

Desequilibrios financieros de la economía española 2013-2019, efectos de la covid-19 e impacto de la intervención del BCE

Josep Oliver, europEG

Policy Brief núm. 16

Febrero, 2022

La situación económica española a finales de 2021 ha consolidado la recuperación iniciada en primavera, aunque los efectos sobre la actividad de la sexta ola, y los que pueda generar la nueva variante ómicron, no serán positivos. Sobre este trasfondo, el efecto de la covid fue de una magnitud jamás contemplada desde que se elaboran cuentas nacionales: en 2020, la caída del PIB alcanzó un desconocido -10,8 %. Y ello, en un contexto en el que la recuperación no ha permitido todavía alcanzar los niveles prepandémicos en la mayoría de las magnitudes relevantes.

Esta insólita contracción presentó un particular perfil temporal. Así, el primer trimestre de 2020 contempló ya una fuerte contracción (del -4,3 % en tasa anual), que refleja los efectos del confinamiento iniciado la segunda mitad de marzo; a esta caída siguió el colapso del segundo trimestre (un -21,5 % interanual), el más intenso de la zona euro. A partir de ahí comenzó una recuperación que, con alzas y bajas, todavía no ha permitido reabsorber la fuerte contracción de los peores momentos de la pandemia. Así, respecto del cuarto trimestre de 2019, y aunque en empleo el choque está prácticamente superado, el PIB del cuarto de 2021 se sitúa todavía un -4,0 % por debajo, mientras que presentaban contracciones superiores el consumo privado (-7,9 %), al tiempo que las ventas internacionales de mercancías apenas han superado los valores previos a la pandemia (-0,4 %).

A esta inacabada recuperación hay que sumar las cicatrices de más largo plazo que deja la pandemia, tanto por la acumulación de vulnerabilidades en los mercados financieros y la elevada deuda pública (European Central Bank, 2021b), a los que hay que añadir las menores expectativas de crecimiento (European Commission, 2021a). Ambos aspectos definen un horizonte incierto, que constituye el pórtico de esta nueva evaluación de los desequilibrios financieros (internos y externos) de la

economía española. Aunque algunos de ellos se habían reducido sustancialmente, continuaban presentes justo antes del choque de la covid, y el impacto de esta ha supuesto un nuevo deterioro al que habrá que estar particularmente atentos: a mediados de 2021, la deuda agregada de los sectores residentes ha regresado a pesos sobre el PIB similares a los de mediados de la pasada década. De hecho, ya en 2020, la Comisión (European Commission, 2020b) anticipaba que la covid ampliaría los desequilibrios para aquellos países, como España, que ya los presentaban en 2019. De hecho, y pese a la reducción del endeudamiento (interno y exterior) operada entre 2013 y 2021, continuamos con la herencia de los desequilibrios de balance que nos legó la crisis financiera y, por ello, este *Policy Brief* debe ubicarse en el dilatado proceso de desapalancamiento de los sectores residentes, y de estos con el exterior.

Hay que recordar ahora que fue su acumulación en la expansión 1995-2007 la que explicó la dureza de la crisis 2008-2012, y la que situó a la economía española frente a la disyuntiva de efectuar muy severos ajustes internos o abandonar la moneda común. Los factores que propiciaron esta situación se analizaron en el *Policy Brief* n.º 2 (EuropeG, 2012), en el que se destacó el carácter de recesión de balances que provocó en España el choque de Lehman Brothers. Tras la crisis del euro (2011-2012) y la intervención del MEDE y del BCE en la estabilización financiera de España (2012-2013), el *Policy Brief* n.º 5 (EuropeG, 2014) valoró la reabsorción, todavía incipiente y muy parcial, de aquellos desequilibrios y los mecanismos, internos y externos, que la propiciaron. Posteriormente, ya con la recuperación más consolidada, se procedió a un nuevo análisis de la reducción del endeudamiento interno y externo y del relevante papel del BCE en el mismo. Este fue el tema central del *Policy Brief* n.º 9 (Oliver Alonso, 2016), dirigido, además, a presentar algunos de los motivos que

explicaban la intensidad de la recuperación desde 2013, y hasta qué punto esta tenía bases suficientemente sólidas como para postularse su continuidad. Entre las razones que contribuyeron a la expansión, de nuevo la intervención del BCE y los cambios en la gobernanza del euro fueron determinantes para restablecer una precaria recuperación de la confianza internacional en España (European Commission, 2016a), base sobre la que se ha asentado la dilatada expansión 2013-2019. Hoy, en estos momentos de recuperación y en el contexto de las incertidumbres citadas, este nuevo *Policy Brief* sitúa hasta qué punto la reducción del endeudamiento se ha visto alterada por la pandemia, el papel del BCE y la Comisión en la contención de la crisis, y algunas de las cicatrices que dejará en el medio y el largo plazo.

En este tipo de reflexiones conviene explicitar qué cuestiones no se abordan. Entre las que tienen gran incidencia en el endeudamiento de los distintos sectores, y no tratadas aquí, destaca la dinámica de los CLU y el papel de la moderación salarial y del crecimiento de la productividad; la reestructuración parcial de la oferta hacia sectores menos protegidos de la competencia; los cambios en la dotación de factores y la aportación de la PTF al crecimiento (Díaz del Hoyo *et al.*, 2017; International Monetary Fund, 2017a; Banco de España, 2018a); el paro y su papel en el mantenimiento de fragilidades financieras (European Commission, 2020a, 2021c); la situación del mercado inmobiliario (Banco de España, 2021), la del sector bancario (European Banking Authority, 2021) o los impactos de la demografía y del nuevo choque migratorio. El presente texto tampoco pretende ofrecer una perspectiva de las medidas de política económica adoptadas estos años, aunque evidentemente han afectado a los elementos que aquí se discuten; ni tampoco el contexto de crecimiento del endeudamiento global, favorecido por unos tipos de interés en mínimos históricos. Finalmente, no se han considerado los potenciales efectos, que cabe esperar a partir de 2022, del programa Next Generation de la Comisión Europea: aunque su importancia debería ser sustancial, sus efectos hasta hoy se sitúan más en el terreno de los *animal spirits* keynesianos que de la inversión efectiva. Aunque todos estos extremos son esenciales para un diagnóstico de los retos que afronta España, exceden el tratamiento de estas páginas, que concentra su análisis en las modificaciones en los flujos de financiación (en volumen, agentes e instrumentos) y en los stocks de pasivos internos y externos parcialmente modificados por las revisiones *benchmark* del balance exterior de España (Banco de España, 2019)

y de las macromagnitudes de la contabilidad nacional (Instituto Nacional de Estadística, 2019).

El texto se estructura como sigue. El primer apartado revisa los cambios en el consumo, la inversión y el saldo de la cuenta de capital de hogares, SNF, AA. PP. e IF en la recuperación, y cómo dichas modificaciones se han trasladado al saldo exterior. Tras este análisis, el segundo punto analiza el proceso de desapalancamiento de los sectores residentes privados con el sistema financiero, al que hay que añadir la dinámica del endeudamiento público. Por su parte, la dinámica de la deuda externa (sea el total de pasivos, la deuda bruta o la neta) es objeto de análisis a continuación. Un apartado final de conclusiones cierra la exposición.

Hay que advertir que, siguiendo la metodología del Banco de España y del Eurostat, y salvo advertencia en contrario, cuando se presentan los valores de stock de activos o pasivos para un determinado ejercicio se refieren siempre al valor del cuarto trimestre.

1. Flujos financieros 2013-2019 y cambios pandémicos

Desde el inicio de la recuperación en la segunda mitad de 2013 y hasta 2019, la economía española mostró una sostenida recuperación. En PIB, su crecimiento en volumen 2013-2019 alcanzó un notable 2,6 % anual, de forma que en 2019 se situaba ya un 7,0 % por encima del generado en 2007; en términos nominales, la variable clave para evaluar la dinámica de la deuda, su aumento fue de un 3,4 % por año (un 22,0 % acumulado), un ritmo que da buena razón de parte de la reducción del endeudamiento. Esta dinámica reflejó el efecto de múltiples factores: desde reformas internas, a pesar de su carácter contractivo inicial (Andrés *et al.*, 2014), a positivos procedentes del exterior (petróleo, turismo y recuperación de la economía europea y mundial) y, en particular, al determinante papel de las instituciones europeas y del BCE. Esta positiva tendencia se quebró con la aparición de la covid, de forma que la abrupta contracción en 2020 del PIB, próxima al -11 %, lo situó en valores en volumen similares a los de 2015: un retroceso de 5 años, ciertamente histórico.

Este apartado ofrece una doble síntesis de los cambios en los saldos de la cuenta de capital de los sectores residentes: por un lado, en el análisis de algunas de las principales razones que explican la mejora 2013-2019, la

intensidad de la crisis 2020-2021 y la relativamente elevada alza del PIB a partir del verano de 2021; por otro lado, en el distinto comportamiento de los sectores residentes (privado y público) y del resto del mundo y su traslación a los flujos de financiación. Para ello, el primer punto comienza con dos aspectos determinantes de su dinámica tanto en la expansión (2013-2019) como en la crisis pandémica (2020-2021). Por un lado, el sesgo ocupacional y productivo hacia sectores de servicios con mayor interacción personal, justamente los más afectados por la pandemia; por otro lado, el determinante papel de las intervenciones del BCE 2012-2021 y, en la crisis de la covid, de la Comisión Europea y sus programas de apoyo. Ubicados estos aspectos, el segundo punto analiza los cambios en los saldos financieros de los sectores residentes en la fase de crecimiento 2013-2019 y su profunda alteración en 2020 y 2021. Finalmente, el tercero traduce esas modificaciones en el comportamiento de los sectores residentes en el saldo exterior, al tiempo que, desde el punto de vista de la balanza de pagos, se presentan algunos de los rasgos que explican el largo período de superávits con el resto del mundo iniciado en 2012 que, a pesar de su reducción por efecto de la covid, continúan en terreno positivo.

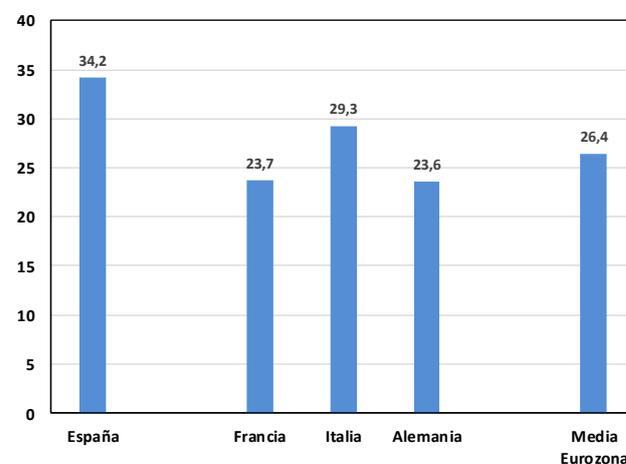
1.1. El marco de la respuesta frente a la covid: debilidades productivas y apoyos externos

Los factores que permiten dar razón tanto de la recuperación 2013-2019 como de la intensidad del choque 2020-2021 son, ciertamente, muy diversos. Este apartado no pretende entrar en todos ellos, sino destacar dos que ayudan a comprender tanto la fortaleza ocupacional y productiva de los años de recuperación poscrisis financiera, como el que, a pesar de la intensa contracción de 2020-2021, la salida del colapso pandémico está siendo rápida. Al menos, hasta finales de 2021. Por una parte, se trata del sesgo terciario del tejido productivo español a partir de la crisis financiera y, en particular, del empuje de los servicios personales, los que en la covid se verán más afectados; por otra, el papel de las instituciones comunitarias (BCE y CE), tanto en el impulso que permitió la mejora posterior a la crisis financiera como, más en particular, actuando como red de seguridad en 2020-2021, manteniendo la economía española a flote a pesar de la dureza del choque experimentado.

La recuperación 2013-2019 y el creciente sesgo a servicios personales

Desde la oferta, el principal rasgo de las transformaciones operadas en 2013-2019 fue, sin duda, la creciente terciarización de la producción y, en particular, el fuerte aumento del peso de los sectores más vinculados a servicios con interacción personal (hostelería y restauración, parte de transportes, comercio, actividades inmobiliarias o actividades artísticas y recreativas). Este cambio no solo explica, en una medida no menor, el fuerte empuje del empleo y la actividad de aquellos años, sino que da razón del diferencial de recesión en la covid respecto del experimentado por otros grandes países de la UEM. Así, entre 2007 y 2019, los servicios aumentaron 7 puntos porcentuales su aporte al VAB (del 68 % al 75 %) y en cerca de 10 al empleo medido por la EPA (del 66 % a cerca del 76 %). Ello refleja, en gran medida, las relevantes pérdidas de la construcción y la industria en la crisis, junto a una muy positiva dinámica de los servicios personales, y también de aquellos vinculados al tejido productivo. El caso de la construcción es paradigmático: mientras en 2007 aportaba en torno al 12-13 % del VAB y del empleo, en 2019 sus contribuciones habían caído prácticamente a la mitad (un 6,5 %, tanto en VAB como en ocupación), ya en línea con los registros medios europeos. En cambio, la industria experimentó un alza notable entre 2013 y 2019, con un aumento anual del 2,7 % en ocupación y del 2,3 % en VAB real, aunque su aporte al conjunto de la economía en 2019 se situaba en el 16,0 % del VAB y el 14,0 % en empleo, pesos mínimos históricos.

Gráfico 1. Empleo en servicios personales, 2019 (% sobre empleo total)



Fuente: Eurostat.

En el ámbito terciario, los años 2013-2019 contemplaron un desvío de recursos hacia sectores más expuestos a la competencia y la expansión de algunas ramas terciarias vinculadas, directa o indirectamente, al exterior (comercio, transportes, hostelería y actividades artísticas y recreativas), mientras que sectores tradicionales, como el comercio o los servicios financieros, comenzaban a experimentar los primeros embates del cambio técnico. En conjunto, en 2019 los servicios personales aportaban cerca del 29 % del VAB generado en España y contribuían casi con el 34 % del empleo, y, tanto o más importante, habían aportado un tercio del crecimiento del VAB y un 36 % de los más de 2,6 millones de nuevos puestos de trabajo creados. Esa contribución excedía substancialmente la de otros grandes países de la UE: en unos 10 puntos porcentuales por encima del peso en Alemania y Francia, más de 5 puntos respecto de Italia y 8 con relación a la media de la eurozona.

Este contexto de creciente peso de los servicios personales en la producción y el empleo adquirió toda su relevancia a la luz del choque de la covid y, en particular, del diferencial respecto del de otros grandes países de la eurozona, aunque habría que añadir la menor capacidad del sector público para atender a las necesidades provocadas por la covid (menor que la de otros países centroeuropeos por el elevado volumen de su endeudamiento en 2019, en el 95 % del PIB). De hecho, la evidencia empírica disponible muestra que el impacto de la pandemia fue mayor en aquellas economías con más elevado peso de los servicios (André Sapir, 2020; Meyermans *et al.*, 2021; Gómez y del Río, 2021; Battistini y Stoevsky, 2021). Así, en 2020, y frente a la caída media del PIB español del -10,8 %, el VAB del sector del comercio, transportes y hostelería se contrajo un -26 % y el de las actividades artísticas y recreativas un -25 %, mientras que en ocupación (EPA), y merced a los ERTE, el descenso fue de menor entidad (-2,7 % en comercio, -3,8 % en transportes, -16,6 % en hostelería y un -4,5 % en actividades artísticas y recreativas).

Europa y la economía española: el apoyo del BCE 2011-2019 y los cambios 2020-2021

Al inicio de la recuperación en 2013-2014, los muy elevados niveles de endeudamiento interno y externo aparecían como el principal lastre para el avance futuro del PIB. En particular, el desapalancamiento que implicaban apuntaba a serias dificultades de la demanda interna como impulsora del crecimiento, que se reforzaban por la caída de la inversión productiva (entre 2007 y 2013, un -29,8 %) y la severa contracción de la

ocupación (cerca de 4 millones de empleos equivalentes a tiempo completo perdidos, en torno al -19 %), y su necesaria recolocación sectorial. A esto había que añadir la pérdida de empuje de la inversión en I+D, que condicionaba el futuro del crecimiento. En este contexto, no ha de sorprender que el FMI considerara, cuando el país salía de la crisis financiera en 2014, que el aumento potencial de la economía española había caído al 1,5 % anual. No obstante lo anterior, la recuperación 2013-2019 contempló un aumento del producto y del empleo más que relevante: en términos de PIB, el generado en 2007 se había recuperado ya en 2016 (crecimiento anual en términos reales del 2,6 %), aunque los 2,6 millones de nuevos puestos de trabajo (EPA) todavía distaban del volumen precrisis.

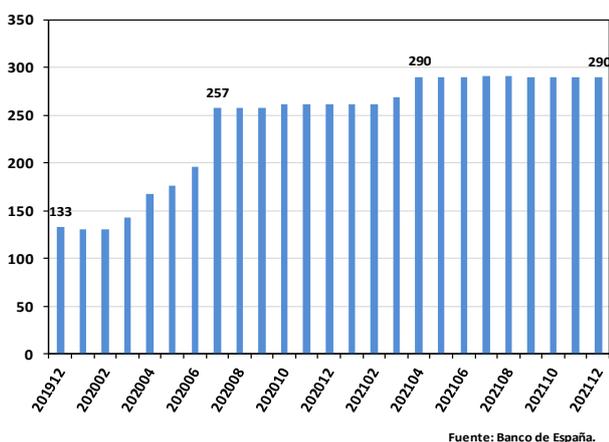
Las razones que pueden explicar un desempeño tan positivo son diversas: apuntan, desde el interior del país, al desplazamiento de actividad hacia sectores más vinculados a la demanda exterior; y desde el exterior, a la decisiva contribución del MEDE a la reestructuración del sistema financiero y al crítico papel del BCE (Oliver Alonso, 2017), reflejo del notable aumento de su balance (del 20,5 % del PIB del área del euro a finales de 2009 a cerca del 40 % a finales de 2019) y la subsiguiente caída de tipos de interés.

De hecho, a partir de 2014 se ha modificado sustancialmente el papel de la intervención del BCE, desde su tradicional función de prestamista en última instancia, garante de la estabilidad del sistema financiero, a la de sostén e impulso de las cotizaciones en los mercados e, indirectamente, de alivio de la carga financiera del sector privado y, en particular, del público. En lo tocante a su función tradicional, el expediente extraordinario para hacer frente a la crisis del euro, los LTRO de 2011 y 2012, ha devenido un mecanismo ordinario con las TLTRO I, iniciadas en junio de 2014, serie a la que siguieron las TLTRO II (marzo de 2016) y TLTRO III (marzo de 2019) que, tras sucesivas ampliaciones, se extendieron hasta el verano de 2022, junto a un nuevo instrumento de financiación a largo plazo (a tipos de interés del -0,25 %), las PELTRO. En conjunto, el crédito a largo plazo alcanzó los 642.000 millones de diciembre de 2019 (desde los 430.000 millones de diciembre de 2014); por su parte, la compra de activos (APP), iniciada de forma muy tímida en 2009-2012, experimentó un salto de escala a partir de 2014, de forma que justo antes del choque de la covid, en enero de 2020, acumulaba en su balance 2,6 billones de euros. La crisis de la covid ha acentuado este proceso: primero, con el mantenimiento de las compras de

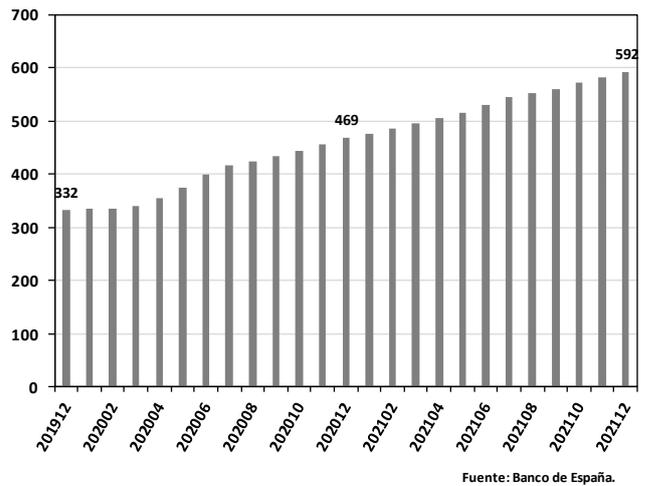
activos del programa ordinario en 20.000 millones de euros / mes, y su ampliación en marzo de 2020 en otros 120.000 millones de euros en nuevas compras hasta diciembre; y, en segundo lugar y especialmente, con el PEEP, programa específicamente diseñado para combatir los efectos de la covid. Este se dotó inicialmente con 750.000 millones que, tras sucesivas ampliaciones, quedó fijado en 1.850 mil millones de euros, de los que en noviembre de 2021 se habían utilizado ya 1.547 mil millones (cerca del 13 % del PIB de la eurozona).

Hasta 2019, la traducción española de la intervención del Eurosistema había sido particularmente relevante. Las compras de títulos españoles, fundamentalmente públicos, acumulados en el balance del Banco de España en febrero de 2020, justo antes de la pandemia, sumaban 336.000 millones, en torno al 27 % del PIB español. Además, hay que recordar que la reinversión de los importes amortizados apartaba, de hecho, esos valores de los mercados, lo que contribuía a generar la percepción que se trataba de una especie de deuda perpetua, lo que contribuía, lógicamente, a mantener alta su cotización y, por ende, reducidos los rendimientos que generaban. Cuando se añaden a las compras de activos los recursos crediticios recibidos directamente por el sector financiero español (un 26 % del PIB en promedio 2012-2019, unos 130.000 millones en operaciones de financiación a largo plazo acumuladas en febrero de 2020), el total de los fondos que el BCE había destinado a la economía española justo antes de la pandemia era excepcional: el balance del Banco de España en operaciones de política monetaria (programa de compra de activos y crédito a largo plazo) aumentó muy substancialmente, entre 2012 y 2019, del 14 % al 41 % del PIB (desde los 150.000 a los 463.000 millones de euros).

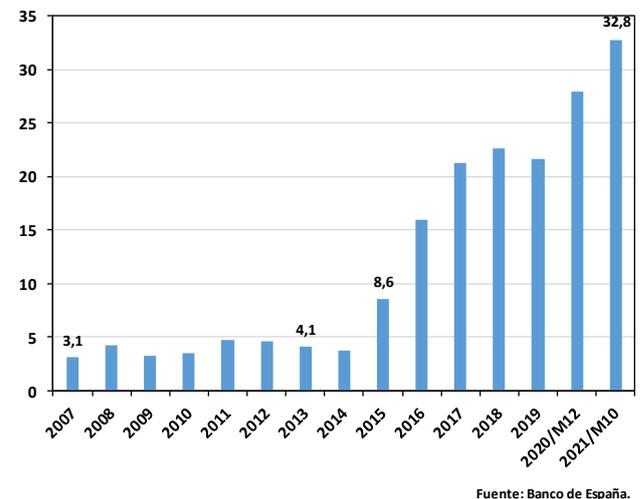
Gráfico 2. La creciente intervención del BCE
a. Crédito a largo plazo (LTRO y TLTRO) a la banca española, 2019-2021 (mm euros)



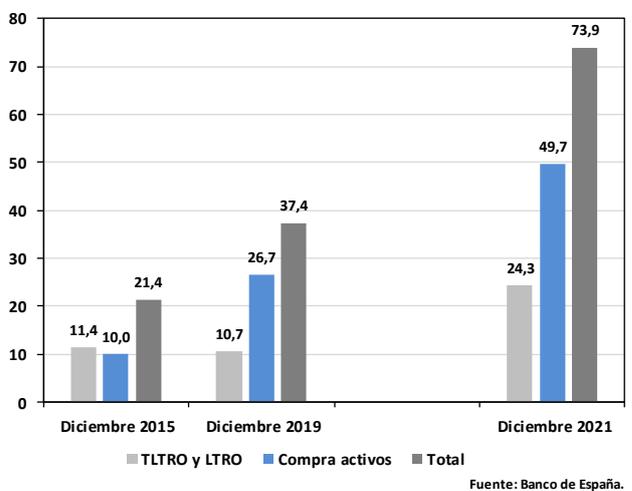
b. Programa de compra de activos del Banco de España (mm euros)



c. Bonos y obligaciones del Estado en el activo del Banco de España. 2007-2021 (% del total)



d. La covid y el aumento del balance del Banco de España por operaciones de política monetaria. 2015-2021 (% del PIB)



Sumando la intervención en la pandemia, ello ha significado hasta octubre de 2021, que los recursos inyectados por el Banco de España en sus compras de activos (especialmente deuda pública) aumentaron en cerca de 234.000 millones (desde los 336.000 millones de febrero de 2020 a los 571.000 millones de octubre de 2021), mientras los préstamos a largo plazo a la banca crecieron en otros 159.000 millones, hasta alcanzar los 289.000 millones en octubre de 2021. Con ello, en el segundo trimestre de 2021, las operaciones de política monetaria en el balance del Banco de España (compra de activos y crédito a largo plazo) alcanzaban un insólito 71,5 % del PIB español. En suma, un incremento que prácticamente ha doblado su peso sobre el PIB y que expresa la importancia del BCE en la estabilidad financiera del sector público español y del resto de sectores residentes en España.

Los efectos de esta masiva intervención se tradujeron en tres ámbitos. Primero, excluir cualquier posibilidad de una nueva fase de desequilibrios en la eurozona, como inicialmente sucedió en marzo de 2020 con canalización de fondos hacia el exterior en forma de depósitos (Álvarez *et al.*, 2021) o los problemas que presentó Italia en marzo de 2021.

Segundo, la confianza sobre la estabilidad financiera de la economía española se tradujo en una notable reducción de los tipos de interés: en septiembre de 2021, los tipos de la deuda pública española a 10 años rendían un 0,33 %, mientras las rentabilidades de los títulos hasta 5 años eran negativas: en las subastas de bonos a 3 y 5 años, se situaron en el -0,51 % y el -0,37 %, respectivamente. Esto se reflejó en una prima de riesgo de la deuda pública española a 10 años respecto de la equivalente alemana en torno a los 60 puntos básicos, valores no vistos desde antes de la crisis financiera. Finalmente, al reducir alzas potenciales de tipos de interés, y mantener estos en niveles jamás contemplados la última década (y en algunos tipos de deuda pública en mínimos históricos), ha permitido que las necesidades financieras del sector público en 2020 (por encima de los 300.000 millones) se cubrieran sin dificultad al tiempo que se redujera notablemente la carga financiera de la deuda pública; y lo mismo ha sucedido en 2021 con la financiación del déficit público y la refinanciación de la parte correspondiente de deuda. Igualmente, la compresión de los tipos de interés ha repercutido favorablemente en la renta de familias y SNF, aunque su impacto sobre las IF ha sido negativo.

En definitiva, la intervención europea en la estabilización financiera de España en 2011-2012 y las muy favorables

condiciones monetarias generadas por el BCE a partir de 2014-2015, sentaron las bases de la expansión 2013-2019; sobre este trasfondo, la continuidad, y ampliación, de la intervención del BCE en la covid, a la que hay que sumar la suspensión del Pacto por la Estabilidad y Crecimiento y los fondos NEXTGEN, suministran el marco de los cambios en el comportamiento de hogares, SNF, IF y AA. PP., y su traslación al exterior, que se analizan a continuación.

1.2. Moderados excedentes privados 2013-2019 y elevadas necesidades públicas 2020-2021

Uno de los rasgos que definen la recuperación 2013-2019 han sido los cambios tanto en la demanda (de la interna a la externa) como en la oferta (de sectores protegidos de la competencia internacional hacia otros más abiertos a ella). ¿Qué traducción tuvieron en los saldos financieros de los sectores privados y público? En esos años, el consumo privado avanzó a una tasa anual del 2,2 %, aunque el efectuado en bienes duraderos lo hizo a ritmos superiores (6,7 %), reflejando su embalsamiento en los peores años de la recesión (González y Urtasun, 2015), al tiempo que su tasa de ahorro se reducía; dado que su inversión aumentó a tasas cercanas al 5 % anual, el saldo de la cuenta de capital de los hogares mostró una clara disminución (disminución media del 1,1 % del PIB). En suma, en la recuperación poscrisis financiera, y justo antes del choque de la covid, la caída del ahorro, el aumento de la inversión y la reducción de los excedentes financieros definían el comportamiento y los resultados financieros de los hogares españoles.

Esta dinámica se alteró substancialmente con la covid-19. En 2020, la confianza de los hogares se vio extraordinariamente afectada por la incertidumbre sobre la evolución futura de la pandemia y sus efectos sobre la actividad y el empleo (a pesar de los ERTE, la ocupación en 2020 cayó un -3,0 %). Además, y aunque los programas SURE y de protección de los autónomos, entre otras medidas, contribuyeron a contener la caída de la renta familiar disponible, esta terminó retrocediendo un -3,3 % en términos reales. En este contexto de menor ingreso y mayor incertidumbre, el consumo se redujo severamente, en parte por la imposibilidad de consumir determinados bienes y servicios e, incluso, trasladar su gasto hacia el futuro (en particular, en ciertos servicios), de forma que retrocedió un insólito -12 % en términos reales, una caída que, en el tercer trimestre de 2021, lo situaba todavía un -8 %

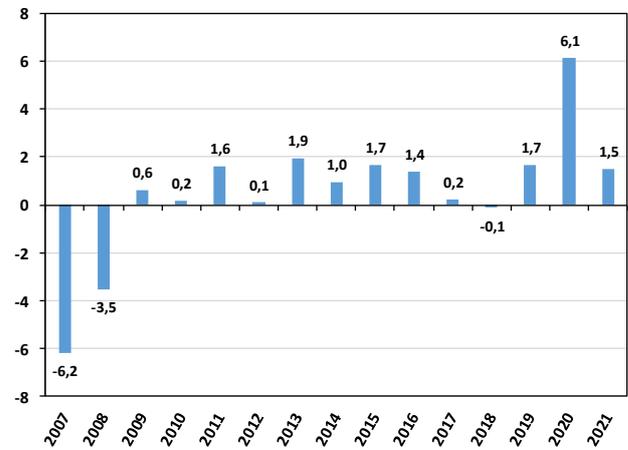
inferior al efectuado en el mismo período de 2019 (Christelis *et al.*, 2020).

Esta contracción mucho más intensa del gasto que de la renta se tradujo, en 2020, en un aumento del ahorro familiar a niveles jamás alcanzados las últimas décadas, que refleja parcialmente el confinamiento (Río y Cuenca, 2020; Dossche y Zlatanos, 2020) aunque, en mayor medida (Christelis *et al.*, 2020; Banco de España, 2021), refleja el aumento del ahorro precaución por las posibles consecuencias financieras de la pandemia. En suma, una tasa de ahorro en 2020 del 9,7 % del PIB, muy superior a los registros de los peores años de la crisis financiera en 2009-2010, cuando se situó en torno al 7 %. Dado que su inversión se contrajo solo moderadamente, la capacidad de financiación de las familias también alcanzó máximos históricos (6,5 % del PIB), un exceso de recursos que en opinión de la Comisión Europea debería revertir a registros en torno al 1 % del PIB en promedio para 2021-2022.

Por lo que se refiere a las sociedades no financieras (SNF), tanto los cambios sectoriales (pérdida de peso de la construcción) como las modificaciones en su inversión, situaron su ahorro 2013-2019 cercan del 17 % del PIB, frente a una inversión inferior en más de 3 puntos, generando una capacidad de financiación próxima al 4 % del PIB, que rompía con su trayectoria en períodos similares de crecimiento. Con la covid, el positivo impacto de las inyecciones de liquidez (préstamos bancarios garantizados por el ICO), las moras de créditos y los aplazamientos en algunas figuras fiscales contribuyeron a absorber parte de la caída de ingresos. Con ello, y dada la reducción de la tasa de ahorro de las SNF (próxima a 1,4 puntos del PIB) y la menor caída de la inversión (1 punto menos), su capacidad de financiación apenas se modificó, situándose en el 2,4 % del PIB en 2020. En el sector, las empresas con mayores dificultades (medidas por ratios de NPL superiores al 3,1 % de los correspondientes activos bancarios en marzo de 2021) emergieron en el comercio, la hostelería y, en particular, las actividades artísticas y recreativas (European Banking Authority, 2021), con un mayor peso de pymes vulnerables (European Central Bank, 2021a).

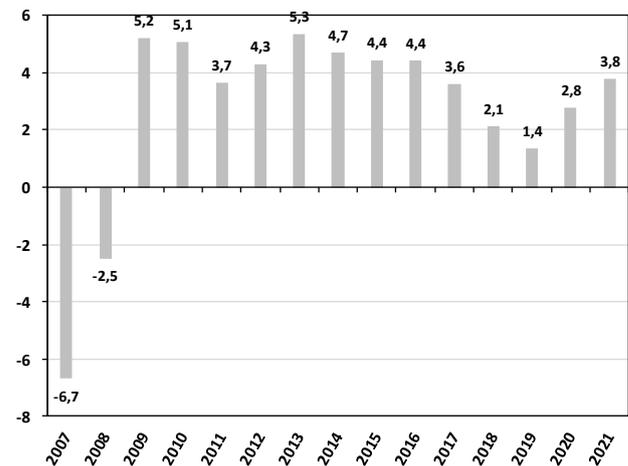
Gráfico 3. Capacidad/necesidad de financiación del sector privado español 1981-2021 (% del PIB)

a. Hogares



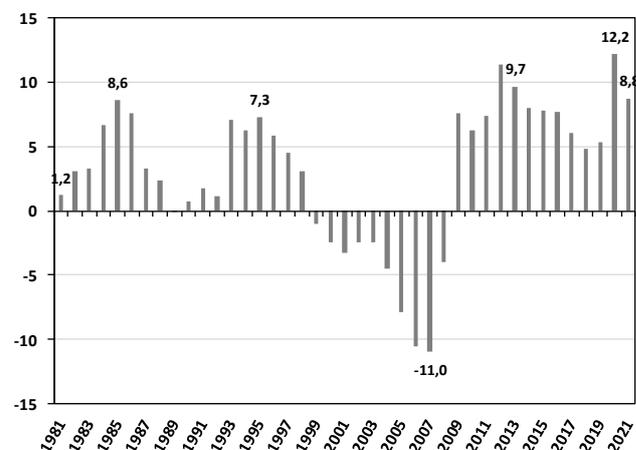
Fuente: Banco de España.

b. Sociedades no financieras



Fuente: Banco de España.

c. Total sector privado (hogares, SNF e IF)



Fuente: Banco de España.

En conjunto, hogares y SNF situaron su capacidad de financiación 2013-2019 en torno al 4,7 % del PIB; añadiendo la generada por el sector financiero (un 2,3 %), el conjunto del sector privado (sociedades financieras y no financieras y familias) presentó una capacidad de financiación en 2013-2019 del 7,1 % del PIB, dando la vuelta al déficit de recursos que había generado en la expansión 2001-2007. La covid significó un salto de escala más que notable a esa contribución, de forma que el exceso de recursos del sector privado alcanzado en 2019 se pasó al 12,1 %, un nivel jamás contemplado con anterioridad, superando el máximo histórico de 2012 (11,3 %), y muy por encima de registros alcanzados en anteriores épocas de crisis (8,6 % del PIB en 1985 o 7,3 % en 1995). Esta tendencia ha continuado en el año que termina en el segundo trimestre de 2021, cuando se situó en torno al 10 % del PIB.

Por su parte, para el sector público, los elevados volúmenes de déficit 2013-2019 no fueron el reflejo de un exceso de inversión (en el 2,2 % del PIB de media, lejos del 4,1 % de 1999-2007), sino de los negativos registros de ahorro público: un -2,3 % del PIB en promedio 2013-2019, disparándose en 2020 hasta el -11 %. A su vez, ese desahorro tampoco expresaba un gasto que pudiera calificarse de excesivo: de media 2015-2019, el español se situó en el 42,3 % del PIB, unos cinco puntos por debajo del 47,4 % de la UEM, muy alejado de los valores de Francia (56,3 %), Bélgica (52,6 %), Italia (49 %), Alemania (44,5 %) u Holanda (43 %), y solo por encima de los de Irlanda (26,8 %), Rumanía (35,1 %), Bulgaria (36,6 %) o Letonia (38,5 %). En suma, un déficit público de un elevado -11 % en 2020 similar al de 2009, una cifra que se ha reducido moderadamente hasta el -8,7 % en el año que finalizó en el segundo trimestre de 2021.

1.3. Flujos de financiación exterior y balanza de pagos: una década de superávits

La recuperación 2013-2019 ha contemplado el cambio más substancial de las últimas décadas en el funcionamiento de la economía española: un largo período de superávits exteriores que, incluso y pese al choque de la covid, ha continuado, definiendo la más dilatada etapa de excedentes con el resto del mundo: los 10 años transcurridos de 2012 a 2021 superan, con creces, la media de otros momentos en los que se lograron superávits, aunque siempre menos duraderos y menos elevados (1971-1973, 1984-1986 o 1995-1997).

Desde la demanda, este cambio refleja la sustitución de demanda interna por externa. La aportación de esta última al crecimiento del PIB ha sido sistemáticamente positiva, un registro que, pese a la covid y su efecto sobre el sector exterior, se ha mantenido en 2020 y los primeros trimestres de 2021. Así, rompiendo con una tradición que se remonta a los años sesenta, en la fase de recuperación poscrisis financiera 2013-2019 no se produjo la tradicional sustitución de demanda externa por la interna. Esto se reflejó en un cambio estructural del peso de las exportaciones de bienes y servicios con respecto al PIB no visto anteriormente (Gutiérrez Chacón y Martín Machuca, 2019), desde el 26 % del PIB de 2007 al 33 % de 2013 y al 35 % de 2019, un insólito incremento de casi 10 puntos justo antes del choque pandémico. Lógicamente, las particulares circunstancias del comercio exterior en la covid, con una contracción de las ventas al exterior superior al -20 % (pérdida del -9,2 % en mercancías y del -43,2 % en servicios turísticos), han reducido su aporte al 31 % del PIB en 2020, aunque ya en el primer semestre de 2021 esa proporción ha comenzado a recuperarse (hasta el 32,7 %). A este cambio estructural en el peso sobre el PIB de las ventas internacionales de bienes y servicios hay que añadir la caída de la elasticidad de las importaciones respecto del PIB (Myro, 2018).

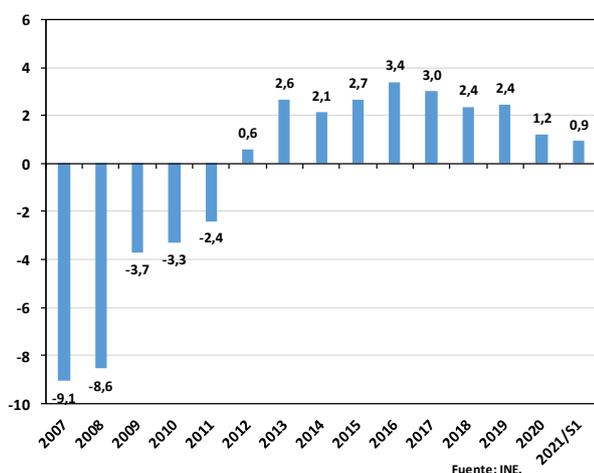
Hasta la crisis financiera de 2008-2012, los déficits exteriores reflejaban la tradicional insuficiencia del ahorro interno para financiar la inversión efectuada en el país, posible por la incorporación de España al euro, que permitió superar la tradicional restricción exterior de recursos para financiar parte de la inversión: se trataba de la traducción española, en el contexto de la UEM, de la paradoja Feldstein-Horioka (Feldstein y Horioka, 1980). En este nuevo contexto, las familias modificaron su tradicional comportamiento de generadores de fondos e iniciaron un proceso, desconocido hasta entonces, de creciente necesidad de recursos, que se sumó a la tradicional necesidad de las SNF en las expansiones. Con ello, al final del boom en 2007, el saldo de la cuenta de capital del sector privado no financiero (hogares y SNF) alcanzó unos registros negativos jamás vistos, lo que se reflejó en un creciente déficit exterior (EuropeG, 2012; Oliver Alonso, 2017).

La crisis financiera significó una brusca, y profunda, alteración en el comportamiento del sector privado (hogares, SNF e IF), que se expresó en 2007-2012 en un insólito cambio en el signo y nivel del saldo de su cuenta de capital (Arce *et al.*, 2017), desde el -11 % del PIB hasta el +11 %, una mejora de 22 puntos porcentuales que

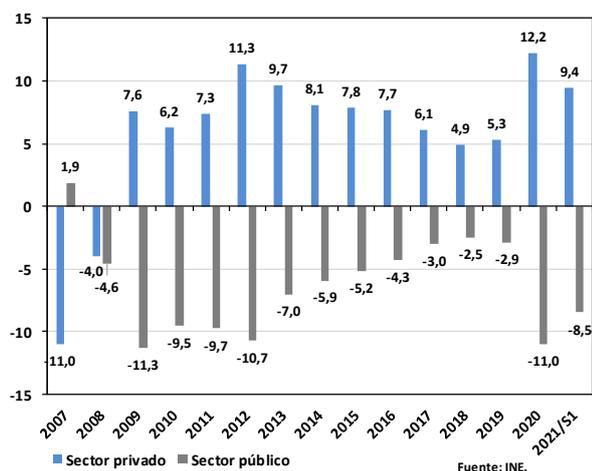
expresa la extraordinaria dureza del ajuste del sector privado de aquellos años. A partir de aquel máximo, y superada la crisis de confianza sobre el sector financiero y la estabilidad exterior del país, se operó una continuada reducción de los excedentes del sector privado no financiero, hasta situarlos en el 5,3 % del PIB en 2019. Esta disminución fue prácticamente compensada por un cambio similar en el saldo negativo de las AA. PP. (del -7,0 % de 2013 al -2,9 % de 2019), al tiempo que las instituciones financieras mantuvieron sus recursos excedentarios en torno al 2 % del PIB.

Gráfico 4. Capacidad/necesidad de financiación exterior de España 2007-2021/T2 (% del PIB)

a. Total



b. Detalle por sectores



Esa triple conjunción de menores excedentes de los sectores privados no financieros, estabilidad en los de las IF y caída en las necesidades de financiación del sector público, se tradujo en el mantenimiento del superávit respecto al resto del mundo, cuyo saldo pasó del insólito -9,1 % de 2007 al 2,6 % en 2013 y al 2,4 % en 2019. Y aunque la pandemia significó un muy notable deterioro

del déficit público (de nuevo del orden del -11,0 %), este se compensó con el fuerte aumento de la capacidad de financiación de los sectores privados, lo que permitió mantener el saldo exterior en el 1,2 % del PIB.

Esta larga década de superávits exteriores refleja un cambio estructural, con relevantes modificaciones en el signo y el valor de los saldos de las principales balanzas de la cuenta corriente: de déficit a superávit en bienes no energéticos y servicios no turísticos; de reducción substancial del déficit en energía; de aumento del superávit en servicios turísticos y, finalmente, de desaparición del déficit en rentas primarias y su mantenimiento en rentas secundarias. Se trata de un conjunto de alteraciones de naturaleza distinta: en la balanza de mercancías y en la de servicios no turísticos, mejoras de competitividad, ampliación de la base exportadora y caída de la elasticidad de las importaciones respecto a la demanda interna (International Monetary Fund, 2017b; Alves *et al.*, 2019); en la turística, mejora competitiva, desvío de flujos del norte de África y Turquía, y recuperación de la renta en la eurozona; en la energética, caída de los precios del petróleo; y, finalmente, en la de rentas primarias, reducción de tipos de interés, y en la de rentas secundarias, mantenimiento de las remesas de inmigrantes. En suma, elementos de características dispares, algunos de ellos permanentes pero otros de naturaleza transitoria o cíclica, aunque en este ámbito el consenso es solo parcial. Así, mientras algunos autores (Myro, 2018) defienden que se ha operado un cambio estructural tanto en la capacidad exportadora como en la reducción de las importaciones, otros trabajos (Banco de España, 2017; Alves *et al.*, 2019) estiman que el carácter transitorio de la mejora de la balanza por cuenta corriente 2007-2018 alcanza a más de la mitad, mientras que el 40 % de la corrección sería permanente. Además, de esta última, la mitad derivaría de la reducción del componente estructural del déficit público a partir de 2010, mientras que otro 20 % expresaría los efectos del envejecimiento, del menor crecimiento y de las ganancias de competitividad (Moral-Benito y Viani, 2017).

A la luz del radical cambio del saldo exterior, tiene sentido interrogarse acerca de hasta qué punto este proceso es específico de España, reflejo de medidas adoptadas en el país, o expresa los efectos de la intervención de la UE. La respuesta a esta pregunta indica que se trata de un proceso general en el grueso de los países periféricos de la eurozona. Así, el incremento del peso de exportaciones de bienes y servicios sobre el

PIB operado en España se inscribe en un patrón más general de aumento en el conjunto de la UEM (del 40 % de 2007 a más del 48 % en el segundo trimestre de 2021) y, en particular, en los países periféricos (Irlanda, Portugal, Italia o Grecia). Y respecto del saldo agregado con el exterior, el 2,4 % de superávit exterior de España de 2019 puede compararse con el de Italia (3,1 %), aunque excede al de Portugal (1,3 %) o Grecia (-1,1 %). Incluso la reducción de los excedentes del sector privado español en la recuperación 2013-2019 también es, parcialmente al menos, una tendencia común, aunque en España el proceso ha sido más intenso.

Estas similitudes son relevantes: apuntan al papel de factores externos comunes, tanto en las reformas internas obligadas por los programas de austeridad y la presión de los mercados (*reversals* y *sudden stops* de los flujos de capital), como por el empuje de los vientos de cola que presidieron la recuperación 2013-2019 (bajos tipos de interés, euro relativamente débil, petróleo y factores geopolíticos). Así, la pertenencia al euro ha significado para España y el resto de la periferia la adopción de políticas similares a las que supuso, en los años veinte, el *Gold Standard* para los países más débiles (Eichengreen, 1995), obligándolos a reformar sus economías para evitar la salida de capitales hacia los más solventes, como sucedió entonces con las exportaciones de oro. En todo caso, y a la luz del choque de la covid y el mantenimiento del superávit con el resto del mundo, podría afirmarse que la disciplina alemana ha sido exitosa, corrigiendo las dificultades de financiación exterior de los países con problemas de estabilidad en su balanza exterior, con la marcada excepción, parcial de todos modos, de Italia. Una disciplina que se corresponde con la visión germana de la naturaleza de la crisis que, desde su narrativa, reflejaba la acumulación de pérdidas de competitividad y que, por tanto, solo podía combatirse corrigiéndolas (Sinn, 2014).

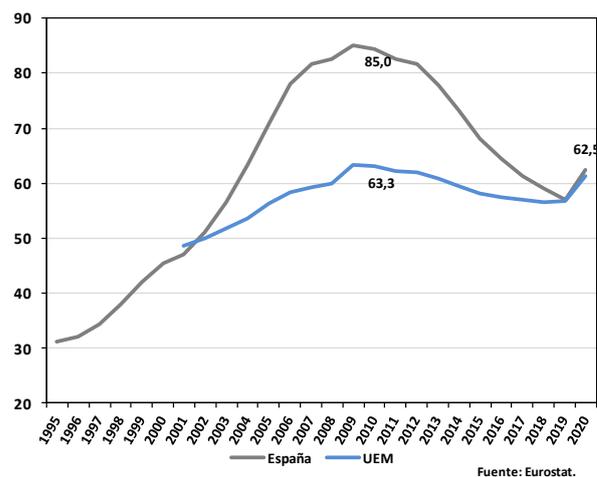
2. De flujos a stocks 2013-2021: vulnerabilidades privadas y reversión del desapalancamiento

En España, y a pesar de los cambios en el comportamiento de los sectores residentes, el endeudamiento acumulado por el sector privado en la expansión (1997-2007), en el público en la Gran Recesión (2008-2012) y con relación al exterior (1997-2012), continuaba planeando tras la crisis financiera. Porque, aunque la emergencia de superávits en la cuenta de

capital de los sectores residentes era condición necesaria para la reducción de los elevados volúmenes de deuda (Internacional Monetary Fund, 2017d), su reconducción hacia valores sostenibles precisaba que las modificaciones en el comportamiento de los sectores residentes y los aumentos nominales del PIB se prolongaran durante períodos dilatados (Pierlugi y Sondermann, 2018). Por esto, a continuación se pasa revisión a la dinámica de la deuda de los distintos sectores residentes.

Por lo que se refiere a los hogares, estos continuaron en 2013-2019 con el intenso desapalancamiento iniciado ya en los años previos a la recuperación, con una reducción en su deuda cercana a los 20 puntos del PIB (del 78 % al 57 %); en 2020, y como resultado de la caída del PIB y la reducción del stock de crédito a las familias, ese ratio se elevó hasta el 63 % del PIB, un valor en línea con la media de la UEM, aunque todavía alejado de los registros españoles de 1997-2001 (del 41 %) o de los observados, en 2019, en Alemania (54,4 %) o Italia (41 %). No solo esto, la Comisión Europea, en su balance de la situación de España justo antes de la covid (European Commission, 2020a), destacaba que, aunque en términos de los límites que imponía el MIP España presentaba registros en 2019 inferiores al *benchmark* definido, con respecto a las métricas de esos desequilibrios definidas especialmente para la situación de España, el endeudamiento de los hogares continuaba excesivamente elevado.

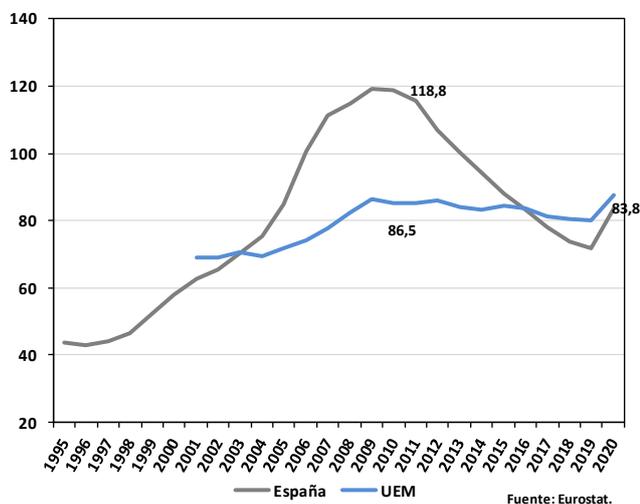
Gráfico 5. Ratios de deuda (total pasivos consolidados) de los hogares en España y la UEM 1995-2020 (% PIB)



A esta dinámica del desapalancamiento familiar cabe sumar la que presentó el de las SNF (Maudos y Fernández, 2016), que también presentó una caída sustancial en 2013-2019 (desde el 100 % al 73 % del PIB en términos consolidados), de forma que el sector

productivo entró en la crisis de la covid con unos balances notablemente más saneados (Internacional Monetary Fund, 2020), aunque necesitados todavía de reducción del endeudamiento (European Commission, 2021c). Adicionalmente, en estos años también se operaron modificaciones en la tipología de pasivos de las SNF, con sustitución de crédito bancario por endeudamiento para las sociedades de mayor tamaño (Banco de España, 2018a), lo que liberó recursos crediticios para grandes empresas y pymes cuya deuda no gozaba de la necesaria calificación para ser utilizada como colateral en los préstamos del BCE (Banco de España; 2017; Arce *et al.*, 2017 y 2019). Finalmente, el efecto de la covid sobre la ratio de endeudamiento de las SNF no ha sido menor, tanto por la contracción del PIB como por el aumento del endeudamiento, financiado parcialmente con crédito bancario garantizado, hasta los 120.000 millones, por el ICO. Con ello, la deuda de las ENF se elevó en 2020 al 85% %, una cifra inferior al promedio de la UEM de 2019, pero igual que sucedía con los hogares, los *benchmark* definidos específicamente para la deuda empresarial en España indican que su valor superaba niveles razonables.

Gráfico 6. Ratios de deuda (consolidada) de las SNF en España y la UEM 1995-20 (definición MIP: títulos de deuda y préstamos) (% PIB)

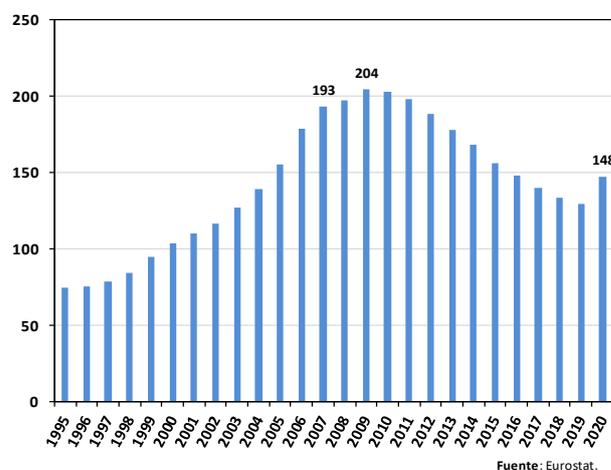


Que la deuda privada de hogares y SNF se sitúe todavía unos 53 puntos del PIB por encima de los registros de 1997-20001 refuerza la evidencia que apunta a que, en las recesiones aparecidas tras booms de la construcción residencial financiados con crédito, la disminución del endeudamiento es dilatado y tiende lentamente a revertir a los valores anteriores (Claessens y Kose, 2013; Kannan *et al.*, 2013), un proceso similar al de la ratio crédito/PIB generado en la expansión (Tang y Upper, 2010). No obstante, y aunque en 2019 el proceso de desapalancamiento no podía considerarse finalizado, el

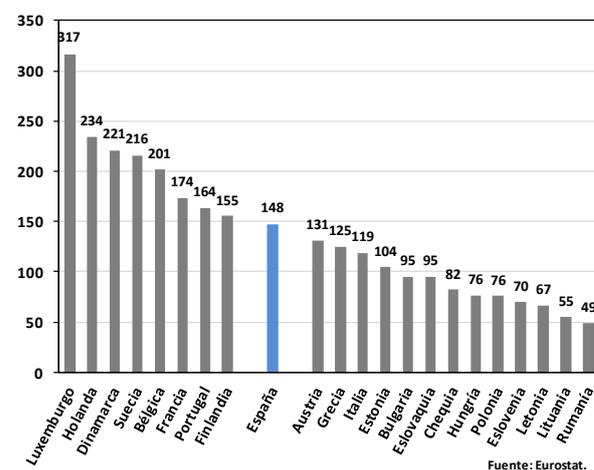
balance de la crisis financiera y la posterior recuperación era, ciertamente, más que positiva (García-Vaquero y Casado, 2019): entre 2010 y 2019, el sector privado no financiero español había reducido su endeudamiento (consolidado) en cerca de 70 puntos del PIB (del 203 % al 130 %), aunque en 2020 la crisis de la covid la había aumentado al 148 %, un registro final similar al de la media de la UEM. Esto sitúa esta deuda en 2020 por debajo de la de Holanda (234 %), Dinamarca (221 %), Suecia (216 %), Bélgica (201 %), Francia (174 %), Portugal (164 %) o Finlandia (155 %), aunque todavía lejos de la media española 1997-2001 (del 94 %) o de los registros italianos (119 %) o alemanes (105 % en 2019). Al igual que con la deuda de familias y SNF, para el conjunto del endeudamiento del sector privado, la Comisión estimaba en 2019 (European Commission, 2020a) que el valor de referencia, basado en los principales indicadores económicos, todavía se superaba en un 25 %, mientras que el nivel máximo prudencial (endeudamiento a partir del cual la probabilidad de una crisis bancaria aumenta) era un 30 % más elevado.

Gráfico 7. Deuda privada consolidada en España y algunos países del área euro, 1995-2020 (% del PIB)

a. España, 1995-2018



b. Área del euro 2020



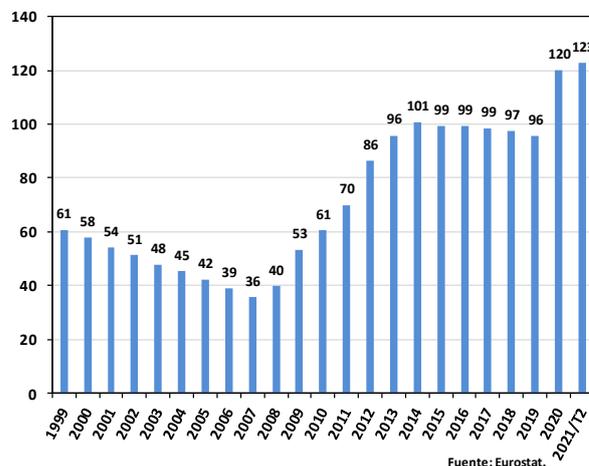
En el proceso de reducción de la deuda privada fue determinante la contracción del saldo de crédito bancario: entre 2009 y 2019, una disminución prácticamente idéntica a la de la deuda privada, próxima a los 75 puntos del PIB (del 172 % de 2009 al 96 % de 2019) aunque en junio de 2021 se situaba en el 106 %. Su fuerte caída justo hasta la covid expresa, junto al aumento del PIB nominal, amortizaciones y asunción de pérdidas por el sector bancario, en particular del dirigido a la construcción y al sector inmobiliario que, en 2019, aportaba ya únicamente el 21 % del concedido al sector productivo, similar a la media 1997-2001, una cifra que ha descendido todavía más con la covid (hasta el 19,1 % en junio de 2021). A pesar de ese ajuste del crédito bancario, todavía no puede darse por concluida su reducción. Una señal de esa necesidad la define su exceso teórico (diferencia entre el peso en PIB y en crédito al sector privado de España con relación al total de la UEM): tomando este indicador para finales de 2020 (un 9,7 % de PIB y un 10,3 % de crédito), aquel exceso se situaría todavía en torno de los 73.000 millones de euros, una cifra muy alejada de los más de 730.000 millones que alcanzó en 2008, el momento de máxima expansión crediticia.

Finalmente, entre 2013 y 2019, y reflejando la contracción del stock de crédito, las instituciones financieras monetarias y no monetarias (excepto el Banco de España) también presentaron una sustancial reducción de sus pasivos exigibles que, en los peores momentos de la crisis (2011-2012), obligó a la intervención del BCE (con sus LTRO de diciembre de 2011 y febrero de 2012), la posterior del MEDE para financiar la reestructuración bancaria (julio de 2012) y, finalmente, el anuncio del BCE de la potencial puesta en marcha de las OMT, en caso de que ello fuera necesario para estabilizar la situación (septiembre de 2021). Así, mientras en 2013 los pasivos distintos de depósitos y acciones de las instituciones financieras monetarias (excepto Banco de España) y no monetarias sumaban un 127 % del PIB, a finales de 2019 se había reducido en más de 32 puntos del PIB, hasta el 95 %. Específicamente, esa caída ha sido mayor en términos absolutos para las instituciones financieras no monetarias (compañías de seguros y otras similares), con unos 20 puntos del PIB (desde el 80 % al 60 %), mientras las monetarias (exceptuando el Banco de España) los redujeron en unos 12 puntos del PIB (del 47 % al 35 %), que refleja la contracción del crédito tras el boom anterior. Este ajuste es más que relevante. Que el sector financiero monetario y no monetario (excepto el Banco de España) haya conseguido reducir su deuda exigible en torno de

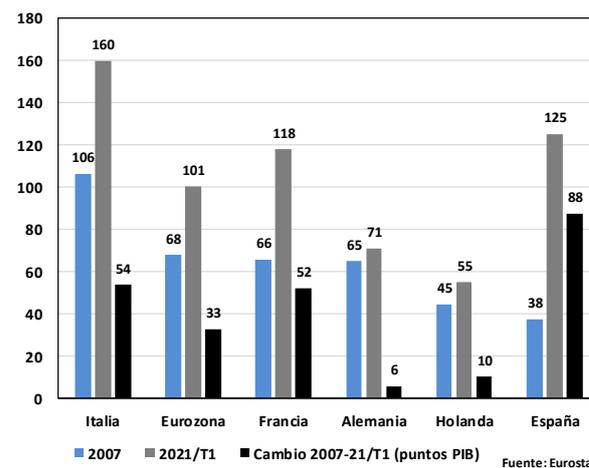
los 30 puntos del PIB es destacable, dado su papel en explicar la dureza de la crisis financiera de 2011-2012 y el hecho de que una parte, no menor, de esos pasivos con el resto del mundo eran exigibles.

Gráfico 8. Deuda pública en España y algunos países del área euro, 1995-2021/T2 (% del PIB)

a. España, 1999-2019/T3



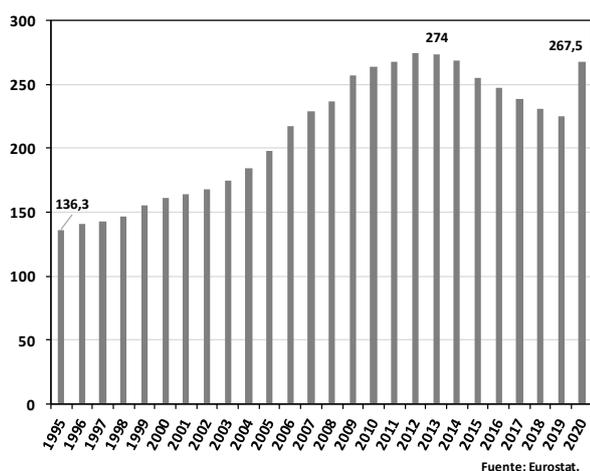
b. Países de la eurozona, 2007 y 2021/T1



Finalmente, en lo tocante al endeudamiento de las AA. PP. se han operado también cambios substanciales que, con relación a las vulnerabilidades de la economía española, deben evaluarse con cautela. Incorporando plenamente el efecto de la covid, y hasta el segundo trimestre de 2021, merecen destacarse cuatro: el fuerte aumento de los pasivos públicos, hasta cerca del 176 % (cuentas financieras no consolidadas) y el 122,9 % del PIB, según el PDE; su acusada concentración en las instituciones financieras (que, entre 2013 y 2021/T2, aumentan su peso del 42 % al 69 % del PIB (aunque una parte importante se encuentra en manos del Banco de España) y el resto del mundo (por encima del 54 % de la deuda pública en 2021/T2, desde el 37 % de 2013); la elevación de su vida media hasta más de 7 años; y,

finalmente, la notable contracción de la carga financiera, desde valores cercanos al 3,5 % del PIB en 2013 al 2,2 % del PIB en el segundo trimestre de 2021. Junto a estas características, nuevos elementos aparecidos con la covid apuntan a cicatrices de más largo impacto: por un lado, un fuerte aumento de las necesidades brutas de financiación que, en 2020 y 2021, han alcanzado cerca del 25 % del PIB español, unos registros sensiblemente más elevados que antes de la crisis (European Commission, 2021c), que emergen como una preocupante vulnerabilidad (Banco de España, 2021); por otro, un alza estructural del endeudamiento público más allá de los primeros ejercicios poscovid. En lo tocante a este aspecto, la Comisión estimaba justo antes de la pandemia (European Commission, 2020a) que, en su escenario de referencia, la deuda bruta de las AA. PP. prácticamente se mantenía inalterada hasta 2030 en torno del 95-96 % del PIB, unas previsiones revisadas muy severamente al alza a principios de 2021 (European Commission, 2021a), que la situaba en el 137 % del PIB a final de la década, aunque estimaciones posteriores la han reducido al 117 % del PIB en 2031 (European Commission, 2021b), un registro en línea con las del Fondo Monetario Internacional para 2025 (Internacional Monetary Fund, 2021). A pesar de esta estabilización, el *Debt Sustainability Analysis* mostraba en 2021 que España se encontraba entre los siete países (junto a Bélgica, Grecia, Francia, Italia, Portugal y Rumanía) con elevados riesgos de sostenibilidad en sus finanzas públicas a medio plazo.

Gráfico 9. Deuda¹ de los sectores no financieros (privados y AAPP) en España. 1999-2020 (% del PIB)



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

Desde un punto de vista agregado, la pandemia ha significado una brusca interrupción del desapalancamiento de los sectores residentes, que ha

agravado los desequilibrios existentes ya antes del impacto de la covid que la Comisión Europea había destacado en 2020 y, en particular, en 2021 (European Commission, 2021c). Dadas las dinámicas alcistas del endeudamiento de los sectores privados no financieros y del público durante la covid, no ha de sorprender que la deuda agregada de los sectores no financieros de la economía española (hogares, SNF y AA. PP.) haya recuperado prácticamente los mismos niveles que tras la crisis financiera, absorbiendo prácticamente todo el esfuerzo de desapalancamiento 2013-2019: en 2020, se situó en el 268 % del PIB, no lejos del máximo del 275 % de 2012. No obstante lo anterior, y a pesar de las similitudes en los registros de 2021 y 2020, su estructura sectorial difiere sustancialmente de la existente en la crisis financiera: notables reducciones en la deuda de los sectores privados no financieros, incluso a pesar de su aumento por mor del choque de la covid, compensadas por el fuerte aumento del endeudamiento público.

3. Reducción de la deuda neta exterior 2013-2019 e impacto alcista de la covid

Está ampliamente aceptado que el problema que afrontó España en los peores momentos de la crisis 2011-2012 fue la refinanciación del endeudamiento exterior acumulado en la expansión (Reinhart y Rogoff, 2010; Obstfeld, 2012b; Shin, 2012; Catão y Milesi-Ferretti, 2013) porque, en momentos de desconfianza, el aspecto crítico en la estabilidad financiera de los países con deuda exterior excesiva es el de la refinanciación. Ello remite a una conocida vulnerabilidad para países emergentes o en vías de desarrollo: la emergencia de *sudden stops* o *reversals* de los flujos de capital (Mendoza, 2002 y 2010; Waysand *et al.*, 2012; Obstfeld, 2012a y 2012b), aunque la crisis financiera en Europa la extendió a los más frágiles de la eurozona, tal y como sucedió en 2011-2012. En aquellos momentos, para España era imprescindible conseguir unas entradas de capital suficientes para amortizar o refinanciar los pasivos que maduraban (de un orden aproximado, en euros, de 300.000 millones/año); frente a esa necesidad, 2012 contempló una salida de capitales próxima a los 350.000 millones. ¿Resultado? Inevitables pérdidas de valor de los activos (financieros o reales), notable alza de los tipos de interés, reducción de plazos y aumento del riesgo país (el diferencial de rendimiento entre la deuda pública española a 10 años y su equivalente alemán alcanzó un máximo de 548 puntos básicos en julio de

2012). La hemorragia de capitales al exterior solo pudo contenerse con la intervención del MEDE para financiar la reestructuración bancaria y, finalmente, con el anuncio de la puesta en marcha de las OMT por el BCE.

A partir de entonces, y en sintonía con la disminución del endeudamiento de los sectores residentes, la deuda externa comenzó un lento proceso de reducción, aunque este es distinto según la definición de deuda externa adoptada. No tiene la misma relevancia el monto de pasivos exteriores que el de la deuda externa o de la Posición de Inversión Internacional (PII): los primeros constituyen el total de lo que debe el país (independientemente de su exigibilidad), mientras que la deuda considera solo aquellos pasivos que generan pagos de intereses o de amortización, definiciones que apuntan a problemas potenciales de financiación (o refinanciación); finalmente, la PII (diferencia entre activos y pasivos exteriores) constituye un indicador de la solvencia exterior del país. Se trata, por tanto, de dos aproximaciones distintas: financiación (o refinanciación) y solvencia, aunque es evidente que los problemas que plantea la primera, de no ser atendidos adecuadamente, pueden cuestionar la segunda. Por eso, a continuación se pasa somera revisión a lo sucedido con estas tres magnitudes en la recuperación 2013-2019 y cuál era la situación de España justo antes de la pandemia, y los efectos que ha tenido esta sobre el endeudamiento exterior para, a continuación, evaluar el impacto de la covid.

Ello no obsta para que la solvencia del país (medida por la PII) sea objeto de atención particular en el siguiente apartado. Dados los muy notables cambios en las posiciones deudoras y acreedoras del Banco de España y de las AA. PP., tras ello se analiza cómo estas se han modificado en la recuperación, mientras que el último apartado prolonga el análisis a la PII.

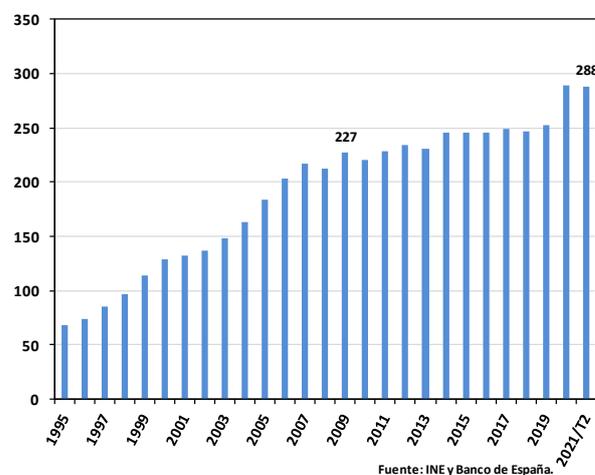
3.1. Desapalancamiento exterior 2014-2021: mejora hasta 2019 y cambios pandémicos

De la mano de la incorporación al euro, y pese al fuerte avance del déficit con el resto del mundo, los activos financieros de España en el exterior experimentaron un espectacular incremento, reflejo de cómo España comenzó a eliminar el riesgo-país asociado a las devaluaciones con las que tradicionalmente había hecho frente a crisis de balanza de pagos. Su aumento expresaba dos orígenes distintos: crecientes déficits exteriores de 1995-2007 y notable expansión de las compras de activos en el resto del mundo (en esos años, doblaron su peso en el PIB, desde el 60 % en 1997 al 132

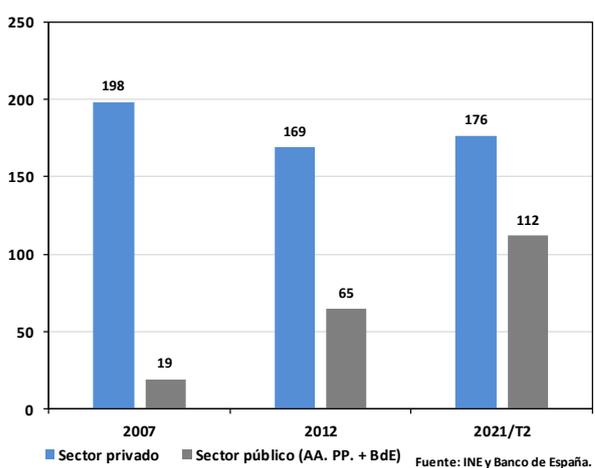
% en 2007). La financiación de ambos procesos (déficits de la balanza de pagos y adquisición de activos en el resto del mundo) se operó, lógicamente, mediante el expediente de un muy fuerte aumento de los pasivos con el resto del mundo (del 85 % del PIB de 1997 al 217 % de 2007). Pero ese fuerte aumento no reflejó, más que muy parcialmente, la necesidad de financiación del creciente déficit exterior de aquellos años (el saldo de la cuenta de capital del país pasó del 0 % del PIB en 1997 al -9,1 % en 2007), sino que expresaba, fundamentalmente, la ampliación de las adquisiciones de activos de las empresas españolas en el resto del mundo.

Gráfico 10. Pasivos de España frente al exterior, 1995-2021/T2 (% del PIB)

a. Total



b. Detalle por sectores



En suma, el modelo de integración financiera de España con el exterior en la primera década de los 2000 se basó en un fuerte incremento de sus pasivos y, en particular, de los exigibles, destinados a financiar el negativo saldo exterior y el aumento de las posiciones acreedoras con el resto del mundo. A partir del inicio de la recuperación

en 2013-2014, este esquema no se modificó: el grueso de la adquisición de activos de España en el resto del mundo se ha financiado con endeudamiento internacional (Alves *et al.*, 2019), de forma que el aumento de los pasivos de España continuó incluso en los peores momentos de la crisis (hasta el 230 % del PIB en 2013) y se ha prolongado en la recuperación. Así, entre 2013 y 2019, mientras la suma de las capacidades de financiación exterior del país alcanzó algo más de los 200.000 millones de euros, la variación neta de activos se acercó a los 990.000 millones; con esto, en 2013-2019 su total aumentó en unos 39 puntos del PIB (del 139 % del PIB de 2013 al 178 % de 2019, desde los 1,4 billones a los 2,2 billones en términos nominales). Por su parte, la covid significó un nuevo impulso a esas adquisiciones, de forma que entre finales de 2019 y el primer semestre de 2021, mientras la capacidad de financiación sumó 26.200 millones, los activos de España en el exterior aumentaron en 222.000 millones (hasta el 211 % del PIB en el segundo trimestre de 2021). Con esto, el 253 % de pasivos exteriores sobre el PIB de 2019 se incrementó de forma abrupta en 2020-2021 (hasta el 288 % en el segundo trimestre de 2021). En este contexto, es relevante destacar que el aumento del endeudamiento externo tras la crisis financiera tuvo lugar pese a la retirada del país de una parte no menor de las posiciones de la banca internacional (*The Great Retrenchment* de Milesi-Ferretti y Tilles, 2011), que se tradujo en una substancial reducción de sus posiciones: del máximo de 1,1 billones de dólares del primer trimestre de 2008, a los 370.000 millones del cuarto de 2016; a partir de entonces, se ha operado una cierta recuperación, alcanzando valores en torno de los 490.000 millones en el primer trimestre de 2021.

Aunque la dinámica de los pasivos aproxima razonablemente las exigencias financieras que afronta el país, sus valores deben depurarse de aquella parte que no genera obligaciones de pago de intereses o amortización (Jiménez y Martín, 2017), y que definen la deuda externa, reflejo directo de la potencial vulnerabilidad exterior. En lo tocante a esta variable, en la recuperación también se operaron cambios tanto en su importe (a finales de 2019 la deuda externa se situaba en torno del 164 % del PIB, unos 19 puntos por encima de 2008) como en su composición (solo parcialmente entradas de IED, mientras que crecieron otros pasivos con menor vocación de permanencia). Con la covid, la situación de la deuda exterior ha continuado al alza, alcanzando registros históricos (un 198 % del PIB en el segundo trimestre de 2021), reflejo de la caída del PIB y

el aumento de endeudamiento del Banco de España, junto al incremento de valor de los pasivos provocado por la reducción de los tipos de interés.

3.2. Estructura sectorial del endeudamiento exterior 2013-2021: el creciente papel del Banco de España y de las AA. PP.

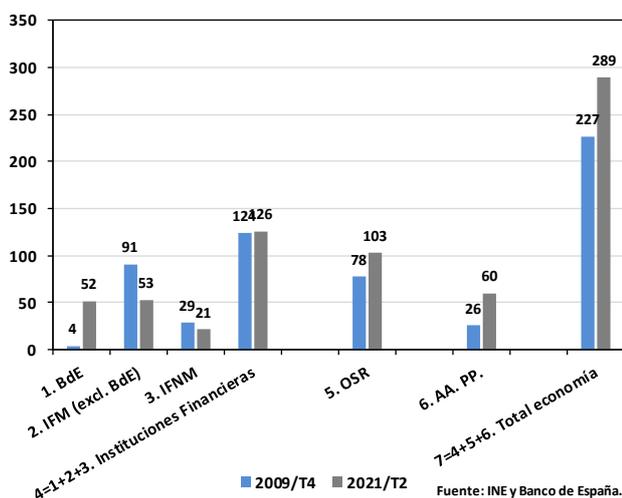
El colapso financiero de 2008-2012 estuvo directamente relacionado tanto con el volumen a refinanciar con el exterior como con los sectores deudores con el exterior: una parte substancial de los pasivos que debía el país se acumulaba en la banca, lo que agudizó los problemas generados por las salidas de capital, restringió el crédito y dificultó la colocación de deuda pública para las AA. PP. Fue la traducción española del bucle crisis bancaria - crisis de financiación del sector público - crisis bancaria, una situación que remite a otros períodos de la historia económica europea moderna: la imposibilidad de salvamentos públicos de la banca fue un elemento esencial de las crisis bancarias austriacas y alemana de mayo-julio de 1931 (Straumann, 2019).

¿Cuál fue la dinámica de ese endeudamiento en la recuperación poscrisis financiera y, en particular, qué transformaciones en su composición sectorial se habían operado? Este aspecto es relevante ya que, en los cambios 2013-2019, más importante que su monto absoluto, o el de su incremento, es su estructura sectorial y, en particular, las modificaciones operadas en el endeudamiento exterior por las instituciones financieras, AA. PP. y SNF.

Así, los problemas de pagos de los peores años de la crisis financiera (2011-2012) reflejaron, en lo fundamental, el muy elevado peso de la financiación exterior del sector financiero que, en su conjunto y todavía en 2013, era deudor por un insólito 106 % del PIB. A esta posición deudora había que añadir la de sociedades no financieras (un 83 % del PIB), mientras que las AA. PP. aportaban un 41 %. En total, un 231 % del PIB en pasivos exteriores. En la recuperación 2013-2019 se operaron dos cambios sustanciales: con relación a su importe absoluto, su importe se elevó hasta el 253 % del PIB en 2019; respecto de los sectores deudores, el agregado instituciones financieras (monetarias, Banco de España y no monetarias) apenas se modificó (desde el 106 % de 2013 al 110 % a finales de 2019), mientras que aumentaron los pasivos exteriores de las AA. PP. (del 41 % al 53 % del PIB) y de las SNF (del 83 % al 90 %). Pero la práctica estabilidad de la posición deudora de las instituciones financieras es equívoca: esconde un

cambio substancial en su composición, con reducción de las instituciones financieras monetarias (excluido el Banco de España) y no monetarias y, al mismo tiempo, fuerte aumento de las del Banco de España, un proceso que ha continuado durante la crisis de la covid. Así, entre los primeros trimestres de 2009 y 2021, las primeras han reducido dramáticamente sus pasivos exteriores (del 87 % al 55 % del PIB), reflejo del desapalancamiento exterior de la banca, tras el largo boom 1997-2007 en el que el recurso a la financiación mayorista exterior fue determinante para abastecer de crédito a los sectores residentes. A aquella caída se suma la de las instituciones financieras no monetarias (fondos de inversión, compañías de seguros...), desde el 30 % al 20 %. No obstante, aunque el elevado endeudamiento del sector financiero se ha reducido substancialmente, los riesgos todavía existentes no pueden subvalorarse.

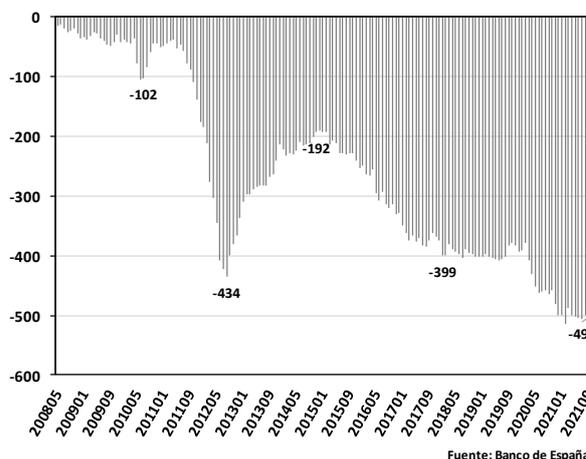
Gráfico 11. Pasivos exteriores de España, por sectores 2009/T4-2021/T2 (% del PIB)



En cambio, el Banco de España ha aumentado sus pasivos exteriores en el mismo período 2009-2021 en cerca de 50 puntos del PIB (del 3 % al 52 %), un muy intenso avance que está directamente relacionado con la compra de activos del Eurosistema, en particular a partir de 2015 con el programa ordinario de adquisiciones, al que se sumó, a partir de abril de 2020, el *Pandemic Programme*. Que estas adquisiciones del instituto emisor se hayan traducido en pasivos externos refleja que una parte, no menor, de las que le correspondían al Banco de España han finalizado en los balances de instituciones ubicadas en *hubs* financieros exteriores, básicamente localizados en Holanda o Alemania, en forma de saldos TARGET2 deudores (Cecchetti *et al.*, 2012; European Central Bank, 2013, 2016 y 2017; Praet, 2016; Baldo *et al.*, 2017; Bank of International Settlements, 2017; Eisenschmidt *et al.*, 2017; Couré, 2017; Internacional Monetary Fund, 2017c;

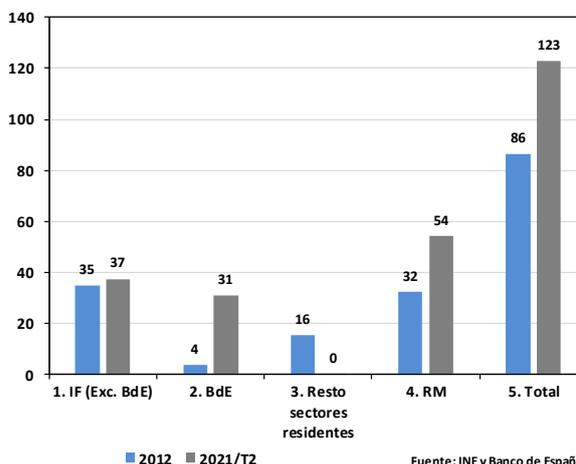
Alves *et al.*, 2018; Arce *et al.*, 2019). A esos saldos hay que sumar el importe generado por las compras en el interior del país que, en la medida que han permitido financiar adquisición de activos en el resto del mundo, también han aumentado los saldos TARGET2. Aunque su incremento no es nuevo, sí lo es la naturaleza de los factores que lo impulsan.

Gráfico 12. Saldos TARGET2 del Banco de España (mm. euros)



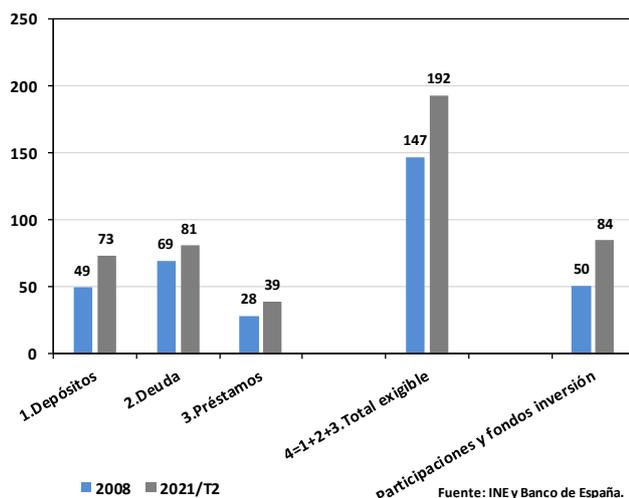
En 2008-2013, cuando tuvo lugar otro aumento substancial, este reflejó la desconfianza sobre la solvencia exterior de España y la consiguiente salida de capitales (hasta los 434.000 millones de euros en agosto de 2012); tras la intervención del MEDE y del BCE en verano de ese año, los saldos TARGET2 se redujeron sustancialmente, hasta los 189.000 millones de diciembre de 2014, cuando comenzaron de nuevo a aumentar (Martínez Pagés, 2016) para alcanzar los 378.000 millones de febrero de 2020, justo antes del choque epidémico. Con la covid y el nuevo programa de adquisición de activos del BCE (el *Pandemic Programme*) y la continuidad de las compras en el programa ordinario, en junio de 2021 superaban los más de 500.000 millones.

Gráfico 13. Deuda según Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) por sectores de contrapartida (% del PIB)



Junto con este importante cambio en la composición sectorial de los pasivos exteriores, hay que destacar otros dos. En primer lugar, el notable aumento de la deuda pública en manos del resto del mundo (del 37 % del PIB en 2013 al 54 % de 2021/T2). Es cierto que en 2010-2012, la debilidad del sector público y su incapacidad para sostener el sistema financiero fue, junto con otros problemas de solvencia del sector privado, el desencadenante de la crisis. Pero en las circunstancias actuales, la deuda pública, pese a su aumento hasta el 120 % del PIB en 2020, presenta mayor fortaleza dada la notable porción de esos pasivos en poder del Eurosistema (Banco de España), a pesar de su aumento en manos del sistema bancario doméstico. En segundo lugar, el aumento de los pasivos frente al resto del mundo de las SNF (del 83 % del PIB en 2013 al 103 % en 2021/T2) que, en una medida importante, refleja entradas de capital para financiar IED.

Gráfico 14. Pasivos exteriores de España: detalle por instrumentos. 2008-2021/T2 (% del PIB)

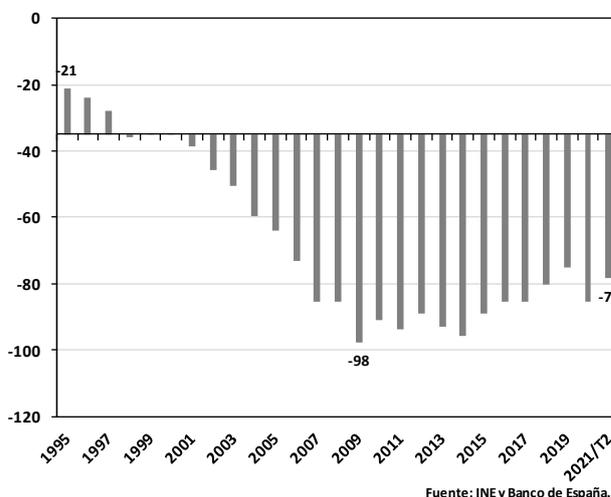


3.3. La Posición de Inversión Internacional (PII) en la recuperación (2013-2019) y la crisis de la covid (2020-2021)

Si en lugar de los problemas de financiación exterior (de pasivos o deuda bruta) se considera la solvencia exterior (medida por la PII), en la década 2009-2019 destaca su notable reducción (del -98 % del PIB en 2009 al -93 % de 2013 y al -75 % de 2019), aunque la covid ha tenido un impacto notable, principalmente por su efecto sobre el PIB y los negativos efectos de valoración por el alza del euro (Álvarez *et al.*, 2021) alcanzando el -84 % en el primer trimestre de 2021. Con estos registros, la PII en España continúa muy por encima del máximo del -35 % del PIB que exige el MIP, en una zona de riesgo exterior evidente (International Monetary Fund, 2017b). Y

aunque es cierto que, en términos europeos, la PII del -84 % del PIB de 2021/T2 es sensiblemente inferior a la de Grecia (-181 %), Irlanda (-154 %) o Portugal (-101 %), España se encuentra todavía muy alejada de los valores de otros países deudores netos, como Francia (-35 %), y, por descontado, más alejada todavía de los que mantienen posiciones acreedoras, como Italia (5 %), Austria (14 %), Bélgica (52 %), Alemania (61 %) u Holanda (102 %). Además, aquel registro se sitúa también muy por encima de los *benchmarks* que se definen a partir de estimaciones con características fundamentales del país (*NIIP norms*) o que indican el nivel a partir del cual es más probable una crisis de pagos exterior (*Prudential NIIP Thresholds*); estos límites, para 2016, se situaban en el -37 % y -61 % del PIB, respectivamente (Turrini *et al.*, 2019).

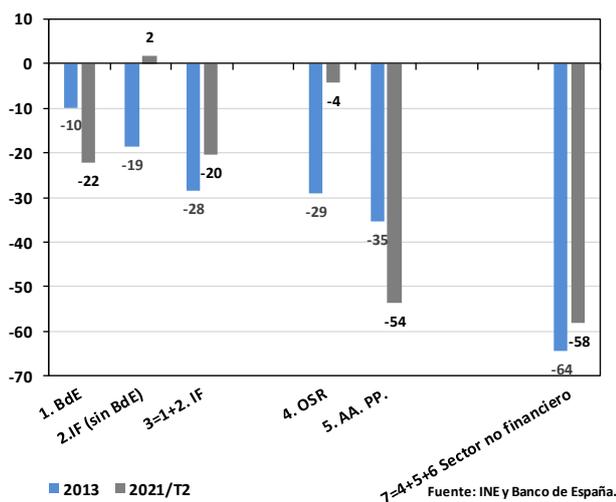
Gráfico 15. Posición de Inversión Internacional de España. 1995-2021/T2 (% del PIB)



¿Qué factores explican la caída de la PII en la recuperación y su posterior alza en la covid? Sus cambios reflejan solo muy parcialmente los del saldo exterior. El factor más determinante de su disminución hasta 2019 y del alza posterior ha sido la dinámica del PIB nominal, mientras que las modificaciones en el valor de activos y pasivos externos y otras variaciones en volumen (que reflejan otras alteraciones en el valor o discrepancias estadísticas entre la PII y la BP) han tenido un impacto menor (Alves *et al.*, 2018). Específicamente, para el período 2016-2018, Alves *et al.* (2019) obtienen que de los 12 puntos del PIB de caída de la PII, unos 9 puntos reflejan el aumento nominal del PIB, y otros 6 la mejora de la capacidad de financiación del país, mientras que los efectos de valoración y otras variaciones en volumen habían aumentado la PII en cerca de 3 puntos.

Justamente, también ha sido la dinámica del PIB la que explica, junto a cambios en la valoración, el aumento de la PII en la crisis de la covid (European Commission, 2021d). Además, en la reducción de la PII no puede esperarse sustanciales aportes del saldo neto exterior, para el que se esperan dificultades para valores superiores al 1 % del PIB (Cuadrado y Moral-Benito, 2016).

Gráfico 16. Posición de inversión internacional, segundo trimestre de 2021. Detalle por subsectores (% del PIB)



No obstante, y al igual que con el conjunto de pasivos o de deuda exterior, tan relevante como el nivel absoluto de la PII lo es su composición, por sectores o instrumentos. Por eso, y a diferencia de otros análisis más agregados de la dinámica de la PII (Arce, 2017), a continuación se presentan los notables cambios operados en su composición sectorial hasta 2019 y, en particular, los provocados por la covid. En 2013, su grueso se concentraba en sectores particularmente problemáticos: del 93 % del PIB que alcanzó entonces, solo 10 puntos correspondían al Banco de España, mientras las AA. PP. aportaban 35 puntos del PIB, de forma que la PII del resto de sectores sumaba unos 48 puntos del PIB. En 2019, la caída de la PII hasta el -75 % reflejó un comportamiento asimétrico entre el empeoramiento de la posición neta de las AA. PP. y del Banco de España y la notable mejora de las instituciones financieras monetarias (excepto el Banco de España) y no monetarias, mientras que las SNF se mantuvieron (en torno del -32 % del PIB entre 2013 y 2021/T2). Así, el Banco de España situó su PII en el -15 % del PIB en 2019 (desde el 10 % de 2013), mientras que las AA. PP. también aumentaron su endeudamiento neto exterior (del 35 % al 47 % del PIB), de forma que, en conjunto, estos dos sectores lo incrementaron en 17 puntos del PIB. Junto con estas transformaciones, las operadas en las otras instituciones financieras monetarias (excepto el

Banco de España) mejoraron unos 17 puntos su posición neta exterior (del -19 % al -1,6 % del PIB), al tiempo que los otros sectores residentes mejoraron su deuda neta en valores similares (del -29 % al -11 % del PIB en 2019). Por su parte, el impacto de la covid y su efecto en el empeoramiento de la PII se ha dejado notar de forma particular en el empeoramiento de la posición neta del Banco de España (del -15 % al -22 % entre finales de 2019 y el segundo trimestre de 2021) y de las AA. PP. (del -47 % al -54 %), al tiempo que otras instituciones financieras monetarias la mejoraron (del -2 % al 2 %). Esta modificación sectorial de la PII es, de nuevo, el resultado de la intervención del BCE: directamente, a través del programa de compra de activos y el aumento correspondiente de las posiciones TARGET2 del Banco de España; indirectamente, porque el incremento de los precios y la caída de las rentabilidades asociada a dichas compras han impulsado la adquisición de pasivos de las AA. PP. por el resto del mundo.

En suma, el sector privado (financiero y no financiero) ha reducido su exposición neta exterior de forma mucho más substancial de lo que las cifras agregadas sugieren: desde cerca del -48 % de 2013 a escasamente el -2 % en 2021/T2, mientras que las AA. PP. y el Banco de España han aumentado sus posiciones deudoras netas (las primeras en cerca de 18 puntos y en 12 puntos el instituto emisor). Finalmente, también destaca la mejora en su composición, ya que una parte substancial del cambio 2013-2021/T2 se ha operado en los pasivos más exigibles: excluyendo los instrumentos *non-defaultable*, la situación es mejor, con un registro en 2020 cercano al -53 % del PIB (indicadores auxiliares del MIP; European Commission, 2021d).

4. Conclusiones

Las páginas anteriores han destacado una positiva disminución de los desequilibrios financieros privados 2013-2021, notables mejoras en el saldo exterior y reducciones, pese al deterioro provocado por la covid en las finanzas públicas, de los ratios de deuda interna privada y de los de España con el resto del mundo. Y todo esto, en un contexto de desaparición de las tensiones financieras, recuperación de la confianza de los mercados y estabilidad, e intensa reducción, de las primas de riesgo. Una lectura parcial, o apresurada, de estos resultados podría concluir que, en lo sustancial, se han resuelto los problemas que condujeron a la economía española a la crisis financiera más severa

desde los años sesenta del pasado siglo. Extraer esta conclusión sería un error. Como lo sería el pensar que, dada la estabilidad disfrutada desde 2013, la posibilidad de nuevas crisis de pagos exteriores ha desaparecido. El aumento de las primas de riesgo de Italia los últimos años (primero tras las elecciones de 2018 y, posteriormente, con el choque de la covid) o de las de España al principio de la pandemia, constituyen un claro recordatorio de que solo la intervención del BCE consigue mantenerlas bajo control.

Es cierto que, en lo tocante al saldo exterior, la persistencia de superávits con el resto del mundo durante una década constituye un hito histórico, como también lo es el aumento de las exportaciones a máximos jamás vistos, tanto en términos absolutos como con relación al PIB. Pero no puede olvidarse el papel de factores extraordinarios, no permanentes, en la mejora del saldo exterior: en torno de dos terceras partes de la misma puede considerarse transitoria. Hoy, tras la covid, y a poco que la recuperación se intensifique, cabe esperar reducciones en la tasa de ahorro privada y avances en su inversión, con lo que únicamente un saldo compensatorio de las finanzas públicas podría contener el deterioro exterior; y dada la situación de las AA. PP., ello no parece posible.

A esa mejora en los excedentes financieros de los sectores residentes privados, cabe añadir la experimentada por la de los stocks, cuya acumulación dio razón de la dureza de la crisis 2008-2012. En este ámbito, y hasta la covid, ha tenido lugar un más que notable desapalancamiento privado (cerca de 70 puntos del PIB) que, a pesar de su aumento en 2020, permite mantener la deuda de hogares y empresas por debajo de los registros de 2012-2013. No obstante, situarla en valores no peligrosos para la estabilidad financiera del país exige todavía recortarla en más de 40 puntos del PIB. Por si ello no fuera suficiente, la contracción de la deuda privada no puede contemplarse al margen de la expansión de la pública, para la que se espera su mantenimiento en valores en torno del 120 % del PIB los próximos años, una de nuestras más preocupantes vulnerabilidades.

A pesar del desapalancamiento 2013-2019, los aumentos provocados por la pandemia en las ratios deuda privada - PIB y los insólitos registros de la deuda pública tras la covid, han situado el endeudamiento de los sectores residentes no financieros en 2021 en torno del 270 % del PIB, valores solo comparables a los de 2012, en los peores momentos de la crisis financiera. Y si

esta es la situación de la deuda interna, respecto de la exterior, y pese a la parcial mejora experimentada y los cambios en su composición sectorial hasta 2019, la situación continúa siendo más que problemática: el aumento de los pasivos del resto del mundo sobre nuestra economía, hasta cerca del 290 % del PIB en junio de 2021, el incremento de la deuda bruta hasta el 198 % o de la PII hasta el 85 %, remiten de nuevo a fragilidades que podrían traducirse en *sudden stops* o *reversals* de los flujos de financiación exterior, tal y como sucedió en 2011-2012.

A la luz de todo lo anterior, ¿qué hacer? ¿Hacia dónde encaminar las actuaciones que permitan reducir esas vulnerabilidades? Responder a estas preguntas exige recordar que los éxitos del desapalancamiento 2013-2019 se han basado, en una medida no menor, en las masivas intervenciones del BCE, un apoyo monetario que se ha acentuado con la covid: en 2020-2021, ha sido determinante su papel como sostén de las finanzas públicas, y privadas, y de mantenimiento de la confianza del resto del mundo sobre nuestra capacidad financiera. De hecho, sumando toda la intervención del BCE en la economía española, los registros que emergen son, ciertamente, insólitos: las operaciones de política monetaria del Banco de España se han elevado sustancialmente, desde el equivalente del 21 % del PIB en 2015 al insólito 72 % del mismo en verano de 2021. Unos valores indicativos de la extraordinaria dependencia que tiene la estabilidad financiera de España del activismo del BCE.

Ello no sería un problema si la UEM funcionara como un estado federal. Pero este no es el caso. Y, por eso, no puede olvidarse que los tipos de interés y las primas de riesgo dependen críticamente de las adquisiciones de deuda española por parte del BCE. Destacar este aspecto no es menor: dada la acumulación de deuda pública (y, en menor medida, privada) en su balance, difícilmente podrá mantenerse una intervención monetaria de la magnitud de la iniciada en 2015 y, en algún momento del próximo futuro, debería comenzar la reversión de las actuales intervenciones. Más todavía si se recuerda que los diferenciales entre el sur y el centro de la UEM en el peso de la deuda pública sobre el PIB en 2021 (una ratio de 2 a 1) apuntan a un muy complejo equilibrio para la actuación del BCE, que hace difícil imaginar aumentos notables de su intervención si una nueva fase de la crisis pandémica, u otro choque exterior, provocara nuevos deterioros en los balances financieros de los sectores residentes o de los del país con el resto del mundo. Esto no significa que el BCE no pudiera intervenir: las OMT no

se han utilizado, pero ahí están, a la espera de una crisis que demande su uso para estabilizar los mercados de deuda.

España, pues, y pese al extraordinario volumen de apoyo del BCE, dispone todavía de una amplia ventana de oportunidad para profundizar en los cambios de la estructura productiva que permitan mantener y ampliar el superávit exterior y, simultáneamente, reducir el endeudamiento (interno y externo): hasta 2024, como mínimo, el BCE piensa reinvertir los importes amortizados de deuda pública del *Pandemic Programme*, mientras que para los del APP (el programa ordinario de adquisiciones) el plazo será más largo, tiempo suficiente como para permitir a los fondos Next Generation cerrar el gap generado por la covid respecto de los países centrales de la eurozona. Esos años de margen deberían aprovecharse con resolución, porque no pueden excluirse nuevas crisis que limiten el alcance y la eficacia de la actual política monetaria: los rendimientos de la intervención del BCE son decrecientes, y sus costes potenciales cada vez más elevados.

Y esto remite, inevitablemente, al papel que debe jugar el crecimiento nominal del PIB en las reducciones del endeudamiento interno y de la deuda externa, y de la PII. Si el fuerte avance de la tasa de inflación termina siendo transitorio, lo que ciertamente está por ver, será el avance real del PIB el mecanismo preciso para continuar con la necesaria reducción de la deuda (privada y pública, interna y exterior). Y, en lo tocante a aquel, puede afirmarse que su aumento en la recuperación 2013-2019 continuó, pese a las mejoras en exportaciones e industria, con su versión más tradicional y menos sólida: fuertes avances de empleo, combinados con baja productividad, del trabajo o de la PTF. Esto refleja que el proceso de redistribución factorial subyacente a la recuperación de exportaciones y de la inversión, y a la del propio PIB, se encuentra lejos de lo que sería deseable (excesivo peso del terciario y, en particular, de los servicios personales); por no hablar de los déficits en aspectos que limitan un sólido avance de la actividad, donde muchas de las debilidades existentes antes de la crisis financiera continúan hoy presentes o, incluso, como en el caso del gasto en I+D, se han acentuado. Así, pues, las perspectivas de cambio sustancial de estas tendencias son limitadas: incluso sumando los efectos extraordinarios del Next Generation, se hace difícil imaginar aumentos del PIB real la próxima década muy por encima del 2,0 % anual.

Dada la relevancia del crecimiento nominal del PIB en la deseable, y necesaria, reducción de la PII y de la deuda interna y externa, los esfuerzos deberían encaminarse a reforzar aquellas políticas que permitan un crecimiento de la productividad que, en la recuperación 2013-2019, ha sido muy insatisfactorio. Por ello, en lo sustancial, no se han modificado las recomendaciones que se han venido efectuando desde estas páginas los últimos años: respecto de ellas, poco hay que añadir. Además, el papel estelar, pero transitorio, que ha tenido el BCE estimulando el crecimiento antes de la pandemia, conteniendo su caída tras ella y contribuyendo decisivamente a la estabilidad financiera obliga, si cabe, a profundizar más todavía en aquellas reformas que mejoren la dotación factorial de nuestra economía: en capital humano, en investigación, innovación y desarrollo, y en unas infraestructuras que tengan como objetivo último elevar el crecimiento de la productividad total. Tareas todas ellas largamente reclamadas. Pero, no por ello menos urgentes hoy.

Referencias

- Álvarez, L.; Alves, P.; López, E.; Martín, C. (2021). "[La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2020](#)", *Boletín Económico*, 2, Banco de España.
- Alves, P.; Millaruelo, A.; del Río, A. (2018). "[El aumento de los saldos TARGET en la UEM desde 2015](#)". *Boletín Económico* 4/2018. Banco de España, 5 de diciembre.
- Alves, P.; López, C.; Martín, C.; Roibás, I. (2018). "[La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2017](#)". *Boletín Económico* 2/2018. Banco de España, 23 de mayo.
- Alves, P.; Martín, C.; Roibás, I. (2019). "[La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2018](#)". *Boletín Económico* 2/2019. Banco de España, 23 de mayo.
- Andrés, J.; Arce, O.; Thomas, C. (2014). "[Structural Reforms in a Debt Overhang](#)". *Documentos de Trabajo*, n. 1421. Banco de España.
- Arce, O. (2017). "[La posición de inversión internacional de la economía española: tendencias, análisis y evaluación](#)". ¿Es la economía española financieramente vulnerable?, *Documento de Trabajo* n. 13. Fundación de Estudios Financieros, octubre.
- Arce, O.; Prades, E.; Urtasun, A. (2013). "[La evolución del ahorro y del consumo de los hogares españoles durante la crisis](#)". *Boletín Económico*. Banco de España, septiembre, p. 65-73.
- Arce, O.; Gimeno, R.; Mayordomo, S. (2017). "[Making room for the needy: the credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE](#)". *Documento de Trabajo* n. 1743. Banco de España.
- Arce, O.; Nuño, G.; Thomas, C. (2019). "[La política monetaria del Eurosistema tras el final de las compras netas de activos](#)". *Boletín Económico* 1/2019. Banco de España, 21 de febrero.
- Baldo, L. et al. (2017). "[The distribution of excess liquidity in the euro area](#)". *Occasional Paper Series*, n. 200, noviembre, ECB.
- Banco de España (2017). [Informe anual 2016](#).
- Banco de España (2018). [Informe anual 2017](#).
- Banco de España (2019). "[Impacto de la revisión Benchmark 2019 sobre la capacidad/necesidad de financiación y la posición de inversión internacional de la economía española](#)". *Notas estadísticas*, n.º 10. Departamento de Estadística, División de Balanza de Pagos.
- Banco de España (2020). [Revisión extraordinaria de las cuentas financieras de la economía española \(2019\)](#). *Notas Estadísticas* n.º 12, Banco de España.
- Banco de España (2021). [Informe de Estabilidad Financiera](#), otoño.
- Bank of International Settlements (2017). "[What is driving the renewed increase in TARGET2 balances?](#)". *Quarterly Review*, marzo.
- Battistini, N.; Stoevsky, G. (2021). "[The impact of containment measures across sectors and countries during the COVID-19 pandemic](#)". *Economic Bulletin*, Issue 2, European Central Bank.
- Catão, A. V.; Milesi-Ferretti, G. M. (2013). "[External Liabilities and Crises](#)". *IMF Working Paper*, 13/113, mayo.
- Cecchetti, S.; McCauley, R. N.; McGuire, P. (2012). "[Interpreting Target 2 Balances](#)". *BIS Working Paper*, n.º 393.
- Christelis, D.; Georgarakos, D.; Jappelli, T.; Kenny, G. (2020). "[The Covid-19 crisis and consumption: survey evidence from six EU countries](#)". *Working Paper Series*, n.º 2507, December.
- Claessens, S.; Ayhan Kose, M. (2013). "[Financial Crises: Explanations, Types, and Implications](#)" in Stijn Claessens. Laeven, L.; Valencia, F. (edit.). *Financial Crises, Causes, Consequences, and Policy Responses*, capítulo 1, p. 3-61. Washington: International Monetary Fund.
- Couré, B. (2017). "[The international dimension of the ECB's asset purchase programme](#)". Speech at the Foreign Exchange Contact Group meeting, 11 July.
- Cuadrado, P. y Moral-Benito, E. (2016). "[El crecimiento potencial de la economía española](#)", *Documentos Ocasionales*, n.º. 1603, Banco de España, 2016.
- Del Rio, A.; Cuenca, J. A. (2020). "[La renta y el ahorro de los hogares en la zona del euro durante la primera ola de la pandemia](#)". *Boletín Económico*, Banco de España.

- Diaz del Hoyo, J. L.; Dorrucchi, E.; Fryges, F. H.; Muzikanova, S. (2017). [“Real Convergence in the euro area: a long term perspective”](#). *Occasional Paper Series*, n.º 203, European Central Bank, December.
- Dossche, M.; Zlatanos, S. (2020). [“COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced”](#). *Economic Bulletin*, Issue 6/2020, European Central Bank.
- Eichengreen, B. (1995). [Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939](#). Oxford University Press.
- Eisenschmidt, J.; Kean, D.; Schmitz, M.; Adalid, R.; Papsdor, P. (2017). [“The Eurosystem’s asset purchase programme and TARGET balances”](#). *Occasional Paper Series*, n. 196. European Central Bank, September.
- EuropeG (2012). [“Competitividad y desapalancamiento en España: los retos pendientes”](#). *Policy Brief* n.º 2, Barcelona.
- EuropeG (2014). [“Aspectos clave en el ajuste de la economía española 2012-2014”](#). *Policy Brief* n.º 5, Barcelona.
- European Banking Authority (2021). Risk Dashboard (data as of Q1 2021), 30 June.
- European Central Bank (2013). [“TARGET Balances and Monetary Policy Operations”](#). *Monthly Bulletin*, mayo, p. 103-114.
- European Central Bank (2016). [“TARGET balances and the asset purchase programme”](#). Box 2, *Economic Bulletin*.
- European Central Bank (2017). [“The ECB’s asset purchase programme and TARGET balances: monetary policy implementation and beyond”](#). *Economic Bulletin*. Issue 3/2017, Box 1, p. 21-26.
- European Central Bank (2021a). [“Survey on the Access to Finance of Enterprises \(SAFE\)”](#), April/September 2021, Survey results 2021, November.
- European Central Bank (2021b). [Financial Stability Review](#), November.
- European Commission (2016a). [“Market-based adjustment in the euro area in the light of the crises”](#). *Quarterly Report on the Euro Area*. Volume 14, n.º 4 (2015), Special edition, February.
- European Commission (2016b). [“Country Report Spain 2016”](#). *Commission Staff Working Document*. Brussels, February.
- European Commission (2020a). [“Country Report Spain 2020”](#). *Commission Staff Working Document*. Brussels, February 26.
- European Commission (2020b). [“Alert Mechanism Report 2021”](#). *Report from the Commission*. Brussels, November 18.
- European Commission (2021a). [Debt Sustainability Monitor 2020](#), February.
- European Commission (2021b). [“The 2021 Stability & Convergence Programmes. An Overview, with and Assessment of the Euro Area Fiscal Stance”](#). *Institutional Paper* 157, July, European Economy.
- European Commission (2021c). [“In-Depth Review for Spain”](#). *Commission Staff Working Document*, SWD(2021) 404 final, Brussels, June 2.
- European Commission (2021d). [“Alert Mechanism Report 2022”](#). *Report from the Commission*. Brussels, 24 November.
- Feldstein, M.; Horioka, C. (1980). [“Domestic Saving and International Capital Flows”](#). *Economic Journal*, 90 (358): 314-329.
- García-Vaquero, B.; Casado, J. C. (2019). [“Evolución de los flujos y de los balances financieros de los hogares y las empresas no financieras en 2018”](#). *Boletín Económico*, Banco de España, 2/2019, junio.
- Gómez, Á. L.; del Río, A. (2021). [“El impacto desigual de la crisis sanitaria sobre las economías del área del euro en 2020”](#). *Documentos Ocasiones*, n.º 2115, Banco de España.
- González Mínguez, J.; Urtasun, A. (2015). [“La dinámica del consumo en España por tipos de productos”](#). *Boletín Económico*. Banco de España, septiembre, p. 69-78.
- Gutiérrez Chacón, E.; Martín Machuca, C. (2019). [“Exporting Spanish-firms. Stylized facts and trends”](#). *Documentos Ocasiones*, Banco de España, n. 1903.
- Instituto Nacional de Estadística (2019). [Revisión estadística 2019 de las operaciones de Contabilidad Nacional del INE](#). Proyecto Técnico, Departamento de Cuentas Nacionales, 22 de febrero.
- International Monetary Fund (2017a). [“Spain: Drivers of Firm Productivity Growth”](#). *Spain, Selected Issues*, p. 4-21, January.

- International Monetary Fund (2017b). "[Assessing Spain's Competitiveness](#)". *Spain, Selected Issues*, p. 22-33, January.
- International Monetary Fund (2017c). [Spain 2018, Article IV Consultation](#), Staff Report, October.
- International Monetary Fund (2017d). "[Corporate and Household Balance Sheets. The Impact from Deleveraging](#)". *Spain, Selected Issues*, p. 41-59, October.
- International Monetary Fund (2020). [Spain 2020, Article IV Consultation](#). Staff Report, November.
- International Monetary Fund (2021). [Fiscal Monitor. Strengthening the Credibility of Public Finances](#), October.
- Jiménez, N.; Martín, C. (2017). "[La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2016](#)". *Boletín Económico* 2/2017. Banco de España, 27 de abril.
- Kannan, P.; Scott, A.; Terrones, M. E. (2013). "[From Recession to Recovery: How Soon and How Strong](#)" in Claessens, S.; Laeven, L.; Valencia, F. (ed.). *Financial Crises, Causes, Consequences, and Policy Responses*, cap. 8 (p. 239-275). Washington: International Monetary Fund.
- Martínez Pagés, J. (2016). "[Las medidas de expansión monetaria del Eurosistema y la cuenta financiera](#)". *Boletín Económico*. Banco de España, abril, p. 45-53.
- Maudos Villarroya, J.; Fernández de Guevara Radoselovics, F. (2016). [Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo. El impacto de la crisis](#). Fundación BBVA.
- Mendoza, E. (2002). "[Credit, Prices, and Crashes: Business Cycles with a Sudden Stop](#)". *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*. Jeffrey A. Frankel, Sebastian Edwards (ed.), 335-92, Chicago: University of Chicago Press.
- Mendoza, E. (2010). "[Sudden Stops, Financial Crises and Leverage](#)". *American Economic Review* (December), 1941-1966.
- Meyermans, E.; Rutkuskas, V.; Simons, W. (2021). "[The uneven impact of the Covid-19 pandemic across the euro area](#)". *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 20, n.º 2.
- Milesi-Ferretti, G. M.; Tille, C. (2011). "[The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis](#)". *Economic Policy* 26(66), 285-342.
- Moral-Benito, E.; Viani, F. (2017). "[An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors](#)". *Documentos de Trabajo*, n.º 1737. Banco de España.
- Myro Sánchez, R. (2018). "[Crecimiento económico con equilibrio exterior. Un nuevo escenario para la economía española](#)". *Policy Brief*, n.º 13, EuropeG.
- Obstfeld, M. (2012a). "[Does the Current Account Still Matter?](#)". *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 102(3), 1-23. Richard T. Ely Lecture.
- Obstfeld, M. (2012b). "[Financial Flows, Financial Crises, and Global Imbalances](#)". *Journal of International Money and Finance* 31, 469-480.
- Oliver Alonso, J. (2016). "[Recuperación y persistencia de fragilidades: deuda interna y sector exterior en España 2013-2016](#)". *Policy Brief* n.º 9, EuropeG.
- Oliver Alonso, J. (2017). *España en crisis*. RBA Editores, Barcelona.
- Pierlugi, B.; Sondermann, D. (2018). "[Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?](#)". *Occasional Paper Series*, n.º 211/junio, European Central Bank.
- Praet, M. (2016). "[Remarks at the BNYM 20th anniversary dinner on the dynamics of TARGET2 balances and monetary policy implementation](#)". ECB, September 15.
- Reinhart, C.; Rogoff, K. (2010). "[Growth in a Time of Debt](#)". *American Economic Review, Papers and Proceedings* 100, p. 573-578.
- Rio, A.; Cuenca, J. A. (2020). "[La renta y el ahorro de los hogares en la zona del euro durante la primera ola de la pandemia](#)". *Boletín Económico*, Banco de España.
- Sapir, A. (2020). "[Why has Covid-19 hit different European Union economies so differently?](#)". Policy Contribution, Issue n.º 18, September, Bruegel.
- Shin, H. S. (2012). "[Global Banking Glut and Loan Risk Premium](#)". *IMF Economic Review*, 60, p. 155-192.
- Sinn, H. W. (2014). *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford University Press.
- Straumann, T. (2019). *1931. Debt, Crisis, and the Rise of Hitler*. Oxford University Press.

Turrini, A.; Zeugner, S. (2019). "[Benchmarks for Net International Investment Positions](#)". *Discussion Paper* 097, May, European Economy.

Tang, G.; Upper, C. (2010). "[Debt Reduction After Crises](#)". *BIS Quarterly Review*. September, p. 25-38.

Waysand, C.; Ross, K.; De Guzman, J. (2012). "[European Financial Linkages: A New Look at Imbalances](#)". *IMF Working Paper*, n.º 295, December.

Abreviaturas

AA. PP.: administraciones públicas
AMECO: annual macro-economic database, European Commission
APP: Asset Purchase Programmes
BCE: Banco Central Europeo
BP: balanza de pagos
CLU: costes laborales unitarios
CE: Comisión Europea
EBE: excedente bruto de explotación
ENF: empresas no financieras
EPA: Encuesta de Población Activa
ERTE: expediente de regulación temporal de empleo
EUROSTAT: Oficina Estadística de la Unión Europea
FBCF: formación bruta de capital fijo
FMI: Fondo Monetario Internacional
ICO: Instituto de Crédito Oficial
IED: inversión extranjera directa
IF: instituciones financieras
INE: Instituto Nacional de Estadística
IPSFL: instituciones privadas sin fines de lucro
LTRO: Long Term Refinancing Operations
MEDE: Mecanismo Europeo de Estabilidad
MIP: Macroeconomic Imbalance Procedure
NEXTGEN: Next Generation EU
NIIP: Net International Investment Position
NPL: Non Performing Loans
OMT: Outright Monetary Transactions
PDE: procedimiento de déficit excesivo
PELTRO: Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations
PIB: producto interior bruto
PII: posición de inversión internacional
PTF: productividad total de los factores
PEPP: Pandemic Emergency Purchase Programme
RFBD: renta familiar bruta disponible
SME: Sistema Monetario Europeo
SNF: sociedades no financieras
SURE: Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency
TARGET2: Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System
TLTRO: Targeted Long Term Refinancing Operations
UEM: Unión Económica y Monetaria
VAB: valor añadido bruto

EuropeG está integrado por Antoni Castells (director), Josep Oliver (codirector), 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:

