23 puntos del PIB que, dado que no se consideran otras formas de deuda del sector ENF, este volumen teórico de desapalancamiento debería considerarse el límite inferior (gráfico 6).

Gráfico 6. Crédito al sector privado en España y en algunos países de la eurozona, 2007-2015 (% del PIB)



Finalmente, y por lo que se refiere al sector público, a pesar de la mejora en 2014 y 2015, España no ha sido capaz de cumplir con la revisión de los objetivos de déficit acordados en 2013. De esta forma, desde el inicio de la recuperación en 2013, la deuda pública ha aumentado 7,1 puntos del PIB, hasta ubicarse en el 100,5 % en el primer trimestre de 2016 (gráfico 7). ¿Qué cabe esperar de su dinámica? Las previsiones de la CE (Comisión Europea, 2015d) sitúan su máximo en torno al 105 % del PIB en 2017-2018 y, posteriormente, debería reducirse suavemente, aunque su caída hacia valores aceptables es dilatada: en 2025, todavía se alcanzaría entre el 90 % y el 100 % del PIB, dependiendo de los distintos escenarios de crecimiento y de tipos de interés.

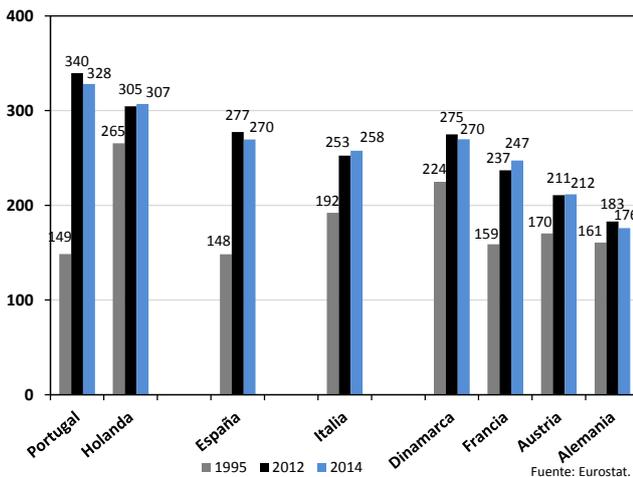
Gráfico 7. Deuda pública en España y algunos países del área euro, 1995-2015 (% del PIB y cambio en puntos del PIB)



En suma, la deuda de los sectores no financieros (hogares, ENF y AAPP) era, a finales de 2015, más elevada que la existente al final de la expansión: un total del 232 % del PIB (definición de deuda del MIP) en 2007, a comparar con el 265,2 % de 2015. Porque si bien es verdad que el sector privado no financiero la ha

reducido (-32,3 puntos del PIB desde 2007), también lo es que el sector público la ha aumentado (65,2 puntos), modificándose drásticamente su composición (Comisión Europea, 2016c). No obstante, y dado que el máximo de la deuda privada se alcanzó en 2010, si la comparación se efectúa desde entonces el apalancamiento total (sector privado no financiero y sector público) no se ha alterado: 264 % del PIB en 2010 frente al 265 % de 2015 (gráfico 8).

Gráfico 8. Deuda total de los sectores no financieros (privado y AAPP) en España y países del área euro, 1995-2014 (% del PIB)



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

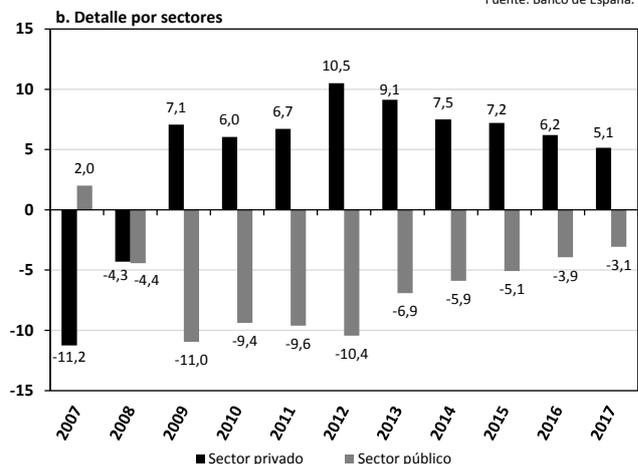
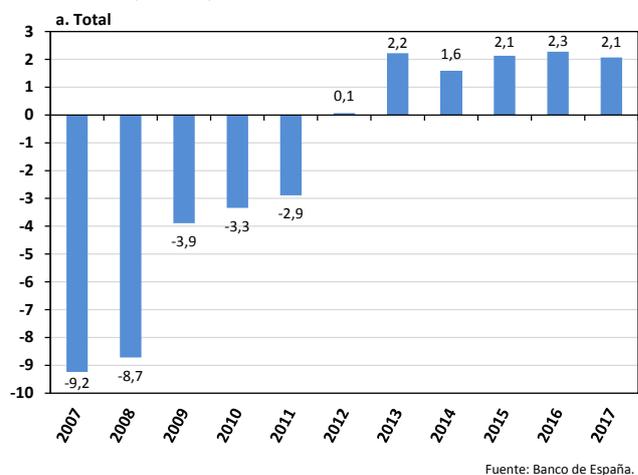
La dinámica del endeudamiento exterior es función tanto del cambio en el PIB como de las modificaciones en la deuda, que dependen a su vez de los cambios en el saldo con el resto del mundo. En la recuperación se han operado modificaciones en ambos elementos. En el ámbito del PIB, han aparecido avances substanciales; en el del endeudamiento neto, España ha presentado desde 2013 excedentes por cuenta corriente. A pesar de ambas dinámicas positivas, lo cierto es que la deuda neta se ha reducido solo moderadamente. Al mismo tiempo, entre la crisis 2008-2013 y la recuperación 2013-2016 ha emergido, de nuevo, el tradicional protagonismo de la demanda interna, restando avances del PIB por vez primera desde el inicio de la crisis. Esta modificación no refleja una reducción de las exportaciones ni una menor penetración en el mercado mundial. Expresa, fundamentalmente, el avance del ritmo importador. La moderación en el saldo por cuenta corriente, y el que algunas de sus balanzas (energía, rentas primarias) dependan de elementos excepcionales, fuera de nuestro control, obliga a

interrogarse sobre el futuro del saldo exterior. Por eso, a continuación se analiza, en primer lugar, su dinámica y las razones que la explican y, a continuación, su traducción en el cambio en el endeudamiento exterior del país.

4.1. Mejora del saldo exterior: ¿coyuntural o estructural?

Entre 2007 y 2013, el saldo muy negativo de la balanza corriente (-9,6 % del PIB 2007) se corrigió de forma radical, aunque, una vez alcanzados valores positivos y en el contexto de la recuperación de la demanda interna, su progresión se ha frenado súbitamente: 1,5 % del PIB en 2013, un 1,0 % en 2014 y 1,4 % en 2015. En términos de capacidad/necesidad de financiación, la dinámica ha sido algo más positiva (gráfico 9): la notable necesidad de 2007 (-9,2 %) ha dado paso a capacidades de financiación exterior en 2013 (2,2 %), 2014 (1,6 %) y 2015 (2,1 %), ya que el saldo de la balanza financiera (básicamente, transferencias de capital procedentes de la UE) se ha mantenido, desde el inicio de la crisis, en registros próximos al 0,5 % del PIB.

Gráfico 9. Capacidad/necesidad de financiación exterior de España 2007-2017* (% del PIB)



Así pues, desde 2013 España ha presentado uno de sus atípicos períodos de superávits por cuenta corriente. En los últimos cuarenta años (datos de AMECO), solo en 1984-1986 y en 1996-1997, la balanza por cuenta corriente había presentado registros positivos o próximos a cero (un 1,2 % y un -0,7 % del PIB de media de esos años, respectivamente), aunque en términos de capacidad/necesidad de financiación (INE, base 1986) obtuvo modestos superávits exteriores en 1971-1973, 1978-1979, 1984-1986 y 1995-1997. Si al superávit del período 2013-2015 se añadieran las previsiones de la CE para España, que lo alargan hasta 2017, nos encontraríamos frente al período más dilatado de generación de recursos con el exterior desde la década de 1960. En suma, la situación de superávits por cuenta corriente y capacidad de financiación en 2013-2015 es, en términos históricos, excepcional.

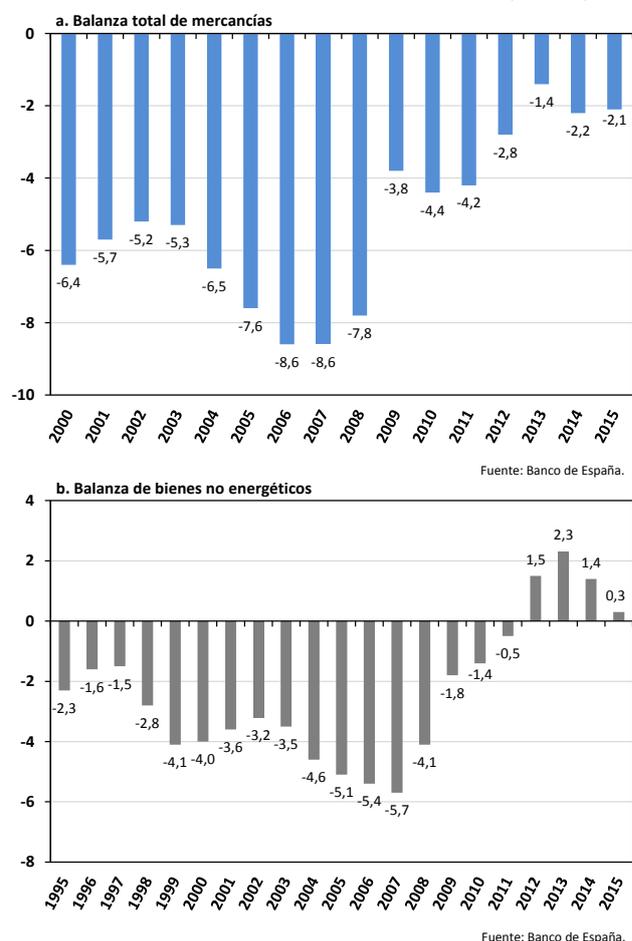
Hasta qué punto esta nueva dinámica refleja un cambio estructural u obedece a modificaciones en la demanda generadas por la crisis emerge, pues, como un aspecto crítico. Y, en especial, cobra relevancia la contención en la mejora del superávit corriente a partir del momento en que la demanda interna toma el relevo como motor del crecimiento del PIB. En esta contención destaca el empeoramiento del saldo de la balanza de bienes no energéticos, mientras que operan a favor de incrementarlo el superávit de servicios no turísticos y la reducción del saldo negativo de las balanzas de energía y rentas.

En el ámbito de la balanza corriente, los motores de la mejora hasta 2013 fueron, básicamente, el saldo de bienes (no energéticos) y el de los servicios, tanto turísticos como no turísticos (gráficos 10 y 11). El esquema de expansión de las exportaciones y de moderación o reducción de las compras, que ha permitido el duro ajuste del negativo saldo exterior, es el que se ha visto alterado en la recuperación.

Así, para la balanza de bienes no energéticos, la recuperación de la demanda interna ha significado un continuo deterioro, de forma que entre 2013 y 2015, su saldo no ha dejado de reducirse: del 2,3 % del PIB en 2013 al 0,3 % en 2015. Esto no expresa una caída de las exportaciones, sino una brusca, e intensa, recuperación de las compras al exterior: mientras estas han aumentado en más de 3 puntos del PIB (del 16,9 % al 19,9 % del PIB), aquellas avanzaron moderadamente (del 19,2 % al 20,1 % del PIB). En todo caso, el peso de las exportaciones sobre el PIB ha alcanzado máximos históricos, en el 23,1 % de media 2014-2015. Esto se ha traducido en la mejora de la cuota de mercado global,

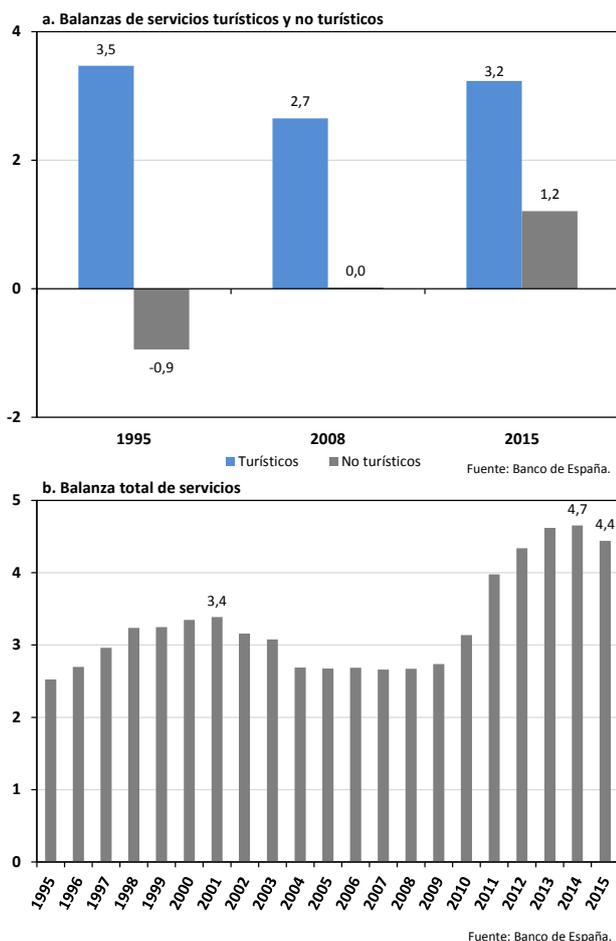
hasta situarse en el 17,1 por mil tanto en 2014 como en 2015, aumentándola desde el mínimo de 2012 (16,0 por mil). Esta dinámica exportadora positiva refleja una creciente extensión geográfica hacia áreas emergentes con mayor propensión importadora (Myro, 2013); también un aumento en el número de empresas exportadoras (Gómez y Martín, 2014) y mayor diversificación en la tipología de los productos exportados (Oliver, 2016); así como la caída en los CLU por contención de costes laborales y aumentos de productividad y, vinculado a este último aspecto, una recuperada atracción de la IED por España, que impulsa también las ventas al exterior. De hecho, cuando las mejoras en la competitividad-precio se miden a través de los CLU frente a los países desarrollados, la pérdida acumulada desde la entrada en el euro se habría corregido parcialmente (un ajuste de unos 15 puntos, según Prades y García (2015) o lo habrían hecho en la práctica totalidad (unos 20 puntos; Gómez y Martín, 2014)). Aunque también se argumenta que las empresas exportadoras, de gran tamaño y vinculadas a capital exterior, han presentado una dinámica de los CLU antes de la crisis mucho más favorable que el conjunto de la economía, que explicaría la *“Spanish Paradox”* (Antràs et al., 2010).

Gráfico 10. Saldos de la balanza de bienes, 1995-2015 (% del PIB)



Por su parte, los fuertes aumentos de las importaciones de bienes no energéticos en 2014 y 2015 reflejan la recuperación del consumo en bienes duraderos y de la inversión, los dos componentes de la demanda interna con mayor contenido importador, al tiempo que las compras al exterior de bienes intermedios confirman la creciente integración de España en la producción global a través de la IED (Banco de España, 2015c). En todo caso, las importaciones de mercancías han aumentado hasta el 25,4 % del PIB en 2015 (24,3 % en 2013), que se explica por el avance de las mercancías no energéticas (del 18,7 % del PIB en 2013 al 21,8 % en 2015). Adicionalmente, los servicios no turísticos (Macías y Martín, 2010) reflejan un práctico mantenimiento en valores máximos, con un superávit del 1,2 % del PIB en 2013, un 1,3 % en 2014 y un 1,2 % en 2015, reflejando movimientos similares en exportaciones (4,7 %, 4,9 % y 5,1 % del PIB en 2013, 2014 y 2015) y en las importaciones (3,4 %, 3,6 % y 3,9 % del PIB para 2013, 2014 y 2015, respectivamente).

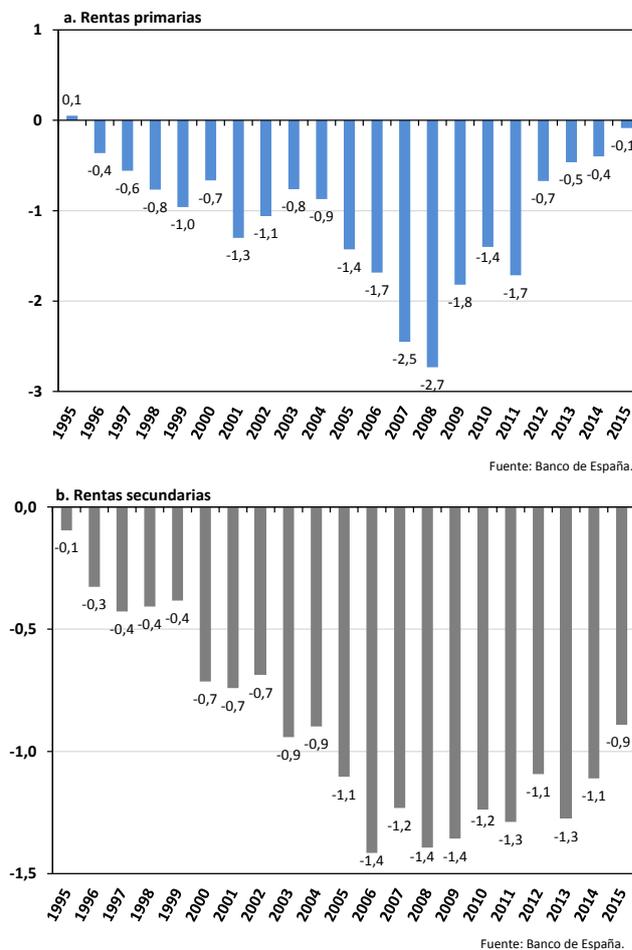
Gráfico 11. Saldos de las balanzas de servicios, 1995-2015 (% del PIB)



Finalmente, estos dos últimos años, tanto la balanza energética como la de servicios turísticos y la de rentas

primarias han paliado, parcialmente, el deterioro de las balanzas anteriores. Para la energética, el cambio ha venido de la mano del hundimiento de los precios del petróleo, de forma que su saldo negativo en 2013 (-3,7 % del PIB) se ha reducido en 2015 (-2,3 % del PIB). En el ámbito de la balanza de rentas primarias (gráfico 12), la reducción de su déficit también ha contribuido a mantener el superávit corriente: del -0,5 % en el año 2013 al -0,1 % del PIB en 2015. Cabe destacar, por el volumen de deuda exterior de España, la caída de los pagos por intereses (de 46,0 mm de euros en 2011 a 31,1 mm en 2015), que se ha reflejado en una reducción del saldo negativo de dichas rentas (del -2,2 % del PIB en 2012 al -1,7 % en 2015). Finalmente, la balanza de rentas secundarias ha moderado su déficit (desde el -1,3 % al -0,9% del PIB entre 2013 y 2015).

Gráfico 12. Saldos de las balanzas de servicios, 1995-2015 (% del PIB)



A la luz de esta dinámica, ¿qué cabe esperar del saldo exterior los próximos años? En el ámbito de la crítica balanza de bienes, su evolución en la recuperación ha sido objeto de dos hipótesis. En una visión optimista, el avance exportador sería de carácter estructural, al tiempo que el aumento de las importaciones sería

transitorio. Otra lectura es menos positiva: las exportaciones tendrían límites a su avance, mientras que las importaciones estarían respondiendo, como en el pasado, a los avances de la demanda interna.

La hipótesis que postula un aumento transitorio de las importaciones sugiere que, estructuralmente, el contenido importador por unidad de demanda final debería haberse reducido. Esto reflejaría tanto ajustes en la demanda como en la oferta. En la primera, la caída de precios y costes internos habría desplazado compras al exterior, en especial en bienes de consumo no duradero (Banco de España, 2014); en la segunda, la reestructuración sectorial (pérdidas en construcción y creciente peso de los servicios) reduciría el contenido importador por unidad de VAB. De esta forma, el avance de las importaciones en los dos últimos años sería un reflejo transitorio del embalsamiento de la demanda interna producto de la crisis (González y Urtasun, 2015).

Esta visión choca con el mantenimiento del contenido importador por unidad de VAB en las principales ramas productivas (automóvil, química) (Cabrero y Tiana, 2012). Ello remite a carencias estructurales de tecnología, de forma que el efecto arrastre de aumentos en la producción industrial (dado su menor peso en el VAB agregado y el mayor contenido importador) es más reducido que en otros países: un incremento del 1 % (tablas input-output 2007) de la demanda final del sector industrial provocaría un incremento del VAB agregado del 0,16 %, frente al 0,39 % de Alemania o al 0,36 % de Francia (Cabrero y Tiana, 2012). Los últimos análisis disponibles, efectuados con tablas input-output anteriores a la crisis (2005 y 2007), muestran continuidad en el contenido importador de las principales ramas productivas no achacable a la energía, con las mayores diferencias en servicios de mercado e industria, reflejo de una IED más elevada en España que en otros países avanzados: la ratio IED/PIB en 2010 en España era del 44 %, casi el doble del peso de Alemania. En la fabricación de vehículos de motor, por ejemplo, su contenido importador (63,3 %) en España supera largamente el de Alemania (38 %), Francia (44 %) o Italia (37 %), al igual que en la industria química (un 55 % en España, frente a valores del 34 %, 29 % y 47 % para Alemania, Francia o Italia, respectivamente). Y continuidad, también, en el contenido importador de los componentes más relevantes de la demanda interna y externa. De hecho, parece que en bienes intermedios podría haber aumentado por el crecimiento de la IED y el creciente

encaje de España en la división internacional de la producción. Desde este punto de vista, simulaciones de crecimiento de las importaciones para los años de crisis (Cabrero y Tiana, 2012) indican un comportamiento agregado de acuerdo con la dinámica de la demanda interna, compatible con cambios en sus distintos componentes. De esta forma, el avance de las importaciones (no energéticas) hasta 2014 estuvo en concordancia con lo esperado por la experiencia histórica, con lo que la devaluación interna no parece que haya generado la sustitución de importaciones que podía esperarse (Banco de España, 2015b). De hecho, las estimaciones del Banco de España (Gordo *et al.*, 2008) indican una elevada sensibilidad de las importaciones a cambios en la demanda final y una reducida elasticidad-precio (expresión de las necesidades importadoras de bienes intermedios y de capital). También el modelo trimestral del Banco de España para 1995-2012 utiliza elevadas elasticidades-venta de las importaciones, tanto en el corto plazo como en el medio plazo (Gómez y Martín, 2014).

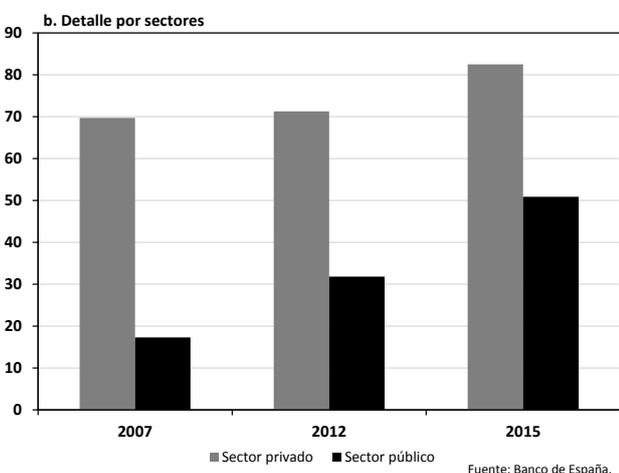
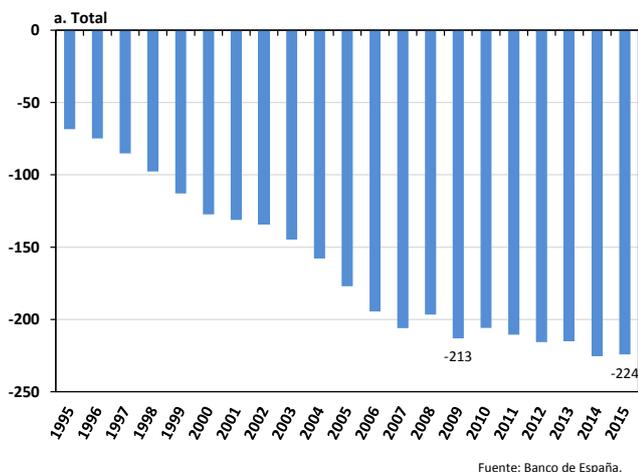
Además, otros aspectos arrojan sombras sobre la capacidad futura de crecimiento de las exportaciones de bienes, en especial la incompleta translación de la caída de costes a precios, donde se mantiene el diferencial acumulado entre 1999 y 2007 (Banco de España, 2015b), por los aumentos de precios de la energía y precios administrados, de acuerdo con la estrategia de reducción del déficit (Gómez y Martín, 2014), y el papel de la contracción de la demanda interna en el incremento exportador. Funciones de exportación de bienes que incorporan la fortaleza de aquella, junto a las tradicionales variables de demanda externa y competitividad-precio (Prades y García, 2015), sugieren un papel relevante en la mejora exportadora en la crisis, en especial, en el ámbito del consumo privado.

4.2. El saldo exterior y las dificultades en la reducción del endeudamiento con el resto del mundo

Todavía hoy, tras cerca de tres años de recuperación de la actividad, la elevada posición neta de inversión internacional (PNII) emerge como la fragilidad estructural más destacable, tanto por los problemas de solvencia y elevados pagos por rentas de inversión que implica (Catao y Milesi-Ferretti, 2013), como por ser el negativo de los stocks de deuda interna y otros desequilibrios de flujos del MPI (Obstfeld, 2012; Kang *et al.*, 2013). Su notable valor, en torno al 90 % a

principios de 2016 y muy alejado del -35 % del PIB que marca el MPI (Comisión Europea, 2015b; 2015c), sitúa la economía española, al menos potencialmente, en una frágil posición, expuesta a *sudden stops* o *reversals* de anteriores entradas de capital. En el contexto europeo, solo Chipre (-129,2 %), Grecia (-126,4 %) y Portugal (-109,4 %) mantenían registros peores a los de España. Y el 90 % español se sitúa muy por encima del de Irlanda (-70 %), Italia (-26,7 %) o Francia (-17,4 %), y muy alejado de los valores positivos de Alemania (49,2 %) o Holanda (66,7 %).

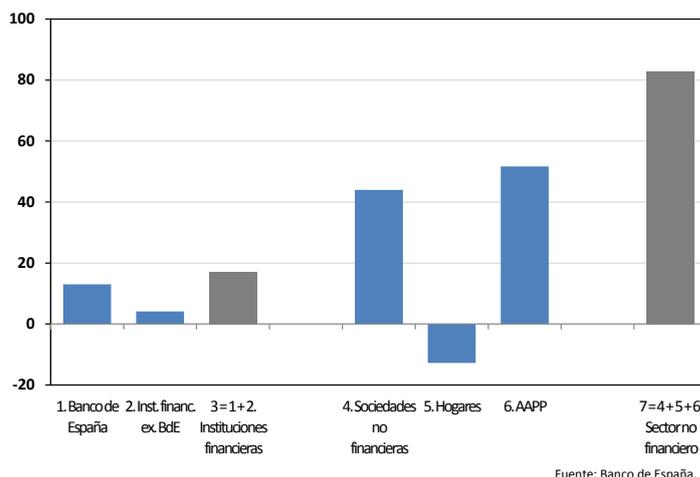
Gráfico 13. Pasivos de España frente al exterior, 1995-2015 (% del PIB)



No obstante, y aunque en términos de solvencia exterior la variable relevante es la PNII, a corto plazo es más relevante la deuda bruta y, en particular, los pasivos a refinanciar, porque son estos flujos los que pueden alterarse súbitamente de caer la confianza sobre la capacidad de pago exterior, como ya sucedió en la crisis 2011-2012 (Lane y Milesi-Ferretti, 2012; Lane y Pels, 2012). Para esta magnitud, su valor a finales de 2015 se ha situado en el 224,1 % del PIB (gráfico 13), al tiempo que los pasivos que exigen

refinanciación (total de activos del resto del mundo sobre España menos participaciones en capital y fondos de inversión) han alcanzado los 1,7 billones de euros. Por ello, este último apartado pasa revisión a la situación y a las perspectivas de ambos tipos de endeudamiento exterior.

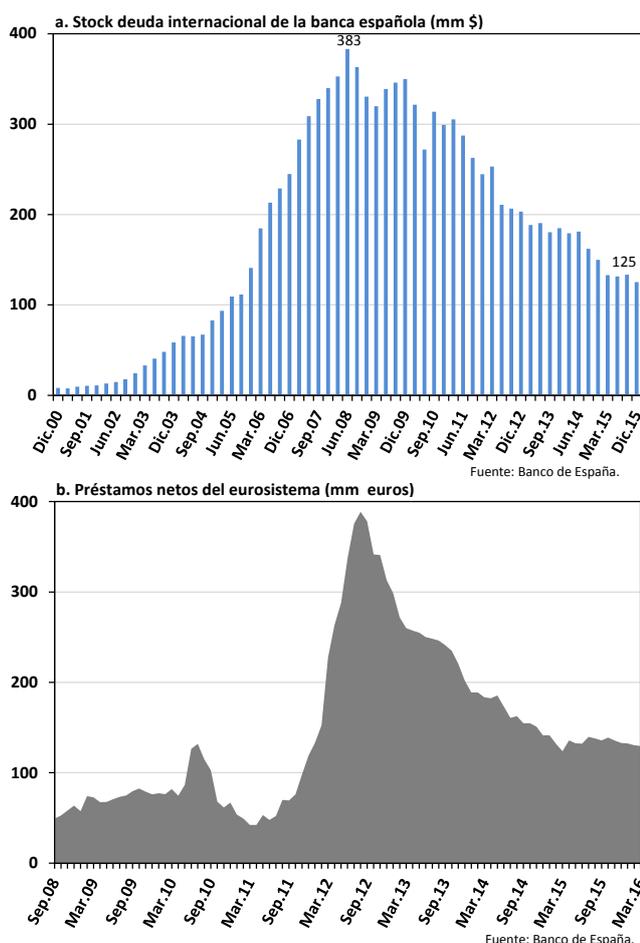
Gráfico 14. Pasivos netos de España frente al exterior (PNII), cuarto trimestre de 2015. Detalle por subsectores deudores (% del total)



Comenzando con la PNII, de su dinámica los años 2013-2015 destaca su suave reducción, el cambio en su composición sectorial y, finalmente, la modificación en los instrumentos que la integran. La persistencia de capacidades de financiación exterior, los cambios (base 2010) de la CNE y la balanza de pagos y la recuperación del crecimiento nominal del PIB en 2014-2015 han contribuido a su caída (del -96,2 % de 2013 al 90,8 % del primer trimestre de 2016), mientras que los cambios en la valoración actuaron en contra de su reducción. En lo referente a la distribución por sectores, de 2013/T2 a 2015/T4 las instituciones financieras (IF) han reducido su deuda neta de forma drástica (del 35,7 % al 15,3 % del PIB), mientras que la han aumentado las sociedades no financieras (del 35,7 % al 39,3 % del PIB) y, en especial, el público (del 29,1 % al 46,1 % del PIB) (gráfico 14). La disminución del endeudamiento de las instituciones financieras se ha reflejado tanto en la caída del stock de emisiones internacionales a valores de hace 10 años (125 mm de dólares), como del crédito con el BCE (a un mínimo de 130 mm de euros a finales de marzo de 2016, muy lejos de los casi 389 mm de euros de agosto de 2012) (gráfico 15). Y, aunque todavía explica un 47,1 % del crédito total al eurosistema, se halla muy alejado de casi el 80 % de la primavera de 2012. Finalmente, la composición por instrumentos ha empeorado, con un sesgo creciente hacia los representativos de deuda, vinculado al

creciente peso del sector público: entre 2013/T2 y 2015/T4, estos han aumentado del 63,5 % al 70 % del total, mientras que el efectivo y los depósitos han perdido peso (del 44,1 % al 36,2 %). En conjunto, y según la Comisión Europea (2016c), cerca de un 80 % del PIB refleja el saldo neto de deuda negociable, del cual unos 60 puntos del PIB son deuda del sector privado y público y unos 20 puntos del PIB son los saldos TARGET2, que se refinancian por el sector financiero.

Gráfico 15. Financiación exterior del sector financiero español, 2000-2015



Por su parte, la dinámica de la deuda bruta (pasivos totales) ha sido menos positiva: entre las fechas citadas, su valor se ha incrementado del 213,5 % al 224,1 % del PIB. Un avance que refleja aumentos de los activos españoles en el exterior (del 124,0 % al 135,7 % del PIB entre 2013/T2 y 2015/T4), superiores a la caída en la PNII, y cambios en la valoración de activos y pasivos financieros. Por su parte, y dado que entre estos pasivos se computa la IED, de ese conjunto interesa la deuda exigible (pasivos financieros excepto IED), que ha mostrado una ligera reducción (del 162,3 % de 2013/T2 al 160,6 % del PIB en 2015/T4).

Sectorialmente, los efectos de la laxa política del BCE se han reflejado en una acentuación de la reducción de deuda exterior del sector financiero y, en especial, de sus pasivos exigibles. Este aspecto es más que relevante ya que en la crisis del euro 2011-2012 fue uno de sus protagonistas clave. Así, mientras en verano de 2012 los pasivos a refinanciar de las IF alcanzaban el 107,5 % del PIB, a finales de 2015 se habían contraído hasta el 79,1 %, un proceso similar al del conjunto de sus pasivos (del 118,3 % al 91,2 % del PIB). Esta disminución de la deuda bruta exigible del sector financiero, próxima a los 30 puntos del PIB, emerge como una de las mejoras más relevantes del proceso de desapalancamiento en el que está inmersa la economía española. Por su parte, y en deuda bruta (total pasivos, incluida la IED), las ENF han mostrado el proceso contrario al de las IF, desde el 69,5 % al 82,3 % del PIB entre las mismas fechas. Ese incremento refleja la creciente atracción de España como destino de IED aunque, en términos de PNII, este avance se ha visto compensado por un aumento de similar magnitud de las inversiones de España en el exterior (entre 2013/T2 y 2015/T4, la IED del exterior en España aumentó desde el 53,9 % al 57,9 % del PIB, mientras que la de España en el exterior también se expandió, del 48,9 % al 53,7 % del PIB). El negativo de estos movimientos ha sido el del fuerte aumento de los pasivos de las AAPP, desde el 33,6 % al 50,9 % del PIB entre 2013/T2 y 2014/T4.

Finalmente, ¿qué camino resta para situar la PNII en valores sostenibles? Su elevado registro muestra que queda un largo trecho por recorrer. Y aunque el crecimiento nominal del PIB permita una cierta reducción, no hay que olvidar el elevado contenido importador de la demanda final, por lo que las mejoras en el superávit corriente tienen un límite que parece situado, en el mejor de los casos, en torno al 1,5 % del PIB/año. Pero con superávits de esta magnitud, la CE estima (2016c) que, todavía en 2024, la PNII solo se habría reducido al 50 % del PIB. Y, en la hipótesis no descartable de empeoramiento de dicho saldo, hasta el -1,5 % del PIB, la PIIN se situaría entonces todavía en el 75 % del PIB.

5. Conclusiones: política económica, mejora cíclica y debilidad estructural

En este verano de 2016, la economía continúa creciendo con fuerza y, aunque se observan signos de cierta desaceleración, el avance del PIB y del empleo no

está en cuestión. Sin embargo, esta aparente solidez esconde debilidades relevantes, que apuntan a la necesidad de reforzar y profundizar cambios operados en la crisis, tanto desde la oferta como desde la demanda.

El principal reto que afronta la economía española es el de la reconducción de su abultada deuda neta exterior y, también, la reducción de los pasivos exteriores exigibles. Ambos endeudamientos mostraron su relevancia en el duro episodio de súbita parada y reversión de las entradas de capital, que tuvo lugar entre verano de 2011 y otoño de 2012. Entonces, el país quedó en una situación comprometida, incapaz, sin ayuda exterior, de hacer frente a la sangría de capitales. Sin la política de estabilización y de reformas estructurales, con sus efectos contractivos sobre el crecimiento a corto plazo, no hubiera sido posible restaurar la confianza y, con ella, el flujo de capitales preciso para la refinanciación exterior.

Es cierto que, en estos últimos años, se han reconducido algunos de sus desequilibrios más problemáticos y otros están en la dirección adecuada para resituarlos en valores aceptables. Entre ellos, cabe destacar, en el ámbito de la corrección de los desequilibrios de balance, la sustancial reducción del endeudamiento privado entre 2010 y 2015 (próxima a los 50 puntos de PIB) y la reducción de la deuda exigible exterior de las instituciones financieras entre 2007 y 2015 (contabilizando el Banco de España, del 105,6 % al 79,1 %; excepto el Banco de España, del 103,5 % al 59,3 %). Y, en el de la corrección del desequilibrio exterior, la importante mejora del saldo por cuenta corriente y de la capacidad de financiación exterior hasta situarlos, en los últimos tres años, en registros positivos; que las exportaciones de bienes y servicios hayan alcanzado máximos históricos sobre el PIB (hasta el 33,1 % en 2015) o que las ventas de bienes hayan recuperado cuota de mercado mundial (en el 17,1 por mil en 2015).

No obstante estos indudables éxitos, y ciñéndonos a los aspectos analizados en este *Policy Brief*, no pueden olvidarse ni el contexto exterior en el que ha tenido lugar esta mejora, ni la continuidad de algunos de sus aspectos más relevantes.

Respecto de los vientos de cola procedentes del exterior, hay que recordar que la recuperación ha tenido lugar en el contexto de una política monetaria que, además de permitir una fácil financiación de la

abultada deuda (interna y externa), ha aislado el país de tensiones externas, que no han estado ausentes del panorama internacional. En el último año, los temblores generados por Grecia, la devaluación del renminbi chino (agosto de 2015), los mercados financieros globales (diciembre/enero de 2015-2016), el choque del Brexit y la crisis bancaria italiana (junio de 2016), son ejemplos de hasta qué punto el BCE ha tenido éxito en aislar a España de turbulencias exteriores. Pero incluso con esa capacidad, las primas de riesgo, que habían alcanzado un mínimo en torno a los 100 puntos básicos (enero de 2015), han vuelto a repuntar y, tras el Brexit, llegaron a alcanzar transitoriamente los 190 puntos. Un recordatorio de los límites que tiene la política monetaria.

Además, una política fiscal expansiva también ayuda a comprender la mejora observada desde 2014. El aumento del déficit, sin embargo, apenas ha presionado sobre los costes de financiación de España, por la agresiva política del BCE que, desde que comenzó su programa de compra de activos (marzo de 2015), ha adquirido ya unos 80 mm de bonos públicos, a la que ha sumado en los últimos meses la adquisición de deuda privada. En suma, unas condiciones de financiación internas y externas insólitamente favorables, a lo que hay que sumar los efectos de la política del BCE sobre el tipo de cambio y unos precios del petróleo no vistos desde hace una década. Este conjunto de factores ayuda a comprender parte de la mejora experimentada los últimos tres años. Pero, al mismo tiempo, muestra los límites del crecimiento actual.

No obstante, se mantiene la fragilidad más sustantiva, la elevada deuda neta exterior: a finales del primer trimestre de 2016, en registros superiores al 90 % del PIB, muy alejada del 35 % del PIB que exige la CE. Tampoco se ha reducido el volumen de pasivos exteriores exigibles (1,7 billones en 2015), que precisan de una continuada refinanciación en un rango que oscila entre los 200 y los 300 mm de euros/año. España, pues, continua expuesta a cambios de la confianza exterior sobre nuestra capacidad de pago. Y, en el ámbito interno, las necesidades de desapalancamiento de los sectores privados no financieros pueden estimarse en el rango del 20/30 % del PIB, mientras que las del sector público se alejan cada vez más del objetivo del 60 % del PIB que marca la UE.

Es en este contexto mixto, de mejoras evidentes por correcciones internas e impactos exteriores, pero con

persistentes problemas estructurales, en el que hay que inscribir las medidas que sería preciso adoptar.

¿Cómo puede acelerarse la reducción de las ratios de apalancamiento? La disminución de la deuda exterior exige crecimientos del PIB nominal, superávits exteriores o la combinación de ambos. Y, en el ámbito del apalancamiento interno, el avance del PIB, la contención de los desequilibrios públicos y la continuidad del desendeudamiento privado.

El crecimiento del PIB aparece, pues, como el gozne que enlaza ambos procesos de desendeudamiento (interno y externo). Pero no puede ser, de forma prioritaria, un aumento basado en la demanda interna. Necesitamos incrementos nominales del PIB y, al mismo tiempo, sesgados crecientemente al exterior. Desde este punto de vista, el balance de los tres últimos años de recuperación se ha movido en sentido opuesto, desde la demanda neta exterior a la interna. Un camino que, de continuar, no va a permitir reducir la deuda neta exterior más que de forma modesta. Modificar esta tendencia exige no solo mantener el esfuerzo exportador sino incrementarlo, al tiempo que se comprime la intensidad importadora por unidad de demanda final. Este tipo de crecimiento del PIB es el único que puede, simultáneamente, generar superávits por cuenta corriente de magnitudes más elevadas que el escaso 1 % del PIB de media de los últimos cuatro años.

La suma de las excepcionales circunstancias exteriores y el mantenimiento, o elevación, de la deuda interna y exterior obligan a continuar con el proceso de reformas y corrección emprendido en los peores años de la crisis. Y, en particular, la hoja de ruta de la política económica los próximos años debería ser el aumento del superávit exterior, a expensas del crecimiento de la demanda interna. Es cierto que, a corto plazo, es más fácil movilizar recursos para incentivar el aumento de esta demanda interna. Pero la experiencia española muestra cómo estas políticas han terminado siempre en fracaso. Nuestra permanencia en la unión monetaria exige –de hecho, exigía ya desde 1999– un cambio de paradigma en la orientación de la política económica, desde el fomento de la demanda interna a la externa y la creación de las condiciones que permitan transitar hacia un sector exterior que aporte más al crecimiento. Y que, por ello mismo, sea más sostenible a medio y a largo plazo.

Pero este imprescindible ajuste de la demanda exige el aumento de la capacidad competitiva desde la oferta,

es decir, en la calidad de los factores productivos y en la aportación de la productividad total de los factores. No es el objeto de este *Policy Brief* detallar el catálogo de medidas que, desde la actuación pública, deberían contribuir a aumentar la productividad, mejorar la competitividad exterior o sesgar el crecimiento hacia la demanda externa. Todas ellas se resumen en la necesidad de unas infraestructuras (energéticas, ferroviarias, viarias o aeroportuarias) que tengan en el centro de su actuación el sesgo del tejido productivo hacia el exterior y el incremento de la productividad, cuyo aumento se ha visto frenado de golpe en la recuperación. En suma, se trata de reorientar la política de obra pública y otras infraestructuras hacia el sector exterior y la mejora de la productividad del sector privado, abandonando otros objetivos que, como muestra el desarrollo del AVE, están lejos de poner el acento en sentar las bases de un modelo de crecimiento sostenible. Y el mismo discurso emerge cuando se analiza el capital humano o en el ámbito de la productividad total de los factores. En ambos aspectos, el listado de tareas pendientes es largo y sobradamente conocido.

Este cambio de orientación no solo es necesario. Es del todo imprescindible si se quiere reconducir el desequilibrio que más amenaza el futuro (el endeudamiento exterior) y sentar las bases de corrección de la creciente deuda interna. En definitiva, el eje de conducción de la política económica debe reorientarse hacia la mejora de la productividad y la del sector exterior. En 2012 y 2014, y desde estas mismas páginas, se reclamaba la necesidad de un gran pacto político y social que situara al sector exterior en el eje de la política económica. Estos últimos años, a diferencia de entonces, hemos recuperado crecimiento del PIB y del empleo. Pero esta mejora parece frenar el avance en la dirección adecuada. Porque hoy, como ayer, las demandas de esta nueva *policy* no se han modificado.

Josep Oliver Alonso*

* El *Policy Brief* es el reflejo de la posición del grupo europeG y de las aportaciones de sus miembros.

Referencias

- ABIAD, A.; BALAKRISHNAN, R.; BROOKS, P. K.; LEIGH, D. y TYTELL, I. (2013).- "What's the Damage? Medium-Term Output Dynamics after Financial Crises" en Claessens, S.; Laeven, I. y Valencia, F. (ed.), *Financial Crises, Causes, Consequences, and Policy Responses*, capítulo 9, pp. 277-308. Washington: International Monetary Fund.
- AMPUDIA, M.; VAN VLOKHOVEN, H. y ŻOCHOWSKI, D. (2014).- [Financial fragility of euro area households](#), *ECB Working Paper Series*, núm. 1737, octubre.
- ANTRÀS, P.; SEGURA-CAYUELA, R. y RODRÍGUEZ-RODRÍGUEZ, D. (2010).- "[Firms in International Trade \(with an Application to Spain\)](#)", *SERIEs* Invited Lecture at the XXXV Symposium of the Spanish Economic Society.
- ARCE, O.; PRADES, E. y URTASUN, A. (2013).- "[La evolución del ahorro y del consumo de los hogares españoles durante la crisis](#)", *Boletín económico*, Banco de España, septiembre, pp. 65-73.
- ARROW, K.; DASGUPTA, P.; GOULDER, L.; DAILY, G.; EHRLICH, P.; HEAL, G.; LEVIN, S.; MÄLER, K-G.; SCHNEIDER, S.; STARRET, D. y WALKER, B. (2004).- "[Are We Consuming Too Much?](#)", *Journal of Economic Perspectives*, 18(3).
- BALDWIN, R. y GIAVAZZI, F. (2015).- [The Eurozone Crisis. A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions](#), CEPR, A VoxEU.org Book.
- BANCO DE ESPAÑA (2014).- "[La evolución reciente de las importaciones y sus determinantes](#)", en "Informe trimestral de la Economía Española", *Boletín Económico*, Banco de España, abril, pp. 39-41.
- BANCO DE ESPAÑA (2015a).- "[Implicaciones del endeudamiento de los hogares para la evolución del consumo](#)", *Informe Anual 2014*, pp. 37-38.
- BANCO DE ESPAÑA (2015b).- "[Determinantes de la evolución del saldo exterior de España en 2014 y perspectivas](#)", *Informe Anual 2014*, pp. 39-41.
- BANCO DE ESPAÑA (2015c).- [Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España 2014](#).
- BANCO DE ESPAÑA (2015d).- [Informe Anual 2015](#).
- CABRERO BRAVO, A. y TIANA ÁLVAREZ, M. (2012).- "[El contenido importador de las ramas de actividad en España](#)", *Boletín Económico*, Banco de España, febrero, pp. 45-57.
- CATAO, A.V. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2013).- "[External Liabilities and Crises](#)", *IMF Working Paper*, 13/113, mayo.
- CLAESSENS, S. y AYHAN KOSE, M. (2013).- "Financial Crises: Explanations, Types, and Implications", en Claessens, S.; Laeven, I. y Valencia, F. (Ed.), *Financial Crises, Causes, Consequences, and Policy Responses*, capítulo 1, pp. 3-61. Washington: International Monetary Fund.
- COMISIÓN EUROPEA (2014a).- "[Private sector deleveraging: outlook and implications for the forecast](#)", *European Economic Forecast*, *European Economy* núm. 7/2014, otoño, pp. 44-48.
- COMISIÓN EUROPEA (2014b).- "[Private sector deleveraging: where do we stand?](#)", *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 13, núm. 3, pp. 7-19.
- COMISIÓN EUROPEA (2014c).- "[Macroeconomic Imbalances. Spain 2014](#)", *European Economy Occasional Papers* núm. 176, marzo.
- COMISIÓN EUROPEA (2015a).- "[Post-Programme Surveillance Report. Spain, Spring 2015](#)", *European Economy Occasional Papers* núm. 211, mayo.
- COMISIÓN EUROPEA (2015b).- "[Macroeconomic Imbalances. Spain 2015](#)", *European Economy Occasional Papers*, núm. 216, junio.
- COMISIÓN EUROPEA (2015c).- [Alert Mechanism Report 2016](#). Report from the Commission to the European Parliament, The Council, The ECB and the European Economic and Social Committee, 26 de noviembre.
- COMISIÓN EUROPEA (2015d).- "[The 2015 Ageing Report. Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States \(2013-2060\)](#)", *European Economy*, 3/2015.
- COMISIÓN EUROPEA (2016a).- "[An overview of market-based adjustment in the euro area in the light of the crisis](#)", *Quarterly Report on the Euro Area*, Volume 14, núm. 4 (2015), Special edition, enero.
- COMISIÓN EUROPEA (2016b).- "[European Economic Forecast, Winter 2016](#)", *European Economy Institutional Paper*, núm. 020, febrero.

- COMISIÓN EUROPEA (2016c).- [“Country Report Spain 2016”](#), Commission Staff Working Document, Bruselas, 26 de febrero.
- CUADRADO, P. y MORAL-BENITO, E. (2016).- [“El crecimiento potencial de la economía española”](#), *Documentos Ocasionales*, núm. 1603, Banco de España.
- CUERPO, C.; DRUMOND, I.; LENDVAI, J.; PONTUCH, P. y RACIBORSKI, R. (2013).- [“Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment”](#), *European Economy Economic Papers*, núm. 477, abril.
- EICHENGREEN, B. (2015).- *Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great recession, and the Uses –and Misuses– of History*, Oxford University Press.
- EUROPEG (2012).- [“Competitividad y desapalancamiento en España: los retos pendientes”](#), *Policy Brief* núm. 2.
- EUROPEG (2014).- [“Aspectos claves en el ajuste de la economía española 2012-14: reducción del endeudamiento y mejora del sector exterior”](#), *Policy Brief* núm. 5.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2015a).- [“Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks”](#), *Global Financial Stability Report*, abril.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2015b).- [“Fiscal Policy and Long-Term Growth”](#), *IMF Policy Paper*, junio.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2015c).- [“Structural Reforms and Macroeconomic Performance: Initial Considerations for the Fund”](#), noviembre.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2015d).- [Spain 2015](#), *IMF Country Report*, núm. 15/232.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2016).- [World Economic Outlook](#), abril.
- FUNCAS (2016).- [Previsiones económicas para España 2016-17](#), julio.
- GÓMEZ LOSCOS, A. y MARTÍN MANCHUCA, C. (2014).- [“Una comparación de la respuesta del sector exterior en las dos últimas recesiones”](#), *Boletín económico*, Banco de España, mayo, pp. 43-52.
- GONZÁLEZ MÍNGUEZ, J. y URTASUN, A. (2015).- [“La dinámica del consumo en España por tipos de productos”](#), *Boletín Económico*, Banco de España, septiembre, pp. 69-78.
- GORDO, E.; GARCÍA, C. y MARTÍNEZ-MARTÍN, J. (2008).- [“Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española”](#), *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre, pp. 46-57.
- JORDÀ, O.; SCHURALIK, M. y TAYLOR, A. M. (2012).- [“When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises”](#), Federal Reserve of San Francisco, *Working Paper Series*, 2011-27, octubre.
- JORDÀ, O.; SCHURALIK, M. y TAYLOR, A. M. (2014).- [“The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles”](#), Federal Reserve of San Francisco, *Working Paper Series*, 2014-23, septiembre.
- KANNAN, P.; SCOTT, A. y TERRONES, M. E. (2013).- “From Recession to Recovery: How Soon and How Strong”, en Claessens, S.; Laeven, I. y Valencia, F. (Ed.), *Financial Crises, Causes, Consequences, and Policy Responses*, capítulo 8, pp. 239-275. Washington: International Monetary Fund.
- KING, M. (2016).- *The End of Alchemy. Money, Banking, and the Future of the Global Economy*, W.W. Norton & Company, New York and London.
- LANE, P. R. y MILESI-FERRETI G. M. (2012).- “External Adjustment and the Global Crisis”, *Journal of International Economics* 88(2), pp. 252-265.
- LANE, P. R. y PELS, B. (2012).- “Current Account Imbalances in Europe”, *Moneda y Crédito* núm. 234, pp. 225-261.
- MACÍAS, A. P. y MARTÍN MANCHUCA, C. (2010).- [“El comercio exterior de servicios no turísticos en España”](#), *Boletín Económico*, Banco de España, abril, pp. 105-113.
- MAUDOS VILLARROYA, J. y FERNÁNDEZ DE GUEVARA RADOSELOVIES, J. (2016).- [Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo. El impacto de la crisis](#). Fundación BBVA.
- MERLER, S. y PISANI-FERRY, J. (2012).- [“Sudden Stops in the Euro Area”](#), *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2012/06, marzo.
- MENÉNDEZ, A. y MÉNDEZ, M. (2013).- [“La evolución del endeudamiento de las empresas no financieras desde el inicio de la crisis”](#), *Boletín Económico*, Banco de España, enero, pp. 81-87.
- MILESI-FERRETTI, G. M. y TILLE, C. (2011).- “The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis”, *Economic Policy* 26(66), pp. 285-342.

MYRO SÁNCHEZ, R. (dir.) (2013).- *Fortalezas competitivas y sectores clave de la exportación española*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid.

OBSTFELD, M. (2012).- "Does the Current Account Still Matter?" *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 102(3):1-23. Richard T. Ely Lecture.

OECD (2016).- [Economic Outlook](#), núm. 99, junio.

OLIVER ALONSO, J. (2016).- *La millora exportadora de Catalunya 2011-14 en una perspectiva de llarg termini (1995-2014): continuïtats i ruptures estructurals*, Fundació del Gremi de Fabricants de Sabadell (en prensa).

PRADES, E. y GARCÍA, C. (2015).- "[Actualización de la función de las exportaciones españolas de bienes](#)", *Boletín Económico*, Banco de España, abril, pp. 31-39.

KANG, J. S. y SHAMBAUGH, J. C. (2013).- "[The Evolution of Current Account Deficits in the Euro Area Periphery and the Baltics: Many Paths to the Same Endpoint](#)", *IMF Working Paper*, 13/169, julio.

SINN, H-W. (ed.) (2012).- [The European balance of payment crisis](#), CESifo Forum, Volumen 13.

SINN, H-W (2014).- *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press.

Abreviaturas

AAPP: administraciones públicas
 AMECO: annual macro-economic database, Comisión Europea
 BCE: Banco Central Europeo
 CE: Comisión Europea
 CLU: costes laborales unitarios
 EBE: excedente bruto de explotación
 ENF: empresas no financieras
 EUROSTAT: Oficina de Estadística de la Comisión Europea
 FBCF: formación bruta de capital fijo
 FMI: Fondo Monetario Internacional
 FUNCAS: Fundación de las Cajas de Ahorro
 IED: inversión extranjera directa
 IF: instituciones financieras
 INE: Instituto Nacional de Estadística
 IRPF: impuesto sobre la renta de las personas físicas
 IVA: impuesto sobre el valor añadido
 LTRO: *Long Term Refinancing Operations*
 MEDE: Mecanismo Europeo de Estabilidad
 MIP: *Macroeconomic Imbalance Procedure*
 mm: miles de millones
 OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
 OMT: Outright Monetary Transactions
 PIB: producto interior bruto
 PNII: posición neta de inversión internacional
 PTF: productividad total de los factores
 QE: *Quantitative Easing*
 RFBD: renta familiar bruta disponible
 SAREB: Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
 TLTRO: *Targeted Long Term Refinancing Operations*
 UE: Unión Europea
 VAB: valor añadido bruto

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

EuropeG

Parc Científic de Barcelona
Baldri i Reixac, 4
08028 Barcelona
Tel. 934 033 723
www.europeg.com



Con el apoyo de:

