

Recuperació i persistència de fragilitats: deute intern i sector exterior a Espanya 2013-2016

Policy Brief núm. 9

Setembre, 2016

ISSN 2014-7457

A mitjan 2016, i després de dos anys de millora de l'activitat, les previsions per a l'economia espanyola continuen sent favorables, encara que el Brexit i els problemes bancaris d'Itàlia han ennuvolat l'horitzó. L'OCDE (2016), la Comissió Europea (2016b), l'FMI (2016) i el consens privat (FUNCAS, 2016) apunten a un avenç mitjà del 2,5% per al 2016 i 2017. Davant d'aquesta dinàmica, es podria concloure que, amb l'excepció de l'elevada desocupació, els desequilibris acumulats fins a l'inici de la recessió i els que ha generat la crisi estarien reabsorbits. Però aquesta no és la situació. Tant en l'àmbit del creixement potencial com en el despallanquejament intern i extern, els efectes de la crisi són més que perceptibles. Una situació que no és excepcional: episodis similars mostren que, després d'alguns boom i col·lapses del crèdit i de reducció de deute acompanyats de crisis immobiliàries i bancàries, les recessions que hi ha a continuació són més profundes i duradores (Jordà *et al.*, 2012 i 2014; Abiad *et al.*, 2013; Claessens *et al.*, 2013; Kannan *et al.*, 2013).

En *Policy Brief* anteriors es va destacar el paper de l'acumulació de desequilibris de balanç dels sectors privats en la dinàmica de la recessió post-Lehman Brothers (EuropeG, 2012). Posteriorment, es va fer una primera avaluació de la difícil reducció del deute i del paper crític que va tenir l'endeutament exterior en la crisi 2011-2012 (EuropeG, 2014). A finals d'estiu del 2016, no es tracta de comprendre les raons de la recessió o les dificultats per reabsorbir el deute acumulat. Ara, el que és rellevant és avaluar els factors que hi ha darrere de la recuperació i fins a quin punt aquesta recuperació té bases sòlides.

Abans de continuar, convé explicitar què no pretén discutir aquest *Policy Brief*. Entre els aspectes que no es tracten, n'hi ha alguns que afecten directament les bases del creixement i que caldria analitzar. Per exemple, i entre alguns dels més rellevants, la dinàmica

dels CLU i el paper de la moderació salarial i la productivitat en la seva caiguda; la reestructuració de l'oferta cap a sectors menys protegits de la competència; les modificacions en la dotació de factors i l'aportació de la PTF al creixement del PIB; l'atur i el seu paper en el manteniment de fragilitats financeres; la situació del mercat immobiliari o, finalment, la del mateix sector bancari. Són elements substancials, i parcialment comuns als ajustos de la perifèria de l'eurozona (Comissió Europea, 2016b). I encara que són essencials per a un diagnòstic precís dels reptes que afrontem, excedeixen l'objectiu d'aquest *Policy Brief*.

Aquest se centra en dos aspectes parcials, però molt rellevants. Primer, el paper de la confiança internacional sobre Espanya en la recuperació en curs i, per tant, i indirectament, el paper de les reformes internes, les de la governança de l'euro i l'activitat del BCE. De fet, el canvi radical en aquesta sorgeix com la frontissa que separa la segona recessió (2011-2013) de l'etapa de creixement (2014-2016), un diagnòstic sobre el qual ja hi ha un ampli consens (Comissió Europea, 2016d). Segon, la situació actual del deute intern i exterior en la recuperació, pel seu paper en l'origen dels problemes que hi ha en la base de la crisi de l'euro (Comissió Europea, 2016b).

Aquests dos elements són dues cares de la mateixa moneda: la pèrdua de la confiança internacional sobre Espanya el 2011-2012 va provocar una intensa sortida de capitals, i va ser la base del col·lapse de l'activitat que la va seguir. I aquesta pèrdua era el reflex d'uns nivells de deute intern i exterior que es percebien com a insostenibles.

Per això, entendre les raons de la modificació de la percepció de la solvència d'Espanya és imprescindible per avaluar la fortalesa i les perspectives de la recuperació. Això remet al paper de la consolidació

fiscal i a la política de reformes i, per tant, fins a quin punt les polítiques impulsades per la CE han retardat o impulsat el creixement. Una inevitable relectura del debat austeritat-expansió a Espanya.

El text s'estructura de la manera següent. Després d'una introducció que situa la recuperació, l'apartat segon resumeix el paper de les reformes internes i les correccions en alguns desequilibris en la modificació de les expectatives d'Espanya en l'euro. Hi cal afegir els canvis que hi ha hagut en l'exterior: nous mecanismes d'ajuda de la UE, actuació del BCE i altres aspectes (el preu del petroli, per exemple). Aquesta avaluació de les raons internes i externes de la recuperació defineix el marc dels desequilibris que encara hi ha, tant en els balanços del sector privat i del sector públic com amb l'exterior, que es tracta a l'apartat tercer. I vinculat a això, fins a quin punt la dinàmica de la balança exterior contribueix a reduir l'excessiu palanquejament amb la resta del món, que s'aborda a l'apartat quart. Unes conclusions finals, relatives a les necessitats de reorientació de la política econòmica del país, tanquen l'exposició.

1. De la segona recessió (2011-2013) a l'expansió (2014-2016): la transició de la demanda externa a la interna

Des de mitjan 2013, el canvi en les variables més rellevants de l'economia espanyola ha estat substancial. La recuperació s'ha consolidat i, després de la caiguda del PIB el 2011-2013 (mitjana del -1,8 %), aquest ja va avançar el 2014 (1,4 %), i el 2015 (3,2 %) va presentar l'increment més elevat des del 2007, que ha continuat en el primer trimestre del 2016 (3,4 %).

La modificació de les condicions de finançament exterior va ser la condició necessària per a aquest canvi. La reconducció de la crisi de balança de pagaments (de l'estiu del 2011 al del 2012) va normalitzar la situació i, a partir de la segona meitat del 2013, se'n van començar a notar els efectes positius: la prima de risc del deute públic a 10 anys va caure substancialment entre el 2012 i el 2015 (de 547 punts bàsics al juliol del 2012 a prop de 100 al gener del 2015). Recuperades les condicions de refinançament i de confiança interna i externa, tots els elements de la demanda interna s'han desplegat i han contribuït a la fase alcista del cicle actual.

Primer, la FBCF. Aquesta ha avançat, entre 2013/T2 i 2015/T4, a una taxa anual del 3,9 %, que reflecteix el fort augment en béns d'equip i, en menor mesura, en construcció, per la millora de l'efectuada per les ENF (6,4 %) i les AP (6,7 %), que van compensar la caiguda de la que van patir les llars (-8,3 %). En l'àmbit de les ENF, l'impuls de la seva inversió expressa, entre altres aspectes, l'augment en la utilització de la capacitat productiva (del 72,7 % de mitjana el 2012-2013 al 76,8 % el 2014-2015), un EBE en registres màxims dels últims 15 anys (42,9 % del seu VAB el 2015), la millora de les expectatives en la construcció i la indústria, la contracció de la càrrega per interessos (en el 7,5 % de l'EBE el 2014-2015, des del 10,1 % de 2013-2014), la recuperació dels nous fluxos de crèdit (augment del 10,0 % el 2015) i, finalment, la reducció de l'endeutament.

Segon, el consum privat. L'augment (2,5 % anual entre 2013/T2 i 2016/T1) reflecteix els impulsos alcistes de la renda disponible, la millora de les expectatives futures, l'augment de la riquesa i la recuperació del crèdit de les llars. En l'àmbit de la renda, la conjunció d'incrementos en ingressos i la contenció en despeses es va traduir en avenços de la RFBD ja el 2014 (0,9 %) i, més intensament, el 2015 (2,3 %), que contrasten amb les caigudes anteriors (-2,0 % de mitjana el 2011-2013). A això, cal afegir-hi el descens dels preus (-0,3 % el 2014-2015), de manera que la renda disponible familiar en termes reals va presentar increments tant el 2014 (1,04 %) com el 2015 (2,9 %), per primera vegada des del 2009.

L'avenç dels ingressos corrents de les famílies el 2014 (0,2 %) i el 2015 (1,2 %), els primers des del 2011, reflecteix la millora de pràcticament tots els seus components: increment de les rendes salarials el 2014 (0,9 %) i, especialment, el 2015 (3,9 %), de l'EBE dels empresaris individuals (2,4 % l'any que finalitza el 2016/T1) i, el 2015, de les transferències corrents. Únicament les rendes de la propietat van retrocedir el 2015 (-15,4 %). Per la seva banda, les despeses corrents també han contribuït a l'avenç de la RFBD, amb caigudes el 2014 (-1,6 %) i estabilitat el 2015 (0,0 %), empesos per la contracció dels costos financers (-34,9 % el 2015) i menor pressió fiscal directa (-0,6 % el 2015).

A més, la filtració interna de la millora de confiança exterior i l'augment de l'ocupació (1,1 milions de noves ocupacions entre 2014/T1 i 2016/T1) s'han traduït en un canvi substancial en les expectatives de les llars. Mesurades per l'indicador de confiança del consumidor de la CE, els seus saldos mitjans el 2014-2015 es van

situar en -4,3 %, molt més positius que els del 2012-2013 (-28,5 %) i, fins i tot, millors que la mitjana històrica 1986-2015 (-13,4 %).

Pel que fa al deute i a la riquesa familiar, també la seva dinàmica ha contribuït a l'expansió del consum. La riquesa financera neta (actius menys passius) va augmentar amb intensitat: mesurada respecte de la RFBD, va passar del 123,5 % el 2011 al 164,7 % el 2013, al 174,6 % el 2014 i al 178,8 % el 2015, registres que no es produïen des del 1999. Addicionalment, la immobiliària també s'ha vist empesa a l'alça pels primers avenços de preus de l'habitatge (0,3 % el 2014, 3,6 % el 2015 i 6,3 % anual en el primer trimestre del 2016). Finalment, també el crèdit a les llars, encara que el seu estoc total ha continuat reduint-se, s'ha començat a recuperar: el 2015/T4, el flux de nou crèdit va augmentar a 75,7 mm d'euros, un 31,4 % per sobre del concedit a l'estiu del 2013.

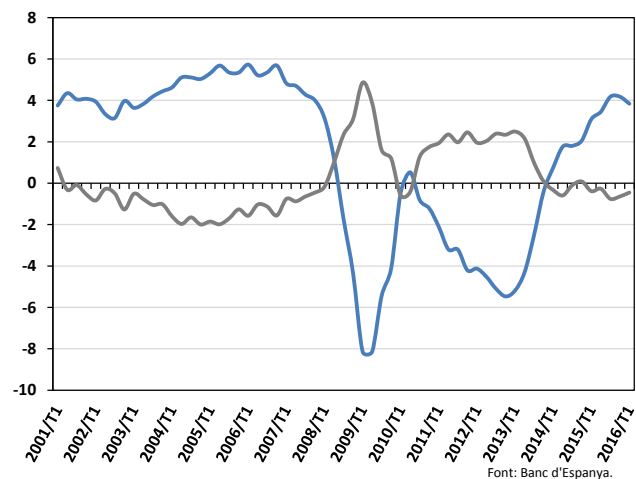
Atesos el creixement de renda, riquesa i crèdit i la millora de les expectatives, l'elevada elasticitat-renda del consum (Arce *et al.*, 2013) es va començar a traslladar a la demanda de béns duradors ja el 2014, incrementant inicialment un consum que s'havia estancat en la crisi, i que ha continuat el 2015 (González i Urtasun, 2015). A això, s'hi ha afegit el de béns no duradors, de manera que el consum privat en termes reals es va incrementar ja el 2014 (1,2 %) i va accelerar el seu avenç el 2015 (3,1 %), i ha accentuat més l'augment en el primer trimestre del 2016 (3,7 % anual).

Pel que fa referència al sector públic, i després d'un acord menys exigent amb la CE sobre el perfil de la consolidació fiscal (2013), la seva renda disponible va millorar per la recuperació d'ingressos impositius (7,6 % acumulat entre el 2013 i el 2015) i cotitzacions socials (3,2 %), i la contenció de costos financers. D'aquesta manera, la renda va avançar tant el 2014 (3,0 %) com el 2015 (8,4 %), encara que no n'hi va haver prou amb aquest increment per finançar el creixement de transferències (-0,1 % i 1,0 %, el 2014 i el 2015) i del consum final de les AP (0,0 % el 2014 i 3,1 % el 2015), impulsat, en part, pel procés electoral, la qual cosa es va traduir en un continuat desestalvi públic (-3,1 % de mitjana 2014-2015 del PIB). El més preocupant d'aquest registre és que ha tingut lloc en un context financer extraordinàriament favorable: el tipus mitjà d'interès del deute de les AP (ràtio entre interessos –usos– i passius exigibles de les AP; Comptes financers del Banc d'Espanya) s'ha contret del 2,9 % (2012) al 2,4 % (2015), amb la qual cosa el pagament per interessos es va

situar, malgrat el volum de deute, en un moderat 3,1 % del PIB el 2015. Per la seva banda, la FBCF de les AP va augmentar el 2015 un elevat 21,3 %, que reflecteix també l'impacte de processos electorals.

D'aquesta manera, la demanda interna va passar de restar creixement al PIB (prop de -2,8 punts de mitjana el 2008-2013) a contribuir al seu avenç el 2014 (1,6 punts) i, particularment, el 2015 (3,6 punts), un registre que ha augmentat en el primer trimestre del 2016 (3,8 punts). En canvi, el balanç de la recuperació és menys positiu per a la demanda neta exterior (gràfic 1). La millora exportadora 2014-2015 (avenç real mitjà de les exportacions de béns del 4,7 % i del 6,5 % en serveis) va ser contrarestada per la notable recuperació de les importacions, tant el 2014 (increment real del 6,7 % i 4,5 % per a béns i serveis) com, especialment, el 2015 (un 7,4 % i un 8,1 % real per a béns i serveis). D'aquesta manera, a mesura que el cicle ha agafat embranzida, l'aportació de la demanda neta exterior ha canviat de signe, i ha passat d'afegir 2,3 punts al canvi en el PIB l'any que va finalitzar el 2013/T2, a restar -0,4 punts l'any que va finalitzar en el primer trimestre del 2016.

Gràfic 1. Demanda interna i demanda neta exterior, 2001-2015
(punts percentuals d'aportació al PIB real)



2. Bases internes i externes de la recuperació: ajustos, reformes i l'actuació del BCE

Un balanç de les forteses i febleses de la recuperació exigeix una avaluació precisa de les raons que van precipitar la segona crisi del 2011-2013. No hi ha consens sobre els factors que van conduir a la segona recessió, encara que l'opinió dominant destaca els efectes contractius de les reformes i de l'ajust pressupostari com els últims responsables. No és

aquesta la visió que aquí es postula. Primer, perquè la consolidació fiscal a Espanya ha estat moderada: el deute públic ha augmentat del 35 % al 100 % del PIB entre el 2007 i el 2015. Segon, perquè sigui quin sigui l'inqüestionable efecte contractiu d'aquestes polítiques, s'haurien d'avaluar en relació amb l'inevitable col·lapse de la despesa generada pel despallanquejament del sector privat (Cuerpo *et al.*, 2013; FMI, 2015a; Banc d'Espanya, 2015a): una extraordinària punció de la demanda interna provocada pels més de 22 punts de reducció de despesa privada (des d'una necessitat de finançament del -10 % del PIB el 2007 a uns recursos financers excedentaris propers al 12 % el 2012). Tercer, perquè els impactes negatius sobre l'activitat cal valorar-los respecte de la seva contribució a la recuperació de la confiança internacional sobre Espanya. I, finalment, també sobre els efectes en els canvis operats en la política del BCE i les reformes de la UE.

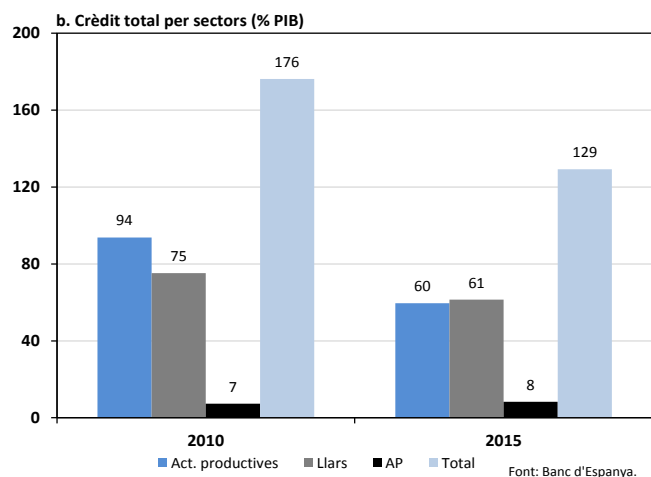
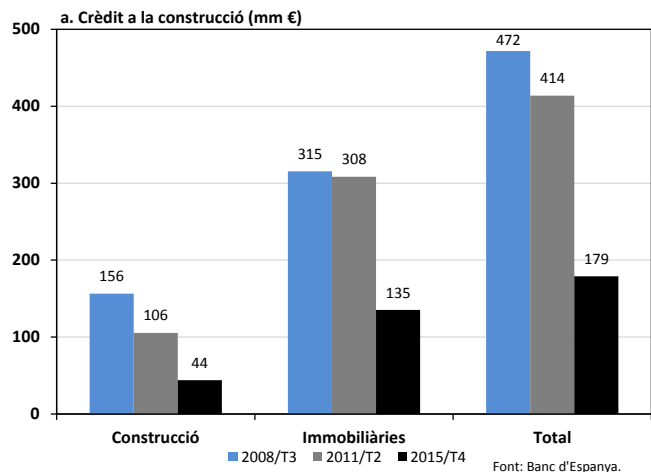
2.1. Una narrativa de la crisi i la recuperació: el paper cardinal de la confiança exterior

És inqüestionable que les polítiques d'ajust han tingut conseqüències recessives. Ho ha destacat l'FMI, tant en l'àmbit de les reformes estructurals (FMI, 2015c; Comissió Europea, 2016b) com en el de la consolidació fiscal (FMI, 2015b). Però aquesta valoració general perd rellevància en el cas específic espanyol, especialment si no es tenen en compte les causes de la crisi a Espanya a partir de l'estiu del 2011 (Milesi-Ferretti i Tille, 2011; Merler i Pisani-Ferri, 2012; Sinn, 2012; Sinn, 2014; Eichengreen, 2015). Perquè cal recordar que, en els últims mesos del 2010 i els primers del 2011, l'economia espanyola, a l'emparrà de l'expansió fiscal i monetària, havia absorbit part del xoc post-Lehman Brothers, amb un PIB que ja creixia a finals del 2010 (0,5 % anual), al mateix temps que la contracció de l'ocupació s'havia contingut substancialment l'estiu del 2011 (-0,7 % anual) i, en particular, l'ocupació assalariada temporal augmentava (2,2 %).

El col·lapse de l'activitat a partir mitjan 2011 reflecteix l'impacte de la crisi de confiança sobre el futur d'Espanya en l'euro, desencadenada per la impossibilitat de frenar el desequilibri de les finances públiques i, amb això, de recuperar marge de maniobra per a l'ajust del sector financer, molt exposat a la creixent deterioració del crèdit vinculat al boom immobiliari (gràfic 2). L'estiu del 2011, el 57,2 % dels 1,8 bilions de crèdit viu corresponien a activitats productives vinculades al sector immobiliari i de la

construcció o a finançament hipotecari de les llars, una xifra que amb prou feines s'havia reduït respecte dels valors inicials de la crisi (a la fi del 2008 el crèdit total a la construcció aportava el 60,2 % de l'estoc de crèdit privat).

Gràfic 2. Crèdit privat a Espanya 2008-2015. Detall per subsectors



En aquesta narrativa, la incertesa generada per la possibilitat que Espanya abandonés l'euro, i els seus efectes sobre el finançament exterior i interior i les expectatives de despesa dels agents, són l'origen del col·lapse de l'activitat i de l'ocupació que es va operar en la segona recessió (King, 2016). El seu origen immediat va ser la nova crisi de Grècia i, en particular, la decisió alemanya d'imposar un sever *hair-cut* als tenidors de deute grec (juny del 2011), la qual cosa es va traduir en una notable i brusca sortida neta de fons d'Espanya (prop de 380 mm d'euros fins a finals del 2012), amb el seu corol·lari d'ascens de les primes de risc i dificultats de refinançament, especialment per al sector financer. Aquest procés va generar un sever xoc sobre un país amb un deute net internacional molt elevat i uns passius exteriors exigibles que necessitaven

prop de 300 mm/any per refinançar-los (Baldwin *et al.*, 2015).

Quins eren els ajustos necessaris per recuperar la confiança i restablir el flux d'entrades de capital? En primer lloc, el financer, que exigia la neteja de balanços bancaris i la reestructuració i reducció de la grandària del sector, condicions indispensables per contenir les elevades taxes d'interès, reconduir el fort increment de la morositat i reduir les dificultats de finançament exterior del sector. Aquestes van ser tan agudes que van portar el BCE a adoptar les LTRO (*Long Term Refinancing Operations*) al desembre de 2011 i febrer de 2012, amb prop d'un bilió d'euros de crèdit nou, del qual el sector financer espanyol va ser el gran beneficiari (amb un 77 % del crèdit viu del BCE al sector bancari de l'eurozona al febrer del 2012).

En segon lloc, la disminució dels desajustos de les finances públiques. Per aturar el dèficit, reducció de subvencions en l'impost de societats, augment de l'IVA i de l'IRPF, congelació i reducció de plantilles i retallades de determinades despeses; a mitjà i a llarg termini, segona reforma de pensions. En tercer lloc, contenció salarial i augment de la flexibilitat del mercat de treball, fruit tant de les reformes laborals com del col·lapse de l'ocupació i l'augment de l'atur. Finalment, altres reformes de menys envergadura (desindexació de contractes públics i nou règim de *defaults*, per exemple).

A curt termini, la reforma financera, l'estabilització del dèficit i la reforma laboral van tenir efectes contractius, de forma directa o indirecta, en augmentar la incertesa de les llars i les empreses. No obstant això, posar-les en marxa era una condició necessària per recobrar la confiança exterior i afavorir el refinançament del deute i, amb això, recuperar el dels agents residents, imprescindible per al creixement de la demanda interna.

Però en el context d'enfonsament de la confiança internacional sobre Espanya i la consegüent evasió de capitals, el més important era restaurar el finançament exterior. Per això, assentar les bases de l'avenç del crèdit i l'activitat obligava a accelerar l'ajust en els balanços del sector financer i en la contenció de l'explosió del deute públic, que exigia la caiguda dels costos de finançament i l'entrada de capitals al país. Finalment, la millora de la confiança també era una precondition per al creixement del PIB, no solament pels seus efectes exteriors sinó perquè l'elevat grau

d'endeutament dels sectors interns presentava riscos creixents, la qual cosa contribuïa a posposar decisions de despesa, fet que agreujava la recessió.

Per tant, si no hi hagués intervingut la recuperació de la confiança en la segona meitat del 2012, que es va traduir en la reducció de les tensions de finançament de la banca, l'horitzó que es dibuixava per al futur era crític. Les condicions internes per a la recuperació exigien, doncs, l'ajust que va tenir lloc el 2012-2013, i que enllaçava amb les mesures adoptades el 2010-2011. Des d'aquest punt de vista, el debat austeritat-expansió era, en el cas espanyol i en plena segona recessió, una disjuntiva teòrica intel·lectualment, però inexistent a la pràctica.

2.2. La connexió exterior de les reformes internes, el MEDE i el nou paper del BCE

Un aspecte no quantificable de les reformes estructurals i de l'ajust fiscal, però no menys important, va ser l'impacte que van tenir en les decisions adoptades per les institucions europees. La dura posició alemanya sobre el MEDE (Mecanisme Europeu d'Estabilitat), i la seva oposició a ampliar facilitats de crèdit del BCE, suggereix que, sense les reformes que es van posar en marxa a Espanya, el decisiu suport financer del MEDE i del BCE al sector bancari espanyol hagués estat, en el millor dels casos, molt més complex i difícil. És cert que aquestes mesures han tingut impacte sobre altres països, però la grandària i els desequilibris d'Espanya no es poden ignorar a l'hora d'avaluar les raons de posar-les en marxa.

En tot cas, una vegada decidida l'articulació de mesures de suport i d'estímul a l'activitat per a l'eurozona, Espanya se n'ha beneficiat de forma particular, perquè la intervenció del BCE està a la base de la caiguda de les primes de risc i perquè la depreciació de l'euro ha impulsat les exportacions. Per això, si bé les reformes i una certa consolidació fiscal van ser la condició necessària per a la recuperació, les condicions definitives van venir de l'exterior.

L'eix d'aquest impuls potent va ser el creixent activisme del BCE, a mesura que la fragmentació financera de l'àrea es feia més evident. Després del rescat bancari d'Espanya (juliol del 2012), el BCE va aprovar al setembre les OMT (*Outright Monetary Transactions*), que marquen el final dels problemes d'Espanya i de la crisi de l'euro més general. Sobre aquesta xarxa de seguretat, les mesures marcadament expansives

adoptades entre el 2013 i el 2016 han contribuït a reduir els costos de refinançament extern i intern, i a reforçar i ampliar el paraigua protector del BCE sobre Espanya.

Així, el 2013, el BCE va reduir el tipus ordinari de finançament al 0,5 % (maig); va adoptar la *forward guidance* (juliol) i va posar en marxa noves subhastes il·limitades a tipus fix (fins al juliol del 2014); va intentar reactivar el mercat d'ABS (*asset-backed security*) (juliol/setembre); va acordar operacions de préstecs d'emergència (línies *swap*) amb la Fed (octubre); i (novembre) va tornar a reduir els tipus d'interès al 0,25 % i va estendre la *forward guidance* (fins a l'estiu del 2015). El 2014, va continuar aquesta tònica expansiva. Al juny, i amb l'objectiu d'augmentar el balanç del BCE fins al nivell de principis del 2012, es va aprovar el programa TLTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operations*), es van llançar noves operacions de compra de *covered bonds* i es va tornar a reduir el tipus d'interès (al 0,15 %), alhora que l'interès de la facilitat de dipòsit queia, per primera vegada en la història, per sota de zero (al -0,10 % des del 0,0 % del 2012). Al setembre, nova reducció del tipus ordinari de finançament (al 0,05 %) i del de la facilitat de dipòsit (al -0,20 %), i inici de les subhastes de TLTRO, que van tenir poc èxit encara que la banca espanyola va absorbir una part important dels fons.

El 2015, amb aquesta via tacada per canalitzar recursos al crèdit privat i amb una tendència preocupant dels preus, el BCE va adoptar la política d'expansió monetària (QE, *quantitative easing*), inicialment amb el compromís de comprar 60 mm d'euros/mes de deute públic de governs i institucions europees. La QE va rebre un nou impuls al desembre, i va allargar la intervenció fins al març del 2017 i amb el compromís que es continuarien reinjectant les amortitzacions de deute públic, al mateix temps que es reforçava la penalització de la facilitat de dipòsit (al -0,30 %). Finalment, al març del 2016 es va ampliar el volum de deute per adquirir (a 80 mm d'euros/mes), se'n va estendre la compra a títols privats, es va anunciar la posada en marxa, a partir de l'estiu, de quatre noves subhastes de TLTRO i es van reduir novament tant el tipus de finançament ordinari (al 0,0 %) com el de la facilitat de dipòsits (al -0,4 %).

Les conseqüències d'aquesta política, encara que modestes pel que fa a l'expansió del crèdit, van ser notables per als tipus d'interès i de canvi. Així, a principis del 2016 el tresor espanyol ja havia emès lletres, fins a 9 mesos, a tipus negatius, i se sumava a la

creixent oferta de deute a molt llarg termini (a 50 anys al 3,5 % d'interès), mentre que l'oferta a 10 anys s'emetia, a l'abril del 2016, a un reduït 1,5 %. A més, l'actuació del BCE va comportar una forta depreciació de l'euro (de prop d'1,40 dòlars/euro al maig del 2014 a 1,08 a principis del 2016).

Al costat de la intervenció del BCE, la superació de la crisi de l'euro va exigir canvis substancials en la governança de la Unió, amb l'aprovació del MEDE i el *Fiscal Compact* el 2012 (primavera) i, especialment, l'inici de la unió bancària (juny). També han contribuït a l'estabilitat financera d'Espanya la finalització del programa de rescat financer (gener del 2014) i la posada en marxa de la unió bancària (novembre del 2014) i els seus antecedents (*Asset Quality Review* i test d'estrès), que van confirmar que el rescat financer espanyol havia fructificat.

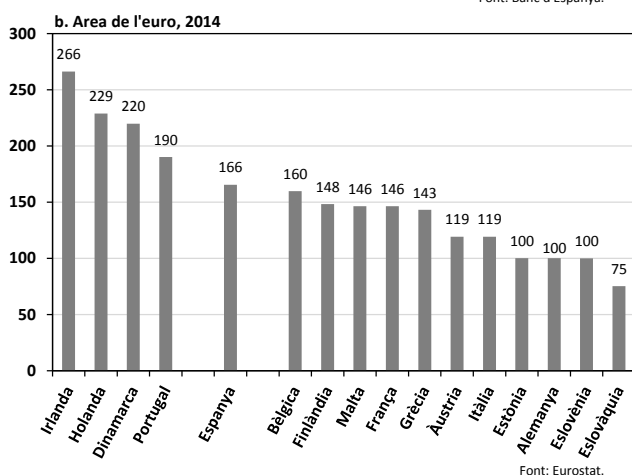
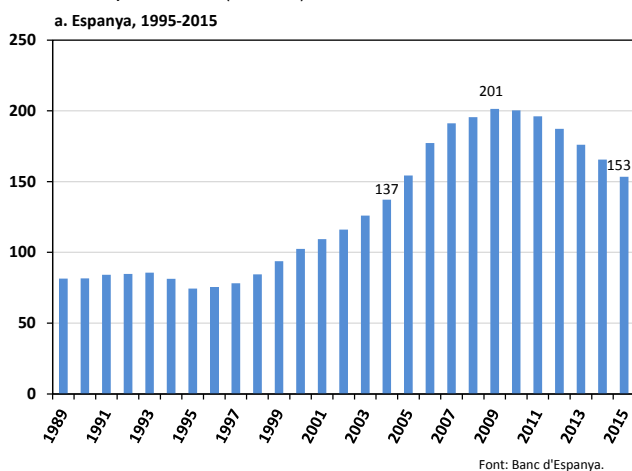
La combinació d'aquest nou marc regulatori, els primers passos del sistema únic de resolució (gener de 2016) i l'activisme creixent del BCE han assentat les bases de la tranquil·litat financera de l'eurozona, especialment perceptible en els diferents episodis de crisi financera del 2015 i 2016. Així, malgrat les tensions gregues de la primera meitat del 2015, les primes de risc del deute espanyol es van mantenir relativament estables (en els 120 punts), fins que van esclatar els problemes provocats per la Xina a l'agost del 2015, i, especialment, en la nova fase de turbulències dels mercats financers al desembre del 2015 - febrer del 2016, quan va aconseguir els 150 punts bàsics, per ressituar-se, al llarg de març/abril, entorn dels 130/120 punts i aconseguir valors per sobre de 160 amb la crisi del Brexit del juny i l'impacte sobre la banca espanyola i, especialment, italiana.

En definitiva, els canvis en la política del BCE, les modificacions en els mecanismes de salvaguarda de la UE, la caiguda del preu del cru (Banc d'Espanya, 2015d), les reformes internes (especialment, la del sector financer), la reducció de l'endeutament privat i del sector financer i, finalment, un context exterior favorable, permeten veure les condicions excepcionals que han fet possible el desplegament de la despesa dels diferents components de la demanda interna a partir de mitjan 2013.

3. Reducció de l'endeutament privat i substitució pel públic: més deute el 2016 que el 2007

Des de l'inici de la recuperació a la segona meitat del 2013, l'endeutament dels sectors residents ha fet més evidents tendències presents des del 2011: reducció del palanquejament del sector privat (financer i no financer), tant a l'interior com en relació amb l'exterior, augment de l'endeutament públic i, com a resultat, més endeutament el 2016 que el 2007. A continuació es resumeixen aquests aspectes per als agents residents no financers.

Gràfic 3. Deute privat consolidat a Espanya i a alguns països de l'àrea euro, 1995-2015 (% del PIB)



Per al sector privat (llars i ENF, excloses, per a aquestes segones, participacions de capital o fons d'inversió), els més de dos anys de recuperació han significat una reducció substancial del palanquejament, tant si es mesura en termes consolidats com sense consolidar. En aquest últim cas, encara que els ritmes de reducció dels valors absoluts s'han moderat (-3,6 % anual del 2013/T2 al 2015/T4 enfront del -4,2 % del 2010/T2 al 2013/T2),

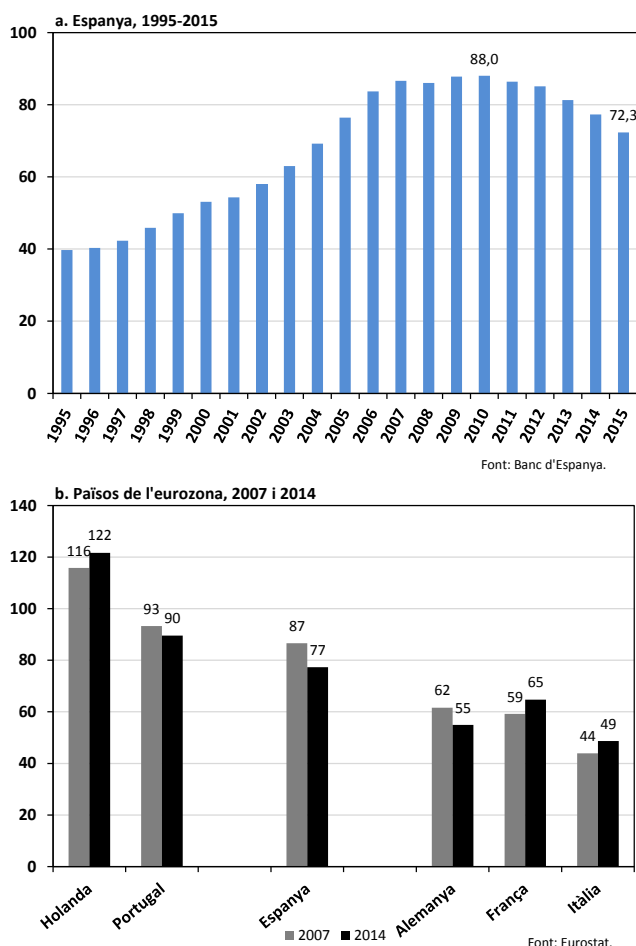
en relació amb el PIB, el desendeutament s'ha accentuat en la recuperació (Comissió Europea, 2015b): la seva notable caiguda s'apropa als 50 punts del PIB respecte del màxim històric del 2010/T2 (269,6 %), fins a situar-se en el 215,8 % del PIB de finals del 2015. Així, la disminució anual d'aquesta ràtio (-8 punts/any del PIB entre 2010/T2 i 2013/T2) s'ha accelerat el 2014 (10 punts) i, particularment, el 2015 (15 punts).

En termes consolidats de cada sector, el procés és similar: ha caigut des del 200 % al 176 % del PIB entre el 2010 i el 2013 (CE, 201), i al 153 % del 2015, una reducció propera també als 50 punts del PIB, amb idèntica acceleració de la reducció en la recuperació (gràfic 3). Per la diferent naturalesa dels passius de llars i ENF, una visió més precisa de la dinàmica del deute privat exigeix desagregar el comportament de tots dos sectors.

En l'àmbit familiar, i encara que hi hagi diferències importants entre llars, l'element distintiu de la dinàmica del deute és la important reducció des dels 960 mm d'euros del 2008 als 782 mm del 2015. Això reflecteix l'efecte d'un conjunt de factors, de dinàmiques oposades: augments nominals de la renda (PIB o RFBD), pèrdues reconegudes pel sector financer, amortitzacions i recuperació suau del nou crèdit entre el 2013 i el 2015 (47,7 %, des dels 51,2 mm d'euros del 2013 als 75,7 mm del 2015). El despalanquejament ha començat a notar els efectes de l'augment del PIB nominal, amb què el ritme de caiguda anual s'ha accelerat substancialment el 2013-2015 (taxa anual del -5,7 %, 9 punts de reducció acumulada), més del doble del -2,6 % operat entre el 2010 i el 2013 (-6,7 punts del PIB). El resultat final ha estat la notable caiguda del deute: del 81,3 % del PIB el 2013/T4 al 72,3 % el 2015/T4. No obstant això, el 2014 (última informació disponible), el 77,3 % de deute/PIB de les llars espanyoles superava en 13 punts del PIB la mitjana de l'eurozona (64,4 %) i solament era menor que la d'Holanda, Portugal i Irlanda (gràfic 4). De fet, dels 18 membres de la unió monetària, solament Xipre, els Països Baixos, Irlanda i Portugal (amb 148,4 %, 121,7 %, 89,2 % i 89,0 % el 2014, respectivament) tenen nivells de deute familiar més elevats que els d'Espanya. I respecte dels tres grans de l'eurozona, superava àmpliament el deute de les llars franceses (64,7 %), alemanyes (54,9 %) o italianes (48,7 %). Per això, no és estrany que la CE (2015a) continués situant la posició financera de les llars espanyoles entre les més fràgils de l'eurozona, una fragilitat accentuada per la prevalença de tipus d'interès variables (Ampudia *et al.*, 2014) i

volums elevats de desocupació. La mateixa acceleració en la contracció emergeix si el denominador de la ràtio de deute és la renda familiar, encara que en aquest cas la contracció és més important: -5,0 % anual entre 2013/T4 - 2015/T4 (-12,2 punts de RFB, fins al 113,6 %) enfront del -3,1 % del 2010/T4 - 2013/T4 (-12,4 punts, fins al 125,8 %).

Gràfic 4. Passius no consolidats de les llars a Espanya i alguns països de l'àrea euro, 1995-2015 (% del PIB)



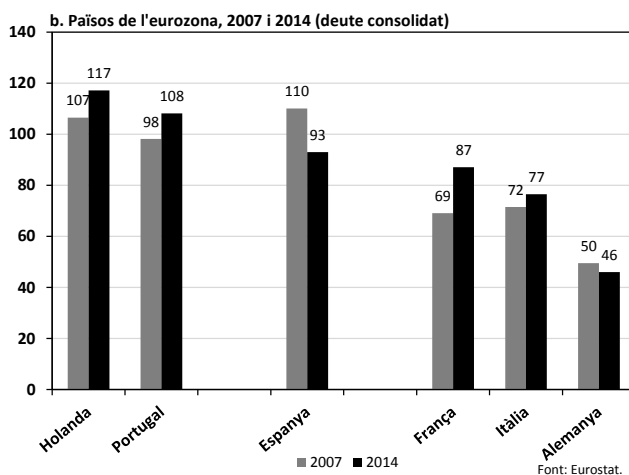
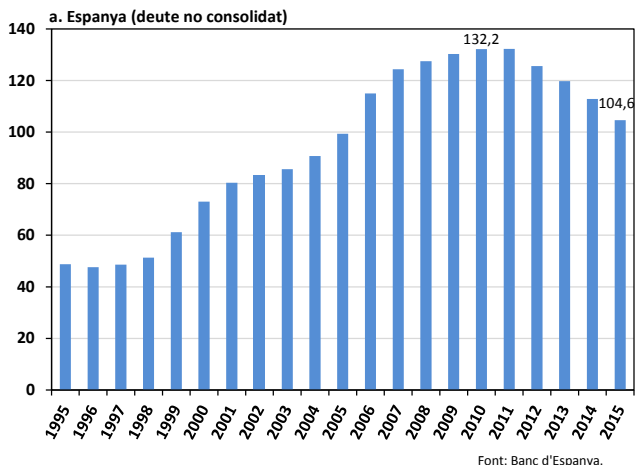
Si de la capacitat per fer front als pagaments es passa a mesures de solvència del sector, els resultats són més positius. Això reflecteix, juntament amb l'avenç nominal del PIB i la RFB, el moviment contrari de l'endeutament i dels preus dels actius financers. Així, l'indicador deute / actius financers no ha deixat de caure des del 49,6 % del 2007: 43,3 % el 2013 i 38,8 % a finals del 2015, un registre similar ja al del 2002. Per la seva banda, les ràtios de riquesa neta / RFB (financera o total) ofereixen resultats similars: el de riquesa financera neta / RFB s'ha situat en un elevat 178,8 % el 2015/T4, un valor molt semblat al del 1999 (un 182 %). Inclosa la riquesa immobiliària, i atès que l'augment ha estat superior al de la financera, el 791,1 % de la ràtio riquesa neta total / RFB de finals

del 2013 ha augmentat fins al 820,1 %, i ha recuperat valors similars als del 2011.

Amb aquesta dinàmica, fins on hauria de retrocedir el deute familiar? L'avaluació de les necessitats de reducció exigeix definir valors d'equilibri, que estan afectats per les perspectives de creixement del PIB potencial, que diferents estimacions situen en valors propers a 1-1,5 % (per al 2013-2030, la CE el situa en una mitjana de l'1,2 % (Comissió Europea, 2015d), el Banc d'Espanya (2015d) en l'1,5 %, Cuadrado i Moral-Benito (2016), entorn de l'1 % fins al 2020, i l'FMI (2015d), en l'1,1 % de mitjana 2015-2020). A aquest avenç menor cal afegir-li unes expectatives d'inflació que, per als propers anys, són molt contingudes. Amb aquestes consideracions, i si s'adopta el nivell de deute abans del boom (52,4 % del PIB de mitjana el 1999-2001), el 72,3 % de finals de 2015 exigiria reduir-lo encara uns 20 punts addicionals. En canvi, en relació amb la ràtio riquesa financera neta / RFB, el seu valor el 2015 (178,8 % de la RFB) se situava per sobre dels anys 1999-2001 (164,1 %); i el mateix succeeix si l'índex de referència utilitzat és la riquesa neta total / RFB, atès que el seu valor el 2015 (820,3 % de la renda) era ja superior als registres mitjans de 1999-2001 (645 %).

Igual que per a les famílies, i encara que aquí solament se'n fa un balanç agregat, les diferències dins de les ENF són importants, amb situacions molt diferents segons la tipologia d'empresa (Maudos *et al.*, 2016). Però per al conjunt del sector, destaca també la notable reducció del deute exigible (és a dir, valors representatius de deute, préstecs, sistemes d'assegurances i pensions, i crèdits comercials i bestretes), des dels 2,0 bilions d'euros de finals del 2008 als 1,55 bilions de l'últim trimestre del 2015 (gràfic 5), amb reduccions absolutes intenses fins al 2013 per les proporcions de sanejament de l'endeutament de la construcció i immobiliàries (Menéndez i Méndez, 2013), un procés en el qual va tenir un paper essencial la reestructuració del sector financer i la creació de Sareb. Així, mentre que el 2009/T1, màxim històric del crèdit al sector productiu, el que va absorbir la construcció i el sector immobiliari va aconseguir el 42,2 % del PIB, el 2013 s'havia reduït al 23,0 %, i, a finals del 2015, s'havia contret fins a un modest 16,6 % del PIB, una xifra similar a la del 2002-2003. En relació amb la renda de les ENF (PIB, VAB o EBE), el despallanquejament s'ha accelerat els dos últims anys. Respecte del PIB, la reducció de la ràtio en la recuperació 2013/T4 - 2015/T4 (del -5,0 % anual, -15,6 punts percentuals del PIB en total) ha estat superior a la de la crisi anterior, de manera que, en

Gràfic 5. Deute no consolidat de les ENF espanyoles i alguns països de l'àrea euro, 1995-2015 (% del PIB)



l'últim trimestre del 2015, el deute se situava en el 140 % del PIB. La contracció de l'endeutament ha tingut lloc malgrat l'augment dels nous fluxos de crèdit. Això reflecteix les diferències entre els mecanismes de despallejament en la crisi (fins al 2013) i en la recuperació (fins al 2016). Mentre que en la recessió el factor bàsic va ser el d'amortitzacions o el reconeixement de pèrdues, en la recuperació ha estat l'augment de la renda (l'EBE va créixer un 4,3 % entre el 2013 i el 2015, davant d'un descens de l'estoc de deute del -5,4 %), la qual cosa ha permès augmentar el crèdit citat mentre que la ràtio deute/EBE s'ha contret. Si la referència és el deute de les ENF en l'eurozona, el 2014, les espanyoles mostraven menys palanquejament que les de Luxemburg, Xipre, Irlanda (179,6 %), Holanda (117,3 %), Portugal (108,3 %) i Bèlgica (101,7 %), encara que la seva posició era pitjor respecte dels tres grans, i superava les empreses franceses (87,1 %), les italianes (76,5 %) i, sobretot, les alemanyes (46 %). D'aquesta manera, si es prengués com a referència la mitjana d'aquests tres països, Espanya encara necessitava, el

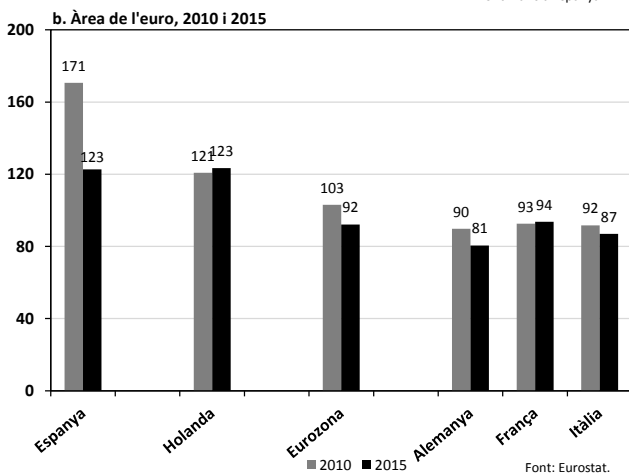
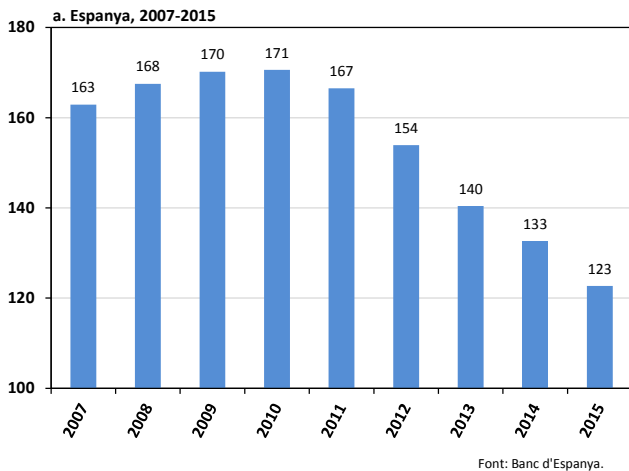
2014, una reducció del deute de les ENF entorn dels 23 punts del PIB (malgrat la correcció, la CE (2014c) considerava que, encara a la fi del 2013, l'endeutament de les ENF era excessiu, en relació amb els seus actius o amb la seva capacitat de repagament). Amb mesures de solvència, el resultat també és més positiu: l'indicador passius exigibles / actius financers no ha deixat de caure des de l'inici de la crisi (del 88,1 % al 81,1 % entre el 2007 i el 2013) i s'ha situat en el 73,6 % a la fi del 2015, un registre que no es donava des que hi ha dades homogènies (finals del 1994).

Segons aquesta millora, i de la seva accentuació els dos últims anys, fins on hauria de retrocedir el deute de les ENF? Si com a referència s'adopta el nivell abans del boom (121,8 % del PIB de mitjana el 1999-2001), el valor de finals del 2015 (143,5 %) se situava encara uns 22 punts del PIB per sobre. En canvi, la ràtio deute exigible / EBE el 2015 (un 628,2 %) ja era inferior a la del 1999-2001 (680,5 %). I passa el mateix si l'índex de referència és la ràtio deute exigible / actius financers: el 73,6 % del 2015 era menor al de la mitjana 1999-2001 (79,3 %) (Cuerpo *et al.*, 2013 obtenien, per a finals del 2013, un reducció necessària d'uns 20 punts del PIB utilitzant la mètrica d'Arrow *et al.*, 2004).

Agregant llars i ENF, i en termes consolidats per a cada sector, quin és el camí que s'ha de recórrer? El 2014, el volum mitjà de deute de les ENF i llars a l'àrea de l'euro era del 142,8 % del PIB, uns 27 punts inferior al d'Espanya, encara que aquest registre és pitjor si es prenen com a referència Alemanya (100,9 % del PIB) o Itàlia (125,2 %), encara que França presenta valors superiors (151,8 %). Segons aquesta mètrica, el sector privat encara necessitava, a finals del 2014, reduir el pes del seu deute en uns 30 punts del PIB (Comissió Europea, 2014a). El 2015, les necessitats de despallejament, atesa la dinàmica de la reducció del deute i l'augment del PIB, s'han reduït. Aquestes són més elevades si es pren com a objectiu el deute existent al principi de l'expansió: el 170,3 % de deute privat (suma sense consolidar dels valors (consolidats) de llars i ENF) del 2014 supera en uns 60 punts del PIB el 110,6 % de l'any 2000. Una altra manera d'avaluar les necessitats de reducció del deute del sector privat no financer és segons el seu crèdit viu: a finals del 2015, representava encara el 13 % del total del que es concedia a l'àrea de l'euro, per sobre del 10,4 % que aporta el PIB espanyol, la qual cosa suggeriria un excés teòric de crèdit de 253 mm d'euros, uns 23 punts del PIB que, atès que no es consideren altres formes de deute del sector ENF, aquest volum teòric de

despalanquejament hauria de considerar-se el límit inferior (gràfic 6).

Gràfic 6. Crèdit al sector privat a Espanya i alguns països de l'eurozona, 2007-2015

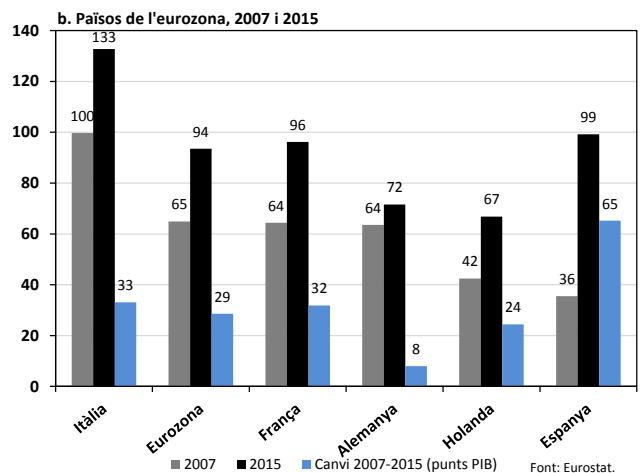
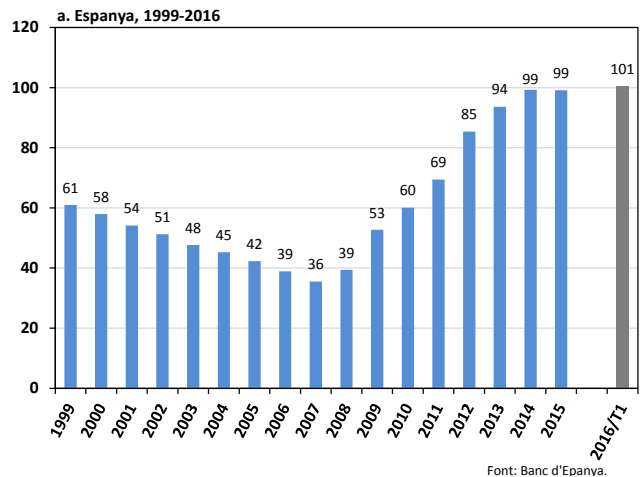


Finalment, i pel que fa al sector públic, malgrat la millora el 2014 i 2015, Espanya no ha estat capaç de complir la revisió dels objectius de dèficit acordats el 2013. D'aquesta manera, des de l'inici de la recuperació el 2013, el deute públic ha augmentat 7,1 punts del PIB, fins a situar-se en el 100,5 % en el primer trimestre del 2016 (gràfic 7). Què cal esperar de la seva dinàmica? Les previsions de la CE (Comissió Europea, 2015d) situen el seu màxim entorn del 105 % del PIB el 2017-2018 i, posteriorment, s'hauria de reduir suaument, encara que la caiguda cap a valors acceptables és dilatada: el 2025, encara s'aconseguiria entre el 90 % i el 100 % del PIB, en funció dels diferents escenaris de creixement i de tipus d'interès.

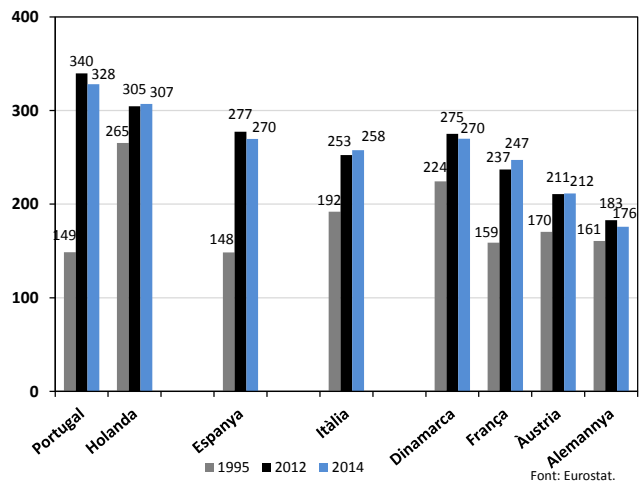
En suma, el deute dels sectors no financers (llars, ENF i AP) era, a la fi del 2015, més elevat que el que hi havia al final de l'expansió: un total del 232 % del PIB (definició de deute del MIP) el 2007, comparat amb el 265,2 % del 2015. Perquè si la veritat és que el sector privat no financer l'ha reduït (-32,3 punts del PIB des

del 2007), també ho és que el sector públic l'ha augmentat (65,2 punts), i se n'ha modificat dràsticament la composició (Comissió Europea, 2016d). No obstant això, i atès que el màxim del deute privat es va aconseguir el 2010, si la comparació es fa des de llavors el palanquejament total (sector privat no financer i sector públic) no s'ha alterat: 264 % del PIB el 2010 davant del 265 % del 2015 (gràfic 8).

Gràfic 7. Deute públic a Espanya i alguns països de l'àrea euro, 1995-2015 (% del PIB i canvi en punts del PIB)



Gràfic 8. Deute total dels sectors no financers (privat i AP) a Espanya i alguns països de l'àrea euro, 1995-2014 (% del PIB)



4. Deute exterior i saldo amb la resta del món: els canvis en la recuperació

La dinàmica de l'endeutament exterior és funció tant del canvi en el PIB com de les modificacions en el deute, que depenen, alhora, dels canvis en el saldo amb la resta del món. En la recuperació hi ha hagut modificacions en tots dos elements. En l'àmbit del PIB, hi han aparegut avenços substancials; en el de l'endeutament net, Espanya ha presentat des del 2013 excedents per compte corrent. Malgrat les dues dinàmiques positives, el deute net s'ha reduït poc. Al mateix temps, entre la crisi 2008-2013 i la recuperació 2013-2016 ha sorgit, una altra vegada, el tradicional protagonisme de la demanda interna, restant avenços del PIB per primera vegada des de l'inici de la crisi. Aquesta modificació no reflecteix una reducció de les exportacions ni una penetració inferior en el mercat mundial. Expressa, fonamentalment, l'avenç del ritme importador. La moderació en el saldo per compte corrent, i el fet que algunes de les seves balances (energia, rendes primàries) depenguin d'elements excepcionals, fora del nostre control, obliga a qüestionar-se sobre el futur del saldo exterior. Per això, a continuació s'analitza, en primer lloc, la dinàmica i les raons que l'expliquen i, a continuació, la traducció en el canvi en l'endeutament exterior del país.

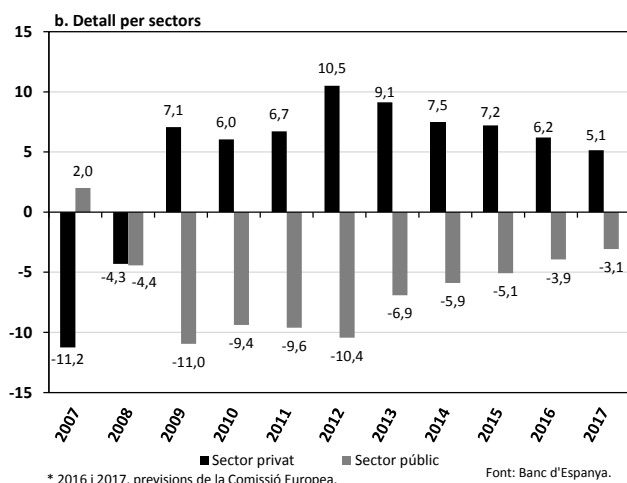
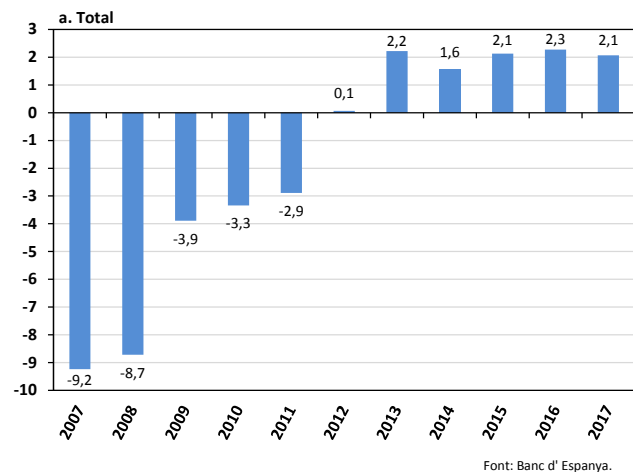
4.1. Millora del saldo exterior: conjuntural o estructural?

Entre el 2007 i el 2013, el saldo molt negatiu de la balança corrent (-9,6 % del PIB 2007) es va corregir de forma radical, encara que, una vegada aconseguits valors positius i en el context de la recuperació de la demanda interna, la seva progressió s'ha frenat sobtadament: 1,5 % del PIB el 2013, un 1,0 % el 2014 i 1,4 % el 2015. En termes de capacitat/necessitat de finançament, la dinàmica ha estat una mica més positiva (gràfic 9): la notable necessitat del 2007 (-9,2 %) ha donat pas a capacitats de finançament exterior el 2013 (2,2 %), 2014 (1,6 %) i 2015 (2,1 %), ja que el saldo de la balança financera (bàsicament, transferències de capital procedents de la UE) s'ha mantingut, des de l'inici de la crisi, en registres propers al 0,5 % del PIB.

Així doncs, des del 2013 Espanya ha presentat un dels seus atípics períodes de superàvits per compte corrent. En els últims quaranta anys (dades d'AMECO), solament el 1984-1986 i el 1996-1997, la balança per compte

corrent havia presentat registres positius o propers a zero (un 1,2 % i un -0,7 % del PIB de mitjana d'aquests anys, respectivament), encara que en termes de capacitat/necessitat de finançament (INE, base 1986) va obtenir superàvits exteriors modestos el 1971-1973, 1978-1979, 1984-1986 i 1995-1997. Si al superàvit del període 2013-2015 s'afegissin les previsions de la CE per a Espanya, que ho allarguen fins al 2017, ens trobaríem davant del període més dilatat de generació de recursos amb l'exterior des de la dècada de 1960. En suma, la situació de superàvits per compte corrent i capacitat de finançament el 2013-2015 és, en termes històrics, excepcional.

Gràfic 9. Capacitat/necessitat de finançament exterior d'Espanya 2007-2017* (% del PIB)

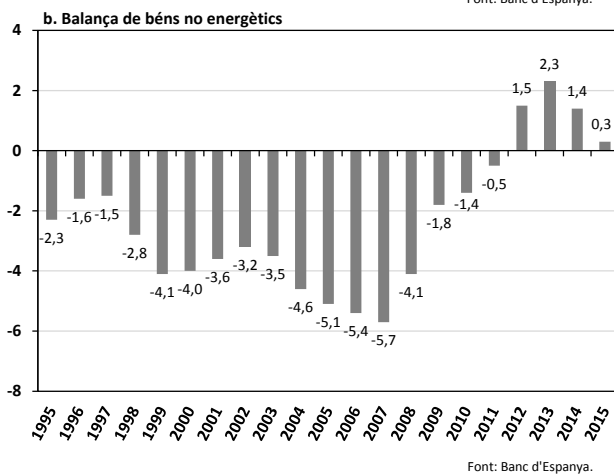
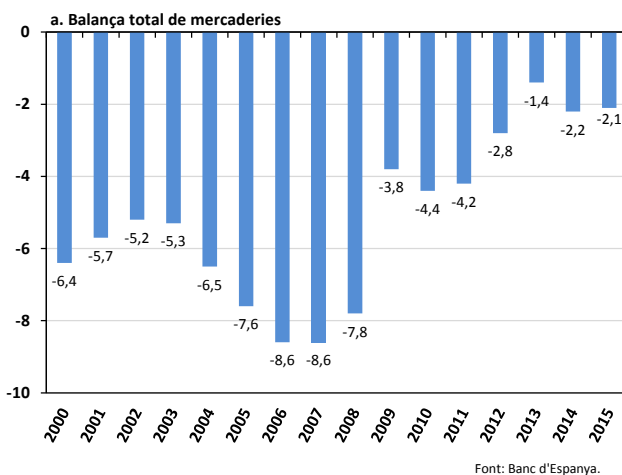


Fins a quin punt aquesta nova dinàmica reflecteix un canvi estructural o obeeix a modificacions en la demanda generades per la crisi és, doncs, un aspecte crític. I, especialment, cobra rellevància la contenció en la millora del superàvit corrent a partir del moment en què la demanda interna agafa el relleu com a motor del creixement del PIB. En aquesta contenció destaca

l'empitjorament del saldo de la balança de béns no energètics, mentre que operen a favor d'incrementar-lo el superàvit de serveis no turístics i la reducció del saldo negatiu de les balances d'energia i rendes.

En l'àmbit de la balança corrent, els motors de la millora fins al 2013 van ser, bàsicament, el saldo de béns (no energètics) i el dels serveis, tant turístics com no turístics (gràfics 10 i 11). L'esquema d'expansió de les exportacions i de moderació o reducció de les compres, que ha permès el dur ajust del saldo exterior negatiu, és el que s'ha vist alterat en la recuperació.

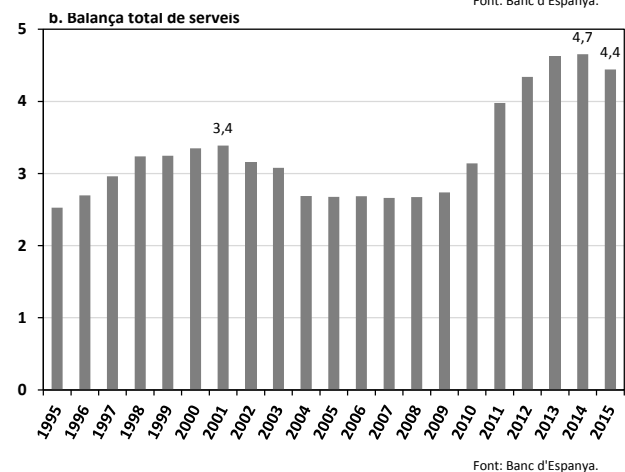
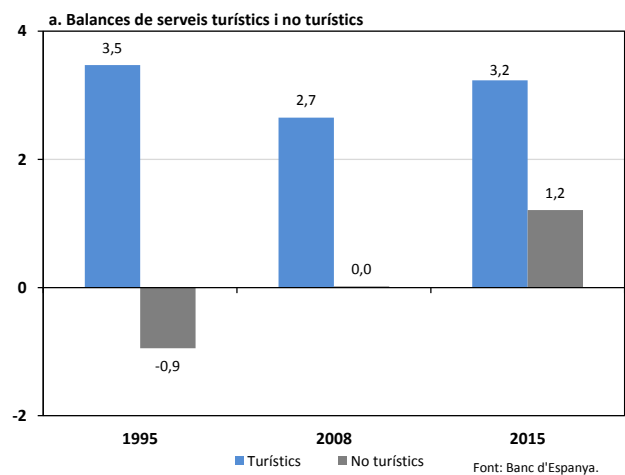
Gràfic 10. Saldos de la balança de béns, 1995-2015 (% del PIB)



Així, per a la balança de béns no energètics, la recuperació de la demanda interna ha significat una deterioració contínua, de manera que entre el 2013 i el 2015, el saldo no ha deixat de reduir-se: del 2,3 % del PIB el 2013 al 0,3 % el 2015. Això no expressa una caiguda de les exportacions, sinó una brusca, i intensa, recuperació de les compres a l'exterior: mentre que les importacions han augmentat en més de 3 punts del PIB (del 16,9 % al 19,9 % del PIB), les vendes a l'exterior van avançar moderadament (del 19,2 % al 20,1 % del PIB). En tot cas, el pes de les exportacions sobre el PIB ha aconseguit màxims històrics, en el 23,1 % de mitjana

2014-2015. Això s'ha traduït en la millora de la quota de mercat global, fins a situar-se en el 17,1 per mil tant el 2014 com el 2015, amb un augment des del mínim del 2012 (16,0 per mil). Aquesta dinàmica exportadora positiva reflecteix una extensió geogràfica creixent cap a àrees emergents amb més propensió importadora (Myro, 2013); també un augment en el nombre d'empreses exportadores (Gómez i Martín, 2014) i més diversificació en la tipologia dels productes exportats (Oliver, 2016); així com la caiguda en els CLU per contenció de costos laborals i augments de productivitat i, vinculat a aquest últim aspecte, una recuperada atracció de la IED per Espanya, que impulsa també les vendes a l'exterior. De fet, quan les millores en la competitivitat-preu es mesuren a través dels CLU enfront dels països desenvolupats, la pèrdua acumulada des de l'entrada en l'euro s'hauria corregit parcialment (un ajust d'uns 15 punts, segons Prades i García, 2015) o ho haurien fet en la pràctica totalitat (uns 20 punts; Gómez i Martín, 2014). Encara que també s'argumenta que les empreses exportadores, les grans i vinculades a capital exterior, han presentat una dinàmica dels CLU abans de la crisi molt més favorable que el conjunt de l'economia, que explicaria la *Spanish Paradox* (Antràs et al., 2010).

Gràfic 11. Saldos de les balances de serveis, 1995-2015 (% del PIB)



Per la seva banda, els forts augments de les importacions de béns no energètics el 2014 i 2015 reflecteixen la recuperació del consum en béns duradors i de la inversió, els dos components de la demanda interna amb més contingut importador, al mateix temps que les compres a l'exterior de béns intermedis confirmen la integració creixent d'Espanya en la producció global a través de la IED (Banc d'Espanya, 2015c). En tot cas, les importacions de mercaderies han augmentat fins al 25,4 % del PIB el 2015 (24,3 % el 2013), que s'explica per l'avenç de les mercaderies no energètiques (del 18,7 % del PIB el 2013 al 21,8 % el 2015). Addicionalment, els serveis no turístics (Macías i Martín, 2010) reflecteixen un pràctic manteniment en valors màxims, amb un superàvit de l'1,2 % del PIB el 2013, un 1,3 % el 2014 i un 1,2 % el 2015, que mostra moviments similars en exportacions (4,7 %, 4,9 % i 5,1 % del PIB el 2013, 2014 i 2015) i en les importacions (3,4 %, 3,6 % i 3,9 % del PIB per al 2013, 2014 i 2015, respectivament).

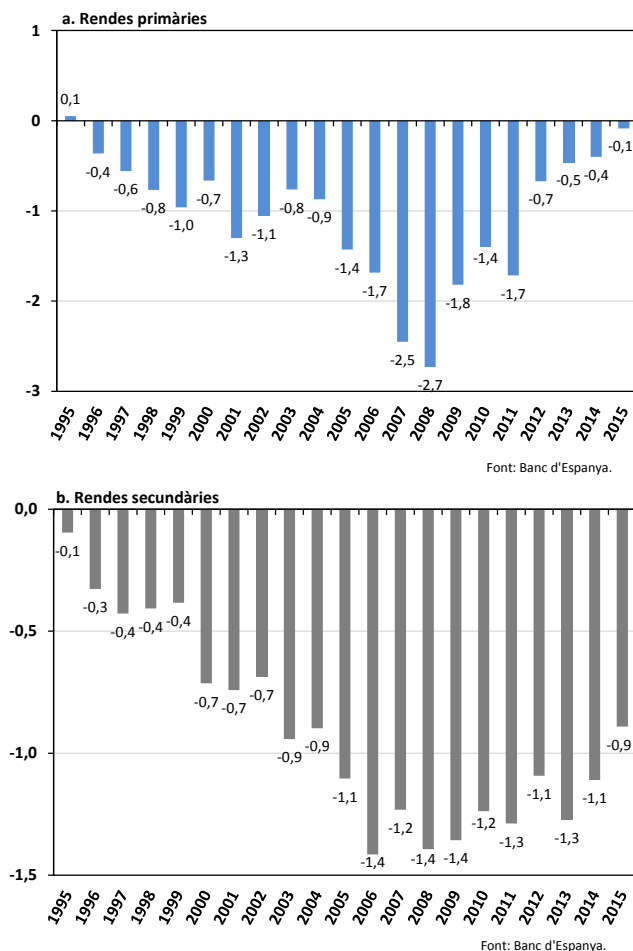
Finalment, aquests dos últims anys, tant la balança energètica com la de serveis turístics i la de rendes primàries han pal·liat, parcialment, la deterioració de les balances anteriors. Per a l'energètica, el canvi ha vingut amb l'enfonsament dels preus del petroli, de manera que el saldo negatiu el 2013 (-3,7 % del PIB) s'ha reduït el 2015 (-2,3 % del PIB). En l'àmbit de la balança de rendes primàries (gràfic 12), la reducció del dèficit també ha contribuït a mantenir el superàvit corrent: del -0,5 % el 2013 al -0,1 % del PIB el 2015. Cal destacar, pel volum de deute exterior d'Espanya, la caiguda dels pagaments per interessos (de 46,0 mm d'euros el 2011 a 31,1 mm el 2015), que s'ha reflectit en una reducció del saldo negatiu d'aquestes rendes (del -2,2 % del PIB el 2012 al -1,7 % el 2015). Finalment, la balança de rendes secundàries ha moderat el dèficit (des del -1,3 % al -0,9 % del PIB entre 2013 i 2015).

Segons aquesta dinàmica, què cal esperar del saldo exterior els propers anys? En l'àmbit de la crítica balança de béns, la seva evolució en la recuperació ha estat objecte de dues hipòtesis. En una visió optimista, l'avenç exportador seria de caràcter estructural, al mateix temps que l'augment de les importacions seria transitori. Una altra lectura és menys positiva: les exportacions tindrien límits per avançar, mentre que les importacions respondrien, com en el passat, als avenços de la demanda interna.

La hipòtesi que postula un augment transitori de les importacions suggereix que, estructuralment, el contingut importador per unitat de demanda final s'hauria d'haver reduït. Això reflectiria tant ajustos en la demanda com en l'oferta. En la primera, la caiguda de preus i costos interns hauria desplaçat compres a l'exterior, especialment en béns de consum no durador (Banc d'Espanya, 2014); en la segona, la reestructuració sectorial (pèrdues en construcció i pes creixent dels serveis) reduiria el contingut importador per unitat de VAB. D'aquesta manera, l'avenç de les importacions en els dos últims anys seria un reflex transitori de l'estancament de la demanda interna producte de la crisi (González i Urtasun, 2015).

Aquesta visió xoca amb el manteniment del contingut importador per unitat de VAB en les principals branques productives (automòbil, química) (Cabreró i Tiana, 2012). Això remet a manques estructurals de tecnologia, de manera que l'efecte arrossegament d'augmentos en la producció industrial (pel seu pes inferior en el VAB agregat i més contingut importador) és més reduït que en altres països: un increment de

Gràfic 12. Saldos de les balances de serveis, 1995-2015 (% del PIB)



l'1 % (taules input-output 2007) de la demanda final del sector industrial provocaria un increment del VAB agregat del 0,16 %, davant del 0,39 % d'Alemanya o del 0,36 % de França (Cabrero i Tiana, 2012). Les últimes anàlisis disponibles, fetes amb taules input-output anteriors a la crisi (2005 i 2007), mostren continuïtat en el contingut importador de les principals branques productives que no es poden atribuir a l'energia, amb més diferències en serveis de mercat i indústria, reflex d'una IED més elevada a Espanya que en altres països avançats: la ràtio IED/PIB el 2010 a Espanya era del 44 %, gairebé el doble del pes d'Alemanya. En la fabricació de vehicles de motor, per exemple, el contingut importador (63,3 %) a Espanya supera amb escreix el d'Alemanya (38 %), França (44 %) o Itàlia (37 %), igual que en la indústria química (un 55 % a Espanya, enfront de valors del 34 %, 29 % i 47 % per a Alemanya, França o Itàlia, respectivament). I continuïtat, també, en el contingut importador dels components més rellevants de la demanda interna i externa. De fet, sembla que en béns intermedis podria haver augmentat pel creixement de la IED i el creixent encaix d'Espanya en la divisió internacional de la producció. Des d'aquest punt de vista, simulacions de creixement de les importacions per als anys de crisi (Cabrero i Tiana, 2012) indiquen un comportament agregat d'acord amb la dinàmica de la demanda interna, compatible amb canvis en els diferents components. Així, l'avenç de les importacions (no energètiques) fins al 2014 va estar en concordança amb l'avenç que s'esperava per l'experiència històrica, amb la qual cosa la devaluació interna no sembla que hagi generat la substitució d'importacions que es podia esperar (Banc d'Espanya, 2015b). De fet, les estimacions del Banc d'Espanya (Gordo *et al.*, 2008) indiquen una elevada sensibilitat de les importacions a canvis en la demanda final i una reduïda elasticitat-preu (expressió de les necessitats importadores de béns intermedis i de capital). El model trimestral del Banc d'Espanya per al 1995-2012 també utilitza elevades elasticitats-renda de les importacions, tant a curt termini com a termini mitjà (Gómez i Martín, 2014).

A més, altres aspectes fan dubtar de la capacitat futura de creixement de les exportacions de béns, especialment la incompleta translació de la caiguda de costos a preus, on es manté el diferencial acumulat entre 1999 i 2007 (Banc d'Espanya, 2015b), pels augments de preus de l'energia i preus administrats, d'acord amb l'estratègia de reducció del dèficit (Gómez i Martín, 2014), i el paper de la contracció de la demanda interna en l'increment exportador. Funcions

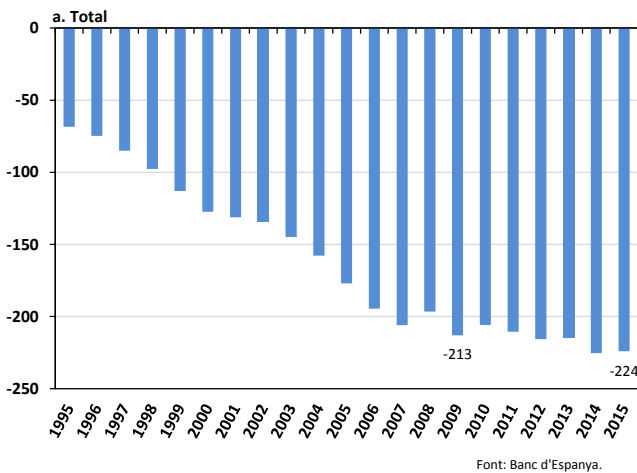
d'exportació de béns que incorporen la fortalesa d'aquella, al costat de les tradicionals variables de demanda externa i competitivitat-preu (Prades i García, 2015), suggereixen un paper rellevant en la millora exportadora en la crisi, especialment en l'àmbit del consum privat.

4.2. El saldo exterior i les dificultats en la reducció de l'endeutament amb la resta del món

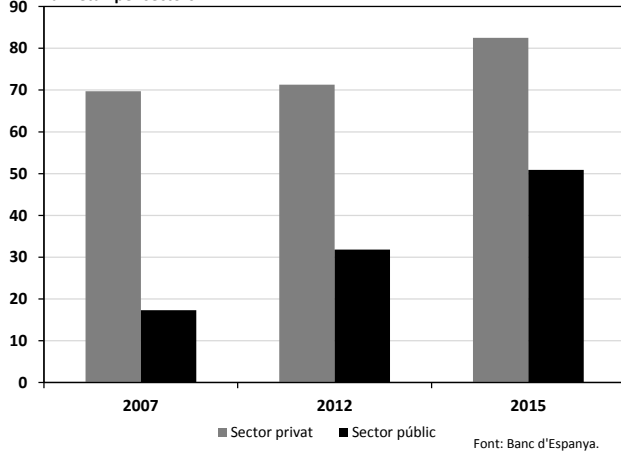
Encara avui, després de prop de tres anys de recuperació de l'activitat, l'elevada posició neta d'inversió internacional (PNII) emergeix com la fragilitat estructural més destacable, tant pels problemes de solvència i elevats pagaments per rendes d'inversió que implica (Catao i Milesi-Ferretti, 2013), com per ser el negatiu dels estocs de deute intern i altres desequilibris de fluxos del MPI (Obstfeld, 2012; Kang *et al.*, 2013). El seu notable valor, entorn del 90 % a principis del 2016 i molt allunyat del -35 % del PIB que marca el MPI (Comissió Europea, 2015b; 2015c), situa l'economia espanyola, almenys potencialment, en una posició fràgil, exposada a *sudden stops* o *reversals* d'anteriors entrades de capital. En el context europeu, solament Xipre (-129,2 %), Grècia (-126,4 %) i Portugal (-109,4 %) mantenen registres pitjors als d'Espanya. I el 90 % espanyol se situa molt per sobre del d'Irlanda (-70 %), Itàlia (-26,7 %) o França (-17,4 %), i molt allunyat dels valors positius d'Alemanya (49,2 %) o Holanda (66,7 %).

No obstant això, i malgrat que en termes de solvència exterior la variable rellevant és la PNII, a curt termini és més rellevant el deute brut i, en particular, els passius a refinançar, perquè aquests fluxos són els que es poden alterar sobtadament si cau la confiança sobre la capacitat de pagament exterior, com ja va succeir en la crisi 2011-2012 (Lane i Milesi-Ferretti, 2012; Lane i Pels, 2012). Per a aquesta magnitud, el seu valor a finals del 2015 s'ha situat en el 224,1 % del PIB (gràfic 13), alhora que els passius que exigeixen refinançament (total d'actius de la resta del món sobre Espanya menys participacions en capital i fons d'inversió) han aconseguit els 1,7 bilions d'euros. Per això, aquest últim apartat revisa la situació i les perspectives dels dos tipus d'endeutament exterior.

Gràfic 13. Passius d'Espanya enfront de l'exterior, 1995-2015 (% del PIB)



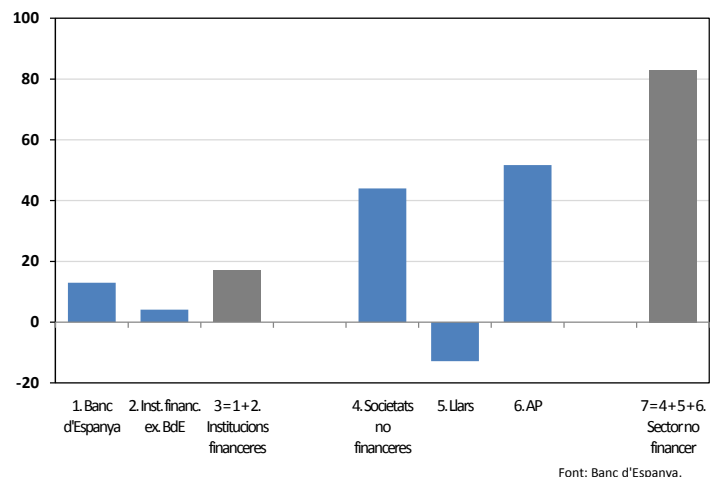
Gràfic 13b. Detall per sectors



Començant amb la PNII, de la dinàmica dels anys 2013-2015 en destaca una reducció suau, el canvi en la composició sectorial i, finalment, la modificació en els instruments que la integren. La persistència de capacitats de finançament exterior, els canvis (base 2010) de la CNE i la balança de pagaments, i la recuperació del creixement nominal del PIB el 2014-2015 han contribuït a la caiguda de la PNII (del -96,2 % de 2013 al 90,8 % del primer trimestre de 2016), mentre que els canvis en la valoració van actuar en contra de la seva reducció. Pel que fa a la distribució per sectors, del 2013/T2 al 2015/T4 les institucions financeres (IF) han reduït el deute net de forma dràstica (del 35,7 % al 15,3 % del PIB), mentre que les societats no financeres l'han augmentat (del 35,7 % al 39,3 % del PIB) i, especialment, el públic (del 29,1 % al 46,1 % del PIB) (gràfic 14). La disminució de l'endeutament de les institucions financeres s'ha reflectit tant en la caiguda de l'estoc d'emissions internacionals a valors de fa 10 anys (125 mm de dòlars), com del crèdit amb el BCE (a un mínim de 130 mm d'euros a finals de març del 2016, molt lluny dels gairebé 389 mm d'euros de l'agost del

2012) (gràfic 15). I tot i que encara explica un 47,1 % del crèdit total a l'eurosistema, es troba molt lluny de gairebé el 80 % de la primavera del 2012. Finalment, la composició per instruments ha empitjorat, amb un biaix creixent cap als representatius de deute, vinculat al pes creixent del sector públic: entre el 2013/T2 i el 2015/T4, han augmentat del 63,5 % al 70 % del total, mentre que l'efectiu i els dipòsits han perdut pes (del 44,1 % al 36,2 %). En conjunt, i segons la Comissió Europea (2016c), prop d'un 80 % del PIB reflecteix el saldo net de deute negociable, del qual uns 60 punts del PIB són deute del sector privat i públic i uns 20 punts del PIB són els saldos TARGET2, que es refinancien pel sector financer.

Gràfic 14. Passius nets d'Espanya enfront de l'exterior (PNII), quart trimestre de 2015. Detall per subsectors deutors (% del total)

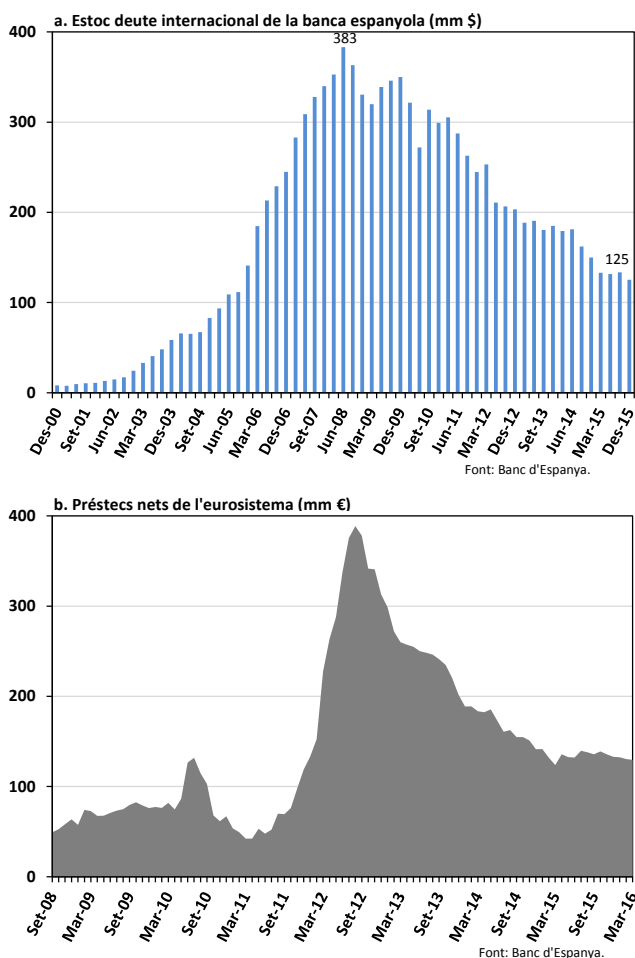


Per la seva banda, la dinàmica del deute brut (passius totals) ha estat menys positiva: entre les dates citades, el valor s'ha incrementat del 213,5 % al 224,1 % del PIB. Un avenç que reflecteix augments dels actius espanyols en l'exterior (del 124,0 % al 135,7 % del PIB entre el 2013/T2 i el 2015/T4), superiors a la caiguda en la PNII, i canvis en la valoració d'actius i passius financers. Per la seva banda, i atès que entre aquests passius es computa la IED, d'aquest conjunt interessa el deute exigible (passius financers excepte la IED), que ha mostrat una lleugera reducció (del 162,3 % del 2013/T2 al 160,6 % del PIB el 2015/T4).

Sectorialment, els efectes de la laxa política del BCE s'han reflectit en una accentuació de la reducció de deute exterior del sector financer i, especialment, dels seus passius exigibles. Aquest aspecte és més que rellevant ja que en la crisi de l'euro 2011-2012 va ser un dels protagonistes. Així, mentre que a l'estiu del 2012

els passius a refinançar de les IF aconseguien el 107,5 % del PIB, a finals del 2015 s'havien contret fins al 79,1 %, un procés similar al del conjunt dels passius (del 118,3 % al 91,2 % del PIB). Aquesta disminució del deute brut exigible del sector financer, propera als 30 punts del PIB, emergeix com una de les millores més rellevants del procés de despallanquejament en el qual està immersa l'economia espanyola. Per la seva banda, i en deute brut (total passius, inclosa la IED), les ENF han mostrat el procés contrari al de les IF, des del 69,5 % al 82,3 % del PIB en les mateixes dates. Aquest increment reflecteix l'atracció creixent d'Espanya com a destinació d'IED encara que, en termes de PNII, aquest avenç s'ha vist compensat per un augment similar de les inversions d'Espanya en l'exterior (entre el 2013/T2 i el 2015/T4, la IED de l'exterior a Espanya va augmentar des del 53,9 % al 57,9 % del PIB, mentre que la d'Espanya en l'exterior també es va expandir, del 48,9 % al 53,7 % del PIB). La part negativa d'aquests moviments ha estat el del fort augment dels passius de les AP, des del 33,6 % al 50,9 % del PIB entre el 2013/T2 i el 2014/T4.

Gràfic 15. Finançament exterior del sector financer espanyol, 2000-2015



Finalment, quin camí queda per situar la PNII en valors sostenibles? El seu elevat registre mostra que queda un llarg camí per recórrer. I encara que el creixement nominal del PIB en permeti una certa reducció, no s'ha oblidat l'elevat contingut importador de la demanda final, per la qual cosa les millores en el superàvit corrent tenen un límit que sembla situat, en el millor dels casos, entorn de l'1,5 % del PIB/any. Però amb superàvits d'aquesta magnitud, la CE estima (2016c) que, encara el 2024, la PNII solament s'hauria reduït al 50 % del PIB. I, en la hipòtesi que no s'ha de descartar d'empitjorament d'aquest saldo, fins al -1,5 % del PIB, la PIIN se situaria llavors encara en el 75 % del PIB.

5. Conclusions: política econòmica, millora cíclica i feblesa estructural

L'estiu del 2016, l'economia continua creixent amb força i, encara que s'observen signes d'una certa desacceleració, l'avenç del PIB i de l'ocupació no es qüestiona. No obstant això, aquesta aparent solidesa amaga febleses rellevants, que apunten a la necessitat de reforçar i aprofundir en canvis que han operat en la crisi, tant des de l'oferta com des de la demanda.

El repte principal que afronta l'economia espanyola és reconduir el gran deute net exterior i, també, reduir els passius externs exigibles. Els dos endeutaments van mostrar la seva rellevància en el dur episodi de sobtada parada i reversió de les entrades de capital, que va tenir lloc entre l'estiu del 2011 i la tardor del 2012. Llavors, el país va quedar en una situació compromesa, incapaç, sense l'ajuda exterior, de fer front a la sagnia de capitals. Sense la política d'estabilització i de reformes estructurals, amb els seus efectes contractius sobre el creixement a curt termini, no hagués estat possible restaurar la confiança i, amb ella, el flux de capitals necessari per al refinançament exterior.

És cert que, en aquests últims anys, s'han reconduït alguns dels desequilibris més problemàtics i d'altres van en la direcció adequada per ressituar-los en valors acceptables. Entre ells, cal destacar, en l'àmbit de la correcció dels desequilibris de balanç, la reducció substancial de l'endeutament privat entre el 2010 i el 2015 (propera als 50 punts de PIB) i la reducció del deute exigible exterior de les institucions financeres entre el 2007 i el 2015 (comptabilitzant el Banc d'Espanya, del 105,6 % al 79,1 %; excepte el Banc d'Espanya, del 103,5 % al 59,3 %). I, en el de la correcció

del desequilibri exterior, cal destacar la millora important del saldo per compte corrent i de la capacitat de finançament exterior fins a situar-los, en els últims tres anys, en registres positius; que les exportacions de béns i serveis hagin aconseguit màxims històrics sobre el PIB (fins al 33,1 % el 2015) o que les vendes de béns hagin recuperat quota de mercat mundial (en el 17,1 per mil el 2015).

No obstant aquests èxits indubtables, i si ens cenyim als aspectes que s'han analitzat en aquest *Policy Brief*, no es poden oblidar ni el context exterior en el qual ha tingut lloc aquesta millora, ni la continuïtat d'alguns dels aspectes més rellevants.

Respecte dels vents de cua procedents de l'exterior, cal recordar que la recuperació ha tingut lloc en el context d'una política monetària que, a més de permetre un finançament fàcil del deute (intern i extern), ha aïllat el país de tensions externes, que no han estat absents del panorama internacional. En l'últim any, els tremolors generats per Grècia, la devaluació del renminbi xinès (agost del 2015), els mercats financers globals (desembre/gener del 2015-2016), el xoc del Brexit i la crisi bancària italiana (juny del 2016), són exemples de fins a quin punt el BCE ha tingut èxit a l'hora d'aïllar Espanya de turbulències exteriors. Però fins i tot amb aquesta capacitat, les primes de risc, que havien aconseguit un mínim entorn dels 100 punts bàsics (gener del 2015), han tornat a repuntar i, després del Brexit, van arribar a assolir transitòriament els 190 punts. Un recordatori dels límits que té la política monetària.

A més, una política fiscal expansiva també ajuda a comprendre la millora observada des del 2014. L'augment del dèficit, no obstant això, amb prou feines ha fet pressió sobre els costos de finançament d'Espanya, per l'agressiva política del BCE que, des que va començar el seu programa de compra d'actius (març del 2015), ja ha adquirit uns 80 mm de bons públics, a la qual ha sumat en els últims mesos l'adquisició de deute privat. En definitiva, unes condicions de finançament internes i externes insòlitàment favorables, a les quals cal sumar els efectes de la política del BCE sobre el tipus de canvi i uns preus del petroli que no es veien des de fa una dècada. Aquest conjunt de factors ajuda a entendre part de la millora experimentada els últims tres anys. Però, al mateix temps, mostra els límits del creixement actual.

No obstant això, es manté la fragilitat més substantiva, l'elevat deute net exterior: a finals del primer trimestre del 2016, en registres superiors al 90 % del PIB, molt allunyat del 35 % del PIB que exigeix la CE. Tampoc no s'ha reduït el volum de passius exteriors exigibles (1,7 bilions el 2015), que necessiten un refinançament continuat en un rang que oscil·la entre els 200 i els 300 mm d'euros/any. Espanya, doncs, continua exposada a canvis de la confiança exterior sobre la nostra capacitat de pagament. I, en l'àmbit intern, les necessitats de despallanquejament dels sectors privats no financers es poden estimar en el rang del 20-30 % del PIB, mentre que les del sector públic s'allunyen cada vegada més de l'objectiu del 60 % del PIB que marca la UE.

És en aquest context mixt, de millores evidents per correccions internes i impactes exteriors, però amb problemes estructurals persistents, en el qual cal inscriure les mesures que caldria adoptar.

Com es pot accelerar la reducció de les ràtios de palanquejament? La disminució del deute exterior exigeix creixements del PIB nominal, superàvits exteriors o la combinació de tots dos. I, en l'àmbit del palanquejament intern, l'avenç del PIB, la contenció dels desequilibris públics i la continuïtat del desendeutament privat.

El creixement del PIB apareix, doncs, com la peça que enllaça els dos processos de desendeutament (intern i extern). Però no pot ser, de forma prioritària, un augment basat en la demanda interna. Necessitem increments nominals del PIB i, al mateix temps, esbiaixats de manera creixent a l'exterior. Des d'aquest punt de vista, el balanç dels tres últims anys de recuperació s'ha mogut en sentit oposat, des de la demanda neta exterior a la interna. Un camí que, si continua, només permetrà reduir el deute net exterior de forma modesta. Modificar aquesta tendència exigeix no solament mantenir l'esforç exportador sinó incrementar-lo, al mateix temps que es comprimeix la intensitat importadora per unitat de demanda final. Aquest tipus de creixement del PIB és l'únic que, simultàniament, pot generar superàvits per compte corrent de magnituds més elevades que l'escàs 1 % del PIB de mitjana dels últims quatre anys.

La suma de les excepcionals circumstàncies exteriors i el manteniment, o augment, del deute intern i exterior obliguen a continuar amb el procés de reformes i correcció emprès en els pitjors anys de la crisi. I, en

particular, el full de ruta de la política econòmica els propers anys hauria de ser l'augment del superàvit exterior, a costa del creixement de la demanda interna. És cert que, a curt termini, és més fàcil mobilitzar recursos per incentivar l'augment d'aquesta demanda interna. Però l'experiència espanyola mostra com aquestes polítiques han acabat sempre fracassant. La nostra permanència en la unió monetària exigeix –de fet, exigia ja des del 1999– un canvi de paradigma en l'orientació de la política econòmica, des del foment de la demanda interna a l'externa i la creació de les condicions que permetin transitar cap a un sector exterior que aportí més al creixement. I que, per això mateix, sigui més sostenible a mitjà i a llarg termini.

Però aquest ajust imprescindible de la demanda exigeix l'augment de la capacitat competitiva des de l'oferta, és a dir, en la qualitat dels factors productius i en l'aportació de la productivitat total dels factors. No és l'objecte d'aquest *Policy Brief* detallar el catàleg de mesures que, des de l'actuació pública, haurien de contribuir a augmentar la productivitat, millorar la competitivitat exterior o esbiaixar el creixement cap a la demanda externa. Totes aquestes mesures es resumeixen en la necessitat d'unes infraestructures (energètiques, ferroviàries, viàries o aeroportuàries) que tinguin al centre de la seva actuació el biaix del teixit productiu cap a l'exterior i l'increment de la productivitat, increment que s'ha vist frenat de cop en la recuperació. En suma, es tracta de reorientar la política d'obra pública i altres infraestructures cap al sector exterior i millorar la productivitat del sector privat, abandonant altres objectius que, com mostra el desenvolupament de l'AVE, estan lluny de posar l'accent a assentar les bases d'un model de creixement sostenible. I el mateix discurs emergeix quan s'analitza el capital humà o en l'àmbit de la productivitat total dels factors. En tots dos aspectes, la llista de tasques pendents és llarga i coneguda.

Aquest canvi d'orientació no solament és necessari. És del tot imprescindible si es vol reconduir el desequilibri que més amenaça el futur (l'endeutament exterior) i assentar les bases de correcció del deute creixent intern. En definitiva, l'eix de conducció de la política econòmica s'ha de reorientar cap a la millora de la productivitat i del sector exterior. El 2012 i 2014, i des d'aquestes mateixes pàgines, es reclamava la necessitat d'un gran pacte polític i social que situés el sector exterior en l'eix de la política econòmica. Aquests últims anys, a diferència de llavors, hem recuperat creixement del PIB i de l'ocupació. Però aquesta millora sembla frenar l'avenç en la direcció adequada. Perquè

avui, com ahir, les demandes d'aquesta nova *policy* no s'han modificat.

Josep Oliver Alonso*

* El *Policy Brief* és el reflex de la posició del grup europeG i de les aportacions dels seus membres.

Referències

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

- COMISSIÓ EUROPEA (2016c). "[Country Report Spain 2016](#)". Commission Staff Working Document, Brussel·les, 26 de febrer.
- CUADRADO, P. i MORAL-BENITO, E. (2016). [El crecimiento potencial de la economía española](#), Documentos Ocasionales. núm. 1603, Banc d'Espanya.
- CUERPO, C.; DRUMOND, I.; LENDVAI, J.; PONTUCH, P. i RACIBORSKI, R. (2013). "[Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment](#)". *European Economy Economic Papers*, núm. 477, abril.
- EICHENGREEN, B. (2015). *Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great recession, and the Uses –and Misuses– of History*, Oxford University Press.
- EUROPEG (2012). "[Competitivitat i despalanquejament a Espanya: els reptes pendents](#)", *Policy Brief* núm. 2, Barcelona.
- EUROPEG (2014). "[Aspectes clau en l'ajust de l'economia espanyola: reducció de l'endeutament i millora del sector exterior](#)", *Policy Brief* núm. 5, Barcelona.
- FONS MONETARI INTERNACIONAL (2015a). "[Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks](#)". *Global Financial Stability Report*, abril.
- FONS MONETARI INTERNACIONAL (2015b). "[Fiscal Policy and Long-Term Growth](#)", *IMF Policy Paper*, juny.
- FONS MONETARI INTERNACIONAL (2015c). [Structural Reforms and Macroeconomic Performance: Initial Considerations for the Fund](#), novembre.
- FONS MONETARI INTERNACIONAL (2015d). [Spain 2015](#), *IMF Country Report* núm. 15/232.
- FONS MONETARI INTERNACIONAL (2016). [World Economic Outlook](#), abril.
- FUNCAS (2016). [Previsiones económicas para España 2016-17](#), juliol.
- GÓMEZ LOSCOS, A. i MARTÍN MACHUCA, C. (2014). "[Una comparación de la respuesta del sector exterior en las dos últimas recesiones](#)". *Boletín económico*, Banc d'Espanya, maig, p. 43-52.
- GONZÁLEZ MÍNGUEZ, J. i URTASUN, A. (2015). "[La dinámica del consumo en España por tipos de productos](#)". *Boletín Económico*, Banc d'Espanya, setembre, p. 69-78.
- GORDO, E.; GARCÍA, C. i MARTÍNEZ-MARTÍN, J. (2008). "[Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española](#)". *Boletín Económico*, Banc d'Espanya, desembre, p. 46-57.
- JORDÀ, O.; SCHURALIK, M. i TAYLOR, A.M. (2012). "[When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises](#)". Federal Reserve of San Francisco, *Working Paper Series*, 2011-27, octubre.
- JORDÀ, O.; SCHURALIK, M. i TAYLOR, A.M. (2014). "[The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles](#)". Federal Reserve of San Francisco, *Working Paper Series*, 2014-23, setembre.
- KANG, J. S. i SHAMBAUGH, J.C. (2013). "[The Evolution of Current Account Deficits in the Euro Area Periphery and the Baltics: Many Paths to the Same Endpoint](#)", *IMF Working Paper*, 13/169, juliol.
- KANNAN, P.; SCOTT, A. i TERRONES, M.E. (2013). "From Recession to Recovery: How Soon and How Strong" a Claessens, S.; Laeven, I. i Valencia, F. (ed.). *Financial Crises, Causes, Consequences, and Policy Responses*, capítol 8, p. 239-275. Washington: International Monetary Fund.
- KING, M. (2016). *The End of Alchemy. Money, Banking, and the Future of the Global Economy*, W.W. Norton & Company, Nova York i Londres.
- LANE, P.R. i MILESI-FERRETI, G.M. (2012). "External Adjustment and the Global Crisis". *Journal of International Economics* 88(2), p. 252-265.
- LANE, P.R. i PELS, B. (2012). "Current Account Imbalances in Europe". *Moneda y Crédito* núm. 234, p. 225-261.
- MACÍAS, A.P. i MARTÍN MANCHUCA, C. (2010). "[El comercio exterior de servicios no turísticos en España](#)". *Boletín Económico*, Banco de España, abril, p. 105-113.
- MAUDOS VILLARROYA, J. I FERNÁNDEZ DE GUEVARA RADOSELOVIES, J. (2016). [Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo. El impacto de la crisis](#). Fundació BBVA.
- MERLER, S.; PISANI-FERRY, J. (2012). "[Sudden Stops in the Euro Area](#)". *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2012/06, març.
- MENÉNDEZ, A. i MÉNDEZ, M. (2013). "[La Evolución del Endeudamiento de las Empresas No Financieras desde el Inicio de la Crisis](#)". *Boletín Económico*, Banc d'Espanya, gener, p. 81-87.
- MILESI-FERRETTI, G.M. i TILLE, C. (2011). "The Great Retrenchment: International Capital Flows During the

Global Financial Crisis". *Economic Policy* 26(66), p. 285-342.

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

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

OECD (2016). *Economic Outlook*, núm. 99, juny.

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

PRADES, E. i GARCÍA, C. (2015). "[Actualización de la función de las exportaciones españolas de bienes](#)". *Boletín Económico*, Banc d'Espanya, abril, p. 31-39.

SINN, H-W. (ed.) (2012). *The European balance of payment crisis*. CESifo Forum, volum 13.

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

Abreviatures

AP: administracions públiques
 AMECO: annual macro-economic database, Comissió Europea
 BCE: Banc Central Europeu
 CE: Comissió Europea
 CLU: costos laborals unitaris
 EBE: excedent brut d'explotació
 ENF: empreses no financeres
 EUROSTAT: Oficina d'Estadística de la Comissió Europea
 FBCF: formació bruta de capital fix
 FMI: Fons Monetari Internacional
 FUNCAS: Fundació de les Caixes d'Estalvi
 IED: inversió estrangera directa
 IF: institucions financeres
 INE: Institut Nacional d'Estadística
 IRPF: impost sobre la renda de les persones físiques
 IVA: impost sobre el valor afegit
 LTRO: *Long Term Refinancing Operations*
 MEDE: Mecanisme Europeu d'Estabilitat
 MIP: *Macroeconomic Imbalance Procedure*
 mm: milers de milions
 OCDE: Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic
 OMT: *Outright Monetary Transactions*
 PIB: producte interior brut
 PNII: posició neta d'inversió internacional
 PTF: productivitat total dels factors
 QE: *Quantitative Easing*
 RFBD: renda familiar bruta disponible
 SAREB: Societat de Gestió d'Actius Procedents de la Reestructuració Bancària
 TLTRO: *Targeted Long Term Refinancing Operations*
 UE: Unió Europea
 VAB: valor afegit brut

EuropeG està integrat per Antoni Castells (director), Josep Oliver, Emilio Ontiveros, Martí Parellada i Gemma García (coordinadora).

EuropeG

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



Amb el suport de:

