

Desequilibris financers de l'economia espanyola 2013-2019, efectes de la covid-19 i impacte de la intervenció del BCE

Josep Oliver, europeG

Policy Brief núm. 16

Febrer, 2022

La situació econòmica espanyola a finals de 2021 ha consolidat la recuperació iniciada a la primavera, encara que els efectes sobre l'activitat de la sisena onada de la covid, i els que pugui generar la nova variant òmicron, no seran positius. Amb aquest rerefons, l'efecte de la covid va ser d'una magnitud mai vista des que s'elaboren comptes nacionals: el 2020, la caiguda del PIB va arribar a un -10,8 %. I això, en un context en què la recuperació no ha permès encara arribar als nivells pre-pandèmics en la majoria de les magnituds rellevants.

Aquesta contracció insòlita va presentar un particular perfil temporal. Així, el primer trimestre del 2020 ja es va veure una forta contracció (del -4,3 % en taxa anual), que reflecteix els efectes del confinament iniciat la segona meitat de març; a aquesta caiguda la va seguir el col·lapse del segon trimestre (un -21,5 % interanual), el més intens de la zona euro. A partir d'aquí va començar una recuperació que, amb pujades i baixes, encara no ha permès reabsorbir la forta contracció dels moments pitjors de la pandèmia. Així, respecte del quart trimestre del 2019, i encara que en ocupació el xoc està pràcticament superat, el PIB del quart trimestre del 2021 encara se situa un -4,0 % per sota, mentre que presentaven contraccions superiors el consum privat (-7,9 %), alhora que les vendes internacionals de mercaderies amb prou feines han superat els valors previs a la pandèmia (-0,4 %).

A aquesta recuperació inacabada cal sumar-hi les cicatrius a més llarg termini que deixa la pandèmia, tant per l'acumulació de vulnerabilitats als mercats financers i l'elevat deute públic (European Central Bank, 2021b), com per les poques expectatives de creixement (European Commission, 2021a). Aquests dos aspectes defineixen un horitzó incert, que constitueix el pòrtic d'aquesta nova avaluació dels desequilibris financers (interns i externs) de l'economia espanyola. Encara que alguns s'havien reduït substancialment, continuaven

presentats just abans del xoc de la covid, i l'impacte d'aquesta ha suposat un nou deteriorament al qual caldrà estar atents: a mitjans del 2021, el deute agregat dels sectors residents ha tornat a pesos sobre el PIB similars als de mitjans de la dècada passada. De fet, ja el 2020, la Comissió (European Commission, 2020b) anticipava que la covid ampliaria els desequilibris en els països, com Espanya, que ja els presentaven el 2019. De fet, i malgrat la reducció de l'endeutament (intern i extern) entre el 2013 i el 2021, continuem amb l'herència dels desequilibris de balanç que ens va deixar la crisi financera i, per això, aquest Policy Brief s'ha d'ubicar en el dilatat procés de despalanquejament dels sectors residents, i d'aquests amb l'exterior.

Cal recordar que la seva acumulació en l'expansió 1995-2007 va ser la que va explicar la duresa de la crisi 2008-2012, i la que va situar l'economia espanyola davant la disjuntiva de fer ajustaments interns molt severs o abandonar la moneda comuna. Els factors que van propiciar aquesta situació es van analitzar al *Policy Brief* núm. 2 (EuropeG, 2012), en què es va destacar el caràcter de recessió de balanços que va provocar a Espanya el xoc de Lehman Brothers. Després de la crisi de l'euro (2011-2012) i la intervenció del MEDE i del BCE en l'estabilització financera d'Espanya (2012-2013), el *Policy Brief* núm. 5 (EuropeG, 2014) va valorar la reabsorció, encara incipient i molt parcial, dels desequilibris i els mecanismes, interns i externs, que la van propiciar. Posteriorment, ja amb la recuperació més consolidada, es va fer una nova anàlisi de la reducció de l'endeutament intern i extern i del paper rellevant que hi va tenir el BCE. Aquest va ser el tema central del *Policy Brief* núm. 9 (Oliver Alonso, 2016), enfocat, a més, a presentar alguns dels motius que explicaven la intensitat de la recuperació des del 2013, i fins a quin punt aquesta tenia bases prou sòlides per postular-ne la continuïtat. Entre les raons que van contribuir a l'expansió,

novament la intervenció del BCE i els canvis en la governança de l'euro van ser determinants per restablir una recuperació precària de la confiança internacional en Espanya (European Commission, 2016a), base sobre la qual s'ha establert la dilatada expansió 2013-2019. Avui, en aquests moments de recuperació i en el context de les incerteses esmentades, aquest nou *Policy Brief* explica fins a quin punt la reducció de l'endeutament s'ha vist alterada per la pandèmia, el paper del BCE i la Comissió en la contenció de la crisi, i algunes de les cicatrius que deixarà a mitjà i a llarg termini.

En aquest tipus de reflexions cal explicitar quines qüestions no s'aborden. Entre les que tenen una gran incidència en l'endeutament dels diferents sectors, i que no es tracten aquí, destaca la dinàmica dels CLU i el paper de la moderació salarial i del creixement de la productivitat; la reestructuració parcial de l'oferta cap a sectors menys protegits de la competència; els canvis en la dotació de factors i l'aportació del la PTF al creixement (Díaz del Hoyo *et al.*, 2017; Internacional Monetary Fund, 2017a; Banc d'Espanya, 2018a); l'atur i el seu paper en el manteniment de fragilitats financeres (European Commission, 2020a, 2021c); la situació del mercat immobiliari (Banc d'Espanya, 2021), la del sector bancari (European Banking Authority, 2021) o els impactes de la demografia i del nou impacte migratori. Aquest *Policy Brief* tampoc no pretén oferir una perspectiva de les mesures de política econòmica adoptades aquests anys, encara que evidentment han afectat els elements que aquí es discuteixen, ni tampoc el context de creixement de l'endeutament global, afavorit per uns tipus d'interès en mínims històrics. Finalment, no s'han tingut en compte els efectes potencials, que cal esperar a partir del 2022, del programa Next Generation de la Comissió Europea: encara que haurien de tenir importància, els seus efectes fins avui se situen més en el terreny dels *animal spirits* keynesians que en la inversió efectiva. Tot i que tots aquests extrems són essencials per a un diagnòstic dels reptes que afronta Espanya, ultrapassen el tractament d'aquestes pàgines, que concentren la seva anàlisi en les modificacions en els fluxos de finançament (en volum, agents i instruments) i en els estocs de passius interns i externs parcialment modificats per les revisions de l'índex de referència del balanç exterior d'Espanya (Banc d'Espanya, 2019) i de les macromagnituds de la comptabilitat nacional (Institut Nacional d'Estadística, 2019).

El text s'estructura de la manera següent. El primer apartat revisa els canvis en el consum, la inversió i el saldo del compte de capital de llars, SNF, AP i IF en la

recuperació, i com aquestes modificacions s'han traslladat al saldo exterior. Després d'aquesta anàlisi, el segon punt analitza el procés de despallanquejament dels sectors residents privats amb el sistema financer, al qual cal afegir la dinàmica de l'endeutament públic. Per la seva banda, la dinàmica del deute exterior (el total de passius, el deute brut o el net) s'analitza a continuació. Un apartat final de conclusions clou l'exposició.

Cal advertir que, seguint la metodologia del Banc d'Espanya i de l'Eurostat, i si no es diu el contrari, quan es presenten els valors d'estoc d'actius o passius per a un exercici determinat es refereixen sempre al valor del quart trimestre.

1. Fluxos financers 2013-2019 i canvis pandèmics

Des de l'inici de la recuperació a la segona meitat del 2013 i fins al 2019, l'economia espanyola va mostrar una recuperació sostinguda. Pel que fa al PIB, el seu creixement en volum 2013-2019 va assolir un notable 2,6 % anual, de manera que el 2019 se situava ja un 7,0 % per sobre del generat el 2007; en termes nominals, la variable clau per avaluar la dinàmica del deute, el seu augment va ser d'un 3,4 % per any (un 22,0 % acumulat), un ritme que explica part de la reducció de l'endeutament. Aquesta dinàmica va reflectir l'efecte de múltiples factors: des de reformes internes, malgrat el caràcter contractiu inicial (Andrés *et al.*, 2014), a positius procedents de l'exterior (petroli, turisme i recuperació de l'economia europea i mundial) i, en particular, al paper determinant de les institucions europees i del BCE. Aquesta tendència positiva es va acabar amb l'aparició de la covid, de manera que l'abrupta contracció del PIB el 2020, propera al -11 %, el va situar en valors en volum similars als del 2015: un retrocés històric de 5 anys.

Aquest apartat ofereix una doble síntesi dels canvis en els saldos del compte de capital dels sectors residents: d'una banda, en l'anàlisi d'algunes de les raons principals que expliquen la millora 2013-2019, la intensitat de la crisi 2020-2021 i l'augment relatiu del PIB a partir de l'estiu del 2021; d'altra banda, en el comportament diferent dels sectors residents (privat i públic) i de la resta del món i la seva translació als fluxos de finançament. Per això, el primer punt comença amb dos aspectes determinants de la seva dinàmica tant en l'expansió (2013-2019) com en la crisi pandèmica (2020-2021). D'una banda, el biaix ocupacional i productiu cap

a sectors de serveis amb més interacció personal, justament els més afectats per la pandèmia; d'altra banda, el paper determinant de les intervencions del BCE 2012-2021 i, en la crisi de la covid, de la Comissió Europea i els seus programes de suport. Un cop establerts aquests aspectes, el segon punt analitza els canvis en els saldos financers dels sectors residents a la fase de creixement 2013-2019 i la seva profunda alteració el 2020 i 2021. Finalment, el tercer punt tradueix aquestes modificacions en el comportament dels sectors residents al saldo exterior, alhora que, des del punt de vista de la balança de pagaments, es presenten alguns dels trets que expliquen el llarg període de superàvits amb la resta del món iniciat el 2012 que, malgrat la reducció per efecte de la covid, continuen en terreny positiu.

1.1. El marc de la resposta davant de la covid: debilitats productives i suports externs

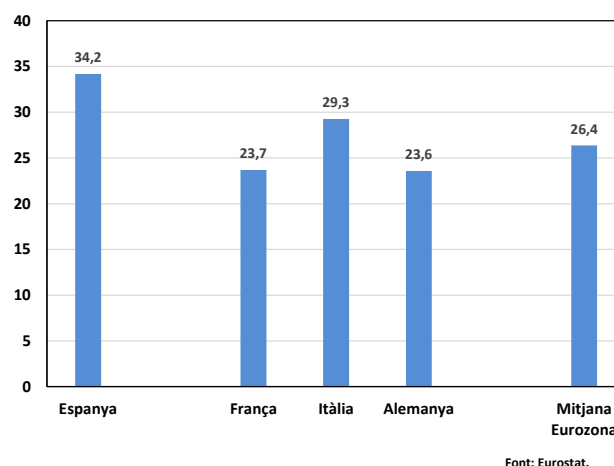
Els factors que permeten explicar tant la recuperació 2013-2019 com la intensitat del xoc 2020-2021 són certament molt diversos. Aquest apartat no pretén explicar-los tots, sinó destacar-ne dos que ajuden a comprendre tant la fortalesa ocupacional i productiva dels anys de recuperació postcrisi financera, com el fet que, malgrat la intensa contracció de 2020-2021, la sortida del col·lapse pandèmic està sent ràpida. Si més no, fins a finals del 2021. D'una banda, es tracta del biaix terciari del teixit productiu espanyol a partir de la crisi financera i, en particular, de l'empenta dels serveis personals, que a la covid es veuran més afectats; de l'altra, el paper de les institucions comunitàries (BCE i CE), tant en l'impuls que va permetre la millora posterior a la crisi financera com, més en particular, actuar com a xarxa de seguretat el 2020-2021, mantenint l'economia espanyola a la superfície malgrat la duresa del xoc experimentat.

La recuperació 2013-2019 i el biaix creixent cap a serveis personals

Des de l'oferta, el tret principal de les transformacions del 2013-2019 va ser, sens dubte, la terciarització creixent de la producció i, en particular, el fort augment del pes dels sectors més vinculats a serveis amb interacció personal (hostaleria i restauració, una part de transports, comerç, activitats immobiliàries, i activitats artístiques i recreatives). Aquest canvi no només explica la forta empenta de l'ocupació i l'activitat d'aquells anys, també explica el diferencial de recessió en la covid respecte de l'experimentat per altres grans països de la

UEM. Així, entre el 2007 i el 2019, els serveis van augmentar 7 punts percentuals la seva aportació al VAB (del 68 % al 75 %) i prop de 10 punts a l'ocupació mesurada per l'EPA (del 66 % a prop del 76 %). Això reflecteix, en gran mesura, les pèrdues rellevants de la construcció i la indústria en la crisi, juntament amb una dinàmica molt positiva dels serveis personals, i també dels vinculats al teixit productiu. El cas de la construcció és paradigmàtic: mentre que el 2007 aportava al voltant del 12-13 % del VAB i de l'ocupació, el 2019 les seves contribucions havien caigut pràcticament a la meitat (un 6,5 %, tant en VAB com en ocupació), ja en línia amb els registres mitjans europeus. En canvi, la indústria va experimentar una alça notable entre el 2013 i el 2019, amb un augment anual del 2,7 % en ocupació i del 2,3 % en VAB real, encara que el 2019 la seva aportació al conjunt de l'economia se situava al 16,0 % del VAB i al 14,0 % en ocupació, pesos mínims històrics.

Gràfic 1. Ocupació en serveis personals, 2019 (% sobre ocupació total)



En l'àmbit terciari, els anys 2013-2019 hi va haver un desviament de recursos cap a sectors més exposats a la competència i l'expansió d'algunes branques terciàries vinculades, directament o indirectament, a l'exterior (comerç, transports, hostaleria, i activitats artístiques i recreatives), mentre que sectors tradicionals, com ara el comerç o els serveis financers, començaven a experimentar els primers embats del canvi tècnic. En conjunt, el 2019 els serveis personals aportaven prop del 29 % del VAB generat a Espanya i contribuïen gairebé amb el 34 % de l'ocupació, i, a més, havien aportat un terç del creixement del VAB i un 36 % dels més de 2,6 milions de nous llocs de treball creats. Aquesta contribució excedia substancialment la d'altres grans països de la UE: en uns 10 punts percentuals per sobre del pes a Alemanya i França, més de 5 punts respecte a Itàlia i 8 amb relació a la mitjana de la zona euro.

Aquest context de pes creixent dels serveis personals en la producció i l'ocupació va adquirir rellevància en vista del xoc de la covid i, en particular, del diferencial respecte del d'altres grans països de la zona euro, encara que caldria afegir-hi menys capacitat del sector públic per atendre les necessitats provocades per la covid (menor que la d'altres països centreeuropeus per l'elevat volum del seu endeutament el 2019, del 95 % del PIB). De fet, l'evidència empírica disponible mostra que l'impacte de la pandèmia va ser més gran en les economies amb un pes més elevat dels serveis (André Sapir, 2020; Meyermans *et al.*, 2021; Gómez i del Río, 2021; Battistini i Stoevsky, 2021). Així, el 2020, i davant de la caiguda mitjana del PIB espanyol del -10,8 %, el VAB del sector del comerç, transports i hostaleria es va contreure un -26 % i el de les activitats artístiques i recreatives, un -25 %, mentre que en ocupació (EPA), i gràcies als ERTO, el descens va ser inferior (-2,7 % en comerç, -3,8 % en transports, -16,6 % en hostaleria i -4,5 % en activitats artístiques i recreatives).

Europa i l'economia espanyola: el suport del BCE 2011-2019 i els canvis 2020-2021

A l'inici de la recuperació el 2013-2014, els nivells elevats d'endeutament intern i extern apareixien com el principal llast per a l'avenç futur del PIB. En particular, el despallanquejament que implicaven indicava serioses dificultats de la demanda interna com a impulsora del creixement, que es reforçaven per la caiguda de la inversió productiva (un -29,8 % entre el 2007 i el 2013) i la severa contracció de l'ocupació (prop de 4 milions de llocs de treball equivalents a temps complet perduts, al voltant del -19 %), i la necessària recol·locació sectorial. A això cal afegir la pèrdua d'empenta de la inversió en R+D, que condicionava el futur del creixement. En aquest context, no ha de sorprendre que l'FMI considerés, quan el país sortia de la crisi financera el 2014, que l'augment potencial de l'economia espanyola havia caigut a l'1,5 % anual. No obstant això, la recuperació 2013-2019 va comportar un augment del producte i de l'ocupació més que rellevant: en termes de PIB, el que s'havia generat el 2007 ja s'havia recuperat el 2016 (creixement anual en termes reals del 2,6 %), encara que els 2,6 milions de nous llocs de treball (EPA) encara distaven del volum precrisi.

Les raons que poden explicar un exercici tan positiu són diverses: apunten, des de l'interior del país, al desplaçament d'activitat cap a sectors més vinculats a la demanda exterior; i des de l'exterior, a la decisiva contribució del MEDE a la reestructuració del sistema financer i al crític paper del BCE (Oliver Alonso, 2017),

reflex del notable augment del balanç (del 20,5 % del PIB de l'àrea de l'euro a finals de 2009 a prop del 40 % a finals de 2019) i la subsegüent caiguda de tipus d'interès.

De fet, a partir del 2014 s'ha modificat substancialment el paper de la intervenció del BCE, des de la seva tradicional funció de prestador en última instància, garant de l'estabilitat del sistema financer, a la de sosteniment i impuls de les cotitzacions als mercats i, indirectament, d'alleugeriment de la càrrega financera del sector privat i, en particular, del sector públic. Pel que fa a la seva funció tradicional, l'expedient extraordinari per fer front a la crisi de l'euro, els LTRO del 2011 i 2012, ha esdevingut un mecanisme ordinari amb les TLTRO I, iniciades el juny del 2014, sèrie a la qual van seguir les TLTRO II (març de 2016) i TLTRO III (març de 2019) que després de successives ampliacions, es van estendre fins a l'estiu de 2022, juntament amb un nou instrument de finançament a llarg termini (a tipus d'interès del -0,25 %), les PELTRO. En conjunt, el crèdit a llarg termini va assolir els 642.000 milions del desembre del 2019 (des dels 430.000 milions del desembre del 2014); per la seva banda, la compra d'actius (APP), iniciada de forma molt tímida el 2009-2012, va experimentar un salt d'escala a partir del 2014, de manera que just abans del xoc de la covid, el gener del 2020, acumulava en el seu balanç 2,6 bilions d'euros. La crisi de la covid ha accentuat aquest procés: primer, amb el manteniment de les compres d'actius del programa ordinari en 20.000 milions d'euros/mes, i la seva ampliació el març del 2020 en 120.000 milions d'euros més en noves compres fins al desembre; i, segon i especialment, amb el PEEP, programa específicament dissenyat per combatre els efectes de la covid. Aquest es va dotar inicialment amb 750.000 milions que, després de successives ampliacions, va quedar fixat en 1.850 mil milions d'euros, dels quals el novembre del 2021 ja s'havien utilitzat 1.547 mil milions (prop del 13 % del PIB de la zona euro).

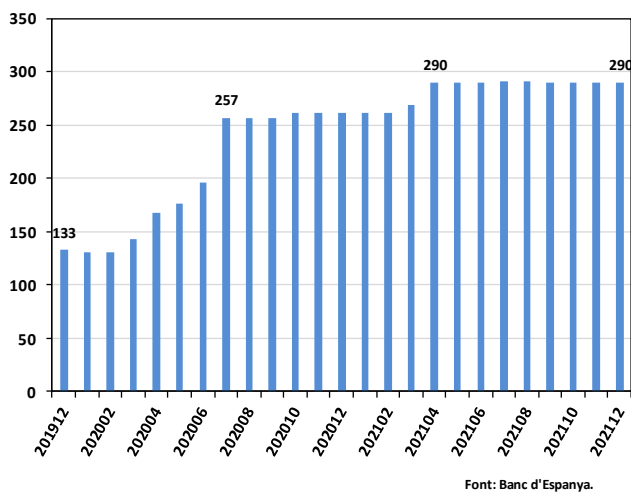
Fins al 2019, la traducció espanyola de la intervenció de l'Eurosistema havia estat particularment rellevant. Les compres de títols espanyols, fonamentalment públics, acumulats al balanç del Banc d'Espanya el febrer del 2020, just abans de la pandèmia, sumaven 336.000 milions, al voltant del 27 % del PIB espanyol. A més, cal recordar que la reinversió dels imports amortitzats apartava, de fet, aquests valors dels mercats, cosa que contribuïa a tenir la percepció que es tractava d'una mena de deute perpetu, fet que contribuïa, lògicament, a mantenir-ne alta la cotització i, per tant, reduïts els rendiments que generaven. Quan a les compres d'actius

s'afegeixen els recursos crediticis rebuts directament pel sector financer espanyol (un 26 % del PIB de mitjana 2012-2019, uns 130.000 milions en operacions de finançament a llarg termini acumulades al febrer del 2020), el total dels fons que el BCE havia destinat a l'economia espanyola just abans de la pandèmia era excepcional: el balanç del Banc d'Espanya en operacions de política monetària (programa de compra d'actius i crèdit a llarg termini) va augmentar substancialment, entre el 2012 i el 2019, del 14 % al 41 % del PIB (des 150.000 als 463.000 milions d'euros).

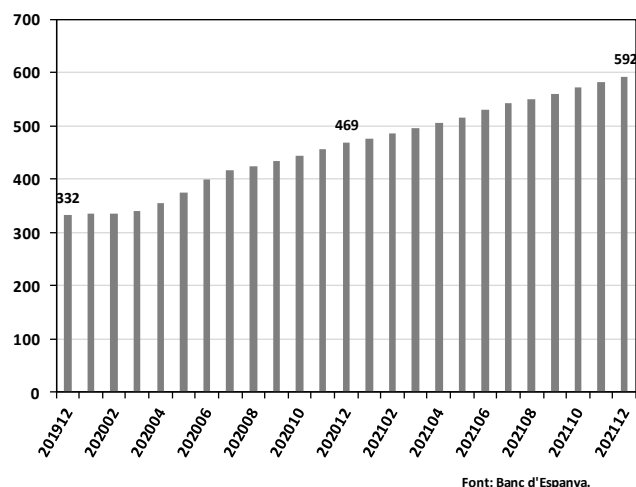
Si se suma la intervenció en la pandèmia, fins a l'octubre del 2021 ha significat que els recursos injectats pel Banc d'Espanya en les compres d'actius (especialment deute públic) van augmentar en prop de 234.000 milions (des dels 336.000 milions de febrer 2020 als 571.000 milions d'octubre del 2021), mentre que els préstecs a llarg termini a la banca van créixer en 159.000 milions més, fins a assolir els 289.000 milions l'octubre del 2021. Amb això, en el segon trimestre del 2021, les operacions de política monetària al balanç del Banc d'Espanya (compra d'actius i crèdit a llarg termini) arribaven a un 71,5 % insòlit del PIB espanyol. En suma, un increment que pràcticament ha doblat el pes sobre el PIB i que expressa la importància del BCE en l'estabilitat financera del sector públic espanyol i de la resta de sectors residents a Espanya.

Gràfic 2. La creixent intervenció del BCE

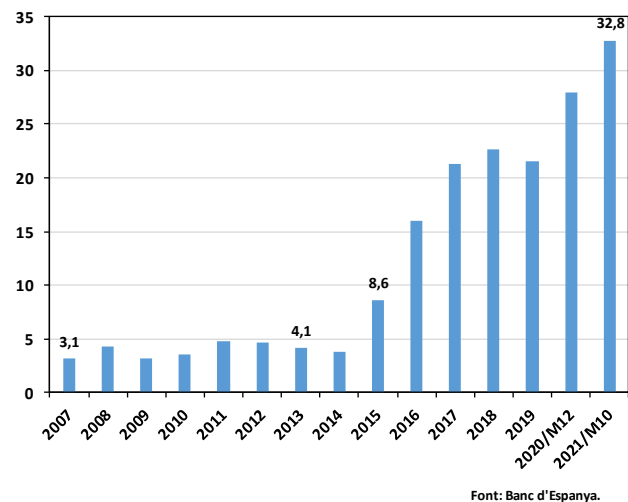
a. Crèdit a llarg termini (LTRO i TLTRO) a la banca espanyola, 2019-2021 (mm. euros)



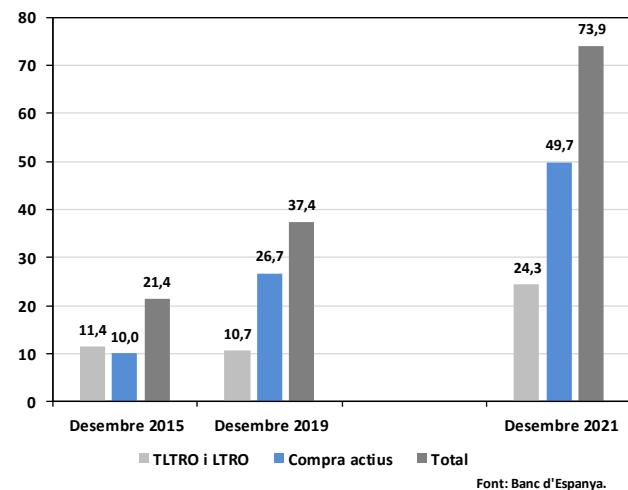
b. Programa de compra d'actius del Banc d'Espanya (mm. euros)



c. Bons i obligacions de l'Estat en l'actiu del Banc d'Espanya. 2007-2021 (% del total)



d. La covid i l'augment del balanç del Banc d'Espanya per operacions de política monetària. 2015-21 (% del PIB)



Els efectes d'aquesta intervenció massiva es van traduir en tres àmbits. Primer, excloure qualsevol possibilitat d'una nova fase de desequilibris a la zona de l'euro, com va succeir inicialment el març del 2020 amb canalització de fons cap a l'exterior en forma de dipòsits (Álvarez *et al.*, 2021) o els problemes que va presentar Itàlia el març de 2021.

Segon, la confiança sobre l'estabilitat financera de l'economia espanyola es va traduir en una reducció notable dels tipus d'interès: el setembre del 2021, els tipus del deute públic espanyol a 10 anys rendien un 0,33 %, mentre que les rendibilitats dels títols fins a 5 anys eren negatives: a les subhastes de bons a 3 i 5 anys, es van situar en el -0,51 % i el -0,37 %, respectivament. Això es va reflectir en una prima de risc del deute públic espanyol a 10 anys respecte de l'equivalent alemany al voltant dels 60 punts bàsics, valors que no es veien des d'abans de la crisi financera. Finalment, reduir alces potencials de tipus d'interès i mantenir-los en nivells mai vistos la darrera dècada (i en alguns tipus de deute públic en mínims històrics), ha permès que les necessitats financeres del sector públic el 2020 (per sobre dels 300.000 milions) es cobrissin sense dificultat alhora que es va reduir notablement la càrrega financera del deute públic; i el mateix ha passat el 2021 amb el finançament del dèficit públic i el refinançament de la part corresponent de deute. Igualment, la compressió dels tipus d'interès ha repercutit favorablement en la renda de les famílies i de les SNF, encara que el seu impacte sobre les IF ha estat negatiu.

En definitiva, la intervenció europea en l'estabilització financera d'Espanya el 2011-2012 i les condicions monetàries molt favorables generades pel BCE a partir del 2014-2015, van establir les bases de l'expansió 2013-2019; sobre aquest rerefons, la continuïtat, i ampliació, de la intervenció del BCE en la covid, a la qual cal sumar la suspensió del Pacte d'Estabilitat i Creixement i els fons NEXTGEN, subministren el marc dels canvis en el comportament de llars, SNF, IF i AP, i la seva translació a l'exterior, que s'analitzen tot seguit.

1.2. Moderats excedents privats 2013-2019 i elevades necessitats públiques 2020-2021

Un dels trets que defineixen la recuperació 2013-2019 han estat els canvis tant en la demanda (de la interna a l'externa) com en l'oferta (de sectors protegits de la competència internacional cap a d'altres de més oberts). Quina traducció van tenir als saldos financers dels sectors privats i públic? En aquests anys, el consum

privat va avançar a una taxa anual del 2,2 %, encara que en béns duradors ho va fer a ritmes superiors (6,7 %), que reflecteix el seu embassament en els pitjors anys de la recessió (González i Urtasun, 2015), alhora que la taxa d'estalvi es reduïa; atès que la seva inversió va augmentar a taxes properes al 5 % anual, el saldo del compte de capital de les llars va mostrar una clara disminució (disminució mitjana de l'1,1 % del PIB). En suma, a la recuperació postcrisi financera, i just abans del xoc de la covid, la caiguda de l'estalvi, l'augment de la inversió i la reducció dels excedents financers definien el comportament i els resultats financers de les llars espanyoles.

Aquesta dinàmica es va alterar substancialment amb la covid-19. El 2020, la confiança de les llars es va veure extraordinàriament afectada per la incertesa sobre l'evolució futura de la pandèmia i els efectes sobre l'activitat i l'ocupació (tot i els ERTO, l'ocupació el 2020 va caure un -3,0 %). A més, i encara que els programes SURE i de protecció dels autònoms, entre altres mesures, van contribuir a contenir la caiguda de la renda familiar disponible, aquesta va acabar retrocedint un -3,3 % en termes reals. En aquest context de menys ingressos i més incertesa, el consum es va reduir severament, en part per la impossibilitat de consumir determinats béns i serveis i, fins i tot, de traslladar la despesa cap al futur (en particular, en certs serveis), de manera que va retrocedir un insòlit -12 % en termes reals, una caiguda que, el tercer trimestre del 2021, el situava encara un -8 % inferior al del mateix període del 2019 (Christelis *et al.*, 2020).

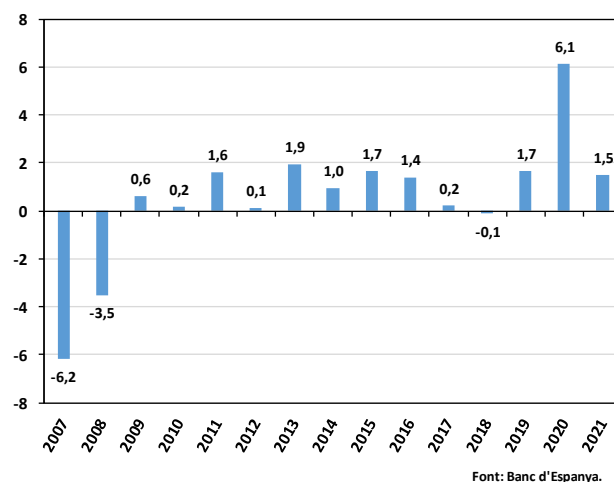
Aquesta contracció molt més intensa de la despesa que de la renda es va traduir, el 2020, en un augment de l'estalvi familiar a nivells mai assolits les darreres dècades, que reflecteix parcialment el confinament (Río i Cuenca, 2020; Dossche i Zlatanos, 2020), però encara més (Christelis *et al.*, 2020; Banc d'Espanya, 2021) l'augment de l'estalvi de precaució per les possibles conseqüències financeres de la pandèmia. En resum, una taxa d'estalvi el 2020 del 9,7 % del PIB, molt superior als registres dels pitjors anys de la crisi financera el 2009-2010, quan es va situar al voltant del 7 %. Atès que la seva inversió es va contreure només moderadament, la capacitat de finançament de les famílies també va arribar a màxims històrics (6,5 % del PIB), un excés de recursos que segons l'opinió de la Comissió Europea hauria de revertir a registres al voltant de l'1 % del PIB de mitjana per al 2021-2022.

Pel que fa a les societats no financeres (SNF), tant els canvis sectorials (pèrdua de pes de la construcció) com les modificacions en la seva inversió van situar l'estalvi 2013-2019 en prop del 17 % del PIB, davant d'una inversió inferior en més de 3 punts, que va generar una capacitat de finançament propera al 4 % del PIB, que trencava amb la trajectòria de períodes similars de creixement. Amb la covid, l'impacte positiu de les injeccions de liquiditat (préstecs bancaris garantits per l'ICO), les morositats de crèdits i els ajornaments en algunes figures fiscals van contribuir a absorbir part de la caiguda d'ingressos. Amb això, i atesa la reducció de la taxa d'estalvi de les SNF (pròxima a 1,4 punts del PIB) i la poca caiguda de la inversió (1 punt menys), la capacitat de finançament amb prou feines es va modificar, i es va situar en el 2,4 % del PIB el 2020. En el sector, les empreses amb més dificultats (mesurades per ràtios de NPL superiors al 3,1 % dels actius bancaris corresponents el març de 2021) van emergir en el comerç, l'hostaleria i, en particular, les activitats artístiques i recreatives (European Banking Authority, 2021), amb un pes més gran de pimes vulnerables (European Central Bank, 2021a).

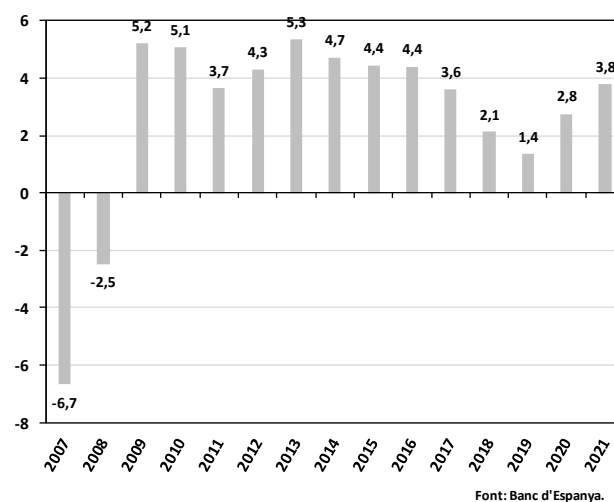
En conjunt, llars i SNF van situar la seva capacitat de finançament 2013-2019 al voltant del 4,7 % del PIB; si hi afegim la que va generar el sector financer (un 2,3 %), el conjunt del sector privat (societats financeres i no financeres i famílies) va presentar una capacitat de finançament el 2013-2019 del 7,1 % del PIB, que va donar la volta al dèficit de recursos que havia generat en l'expansió 2001-2007. La covid va significar un salt d'escala més que notable a aquesta contribució, de manera que l'excés de recursos del sector privat assolit el 2019 va passar al 12,1 %, un nivell mai vist amb anterioritat, que supera el màxim històric del 2012 (11,3 %), i que està molt per sobre de registres aconseguits en èpoques de crisi anteriors (8,6 % del PIB el 1985 o 7,3 % el 1995). Aquesta tendència ha continuat el segon trimestre del 2021, quan es va situar al voltant del 10 % del PIB.

Gràfic 3. Capacitat/necessitat de finançament del sector privat espanyol 1981-2021 (% del PIB)

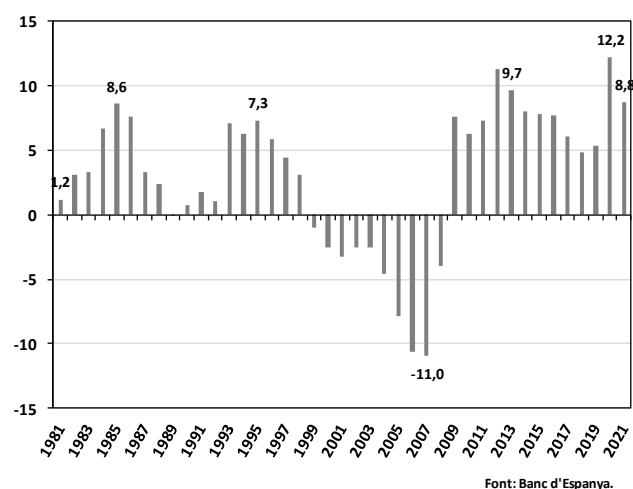
a. Llars



b. Societats no financeres



c. Total sector privat (llars, SNF i IF)



Per la seva banda, per al sector públic, els volums elevats de dèficit 2013-2019 no van ser el reflex d'un excés d'inversió (el 2,2 % del PIB de mitjana, lluny del 4,1 % del 1999-2007), sinó dels registres d'estalvi públic negatius: un -2,3 % del PIB de mitjana 2013-2019, que el 2020 es dispara fins al -11 %. Alhora, aquest desestalvi tampoc no expressava una despesa que es pogués qualificar d'excessiva: de mitjana 2015-2019, l'espanyol es va situar en el 42,3 % del PIB, uns cinc punts per sota del 47,4 % de la UEM, molt allunyat dels valors de França (56,3 %), Bèlgica (52,6 %), Itàlia (49 %), Alemanya (44,5 %) o Holanda (43 %), i només per sobre dels d'Irlanda (26,8 %), Romania (35,1 %), Bulgària (36,6 %) o Letònia (38,5 %). En resum, un dèficit públic d'un elevat -11 % el 2020 similar al del 2009, una xifra que s'ha reduït moderadament fins al -8,7 % en el segon trimestre del 2021.

1.3. Fluxos de finançament exterior i balança de pagaments: una dècada de superàvits

La recuperació 2013-2019 ha suposat el canvi més substancial de les darreres dècades en el funcionament de l'economia espanyola: un llarg període de superàvits exteriors que, fins i tot malgrat el xoc de la covid, ha continuat i ha definit la més dilatada etapa d'excedents amb el resta del món: els 10 anys transcorreguts del 2012 al 2021 superen, amb escreix, la mitjana d'altres moments en què es van aconseguir superàvits, encara que sempre menys duradors i menys elevats (1971-1973, 1984-1986 o 1995-1997).

Des de la demanda, aquest canvi reflecteix la substitució de demanda interna per externa. L'aportació d'aquesta darrera al creixement del PIB ha estat sistemàticament positiva, un registre que, malgrat la covid i el seu efecte sobre el sector exterior, s'ha mantingut el 2020 i els primers trimestres del 2021. Així, trencant amb una tradició que es remunta als anys seixanta, a la fase de recuperació postcrisi financera 2013-2019 no es va produir la tradicional substitució de demanda externa per la interna. Això es va reflectir en un canvi estructural del pes de les exportacions de béns i serveis respecte al PIB no vist anteriorment (Gutiérrez Chacón i Martín Machuca, 2019), des del 26 % del PIB del 2007 al 33 % del 2013 i al 35 % del 2019, un increment insòlit de gairebé 10 punts just abans del xoc pandèmic. Lògicament, les circumstàncies particulars del comerç exterior durant la covid, amb una contracció de les vendes a l'exterior superior al -20 % (pèrdua del -9,2 % en mercaderies i del -43,2 % en serveis turístics), han reduït l'aportació al 31 % del PIB el 2020, encara que ja

el primer semestre del 2021 aquesta proporció ha començat a recuperar-se (fins al 32,7 %). A aquest canvi estructural en el pes sobre el PIB de les vendes internacionals de béns i serveis cal afegir-hi la caiguda de l'elasticitat de les importacions respecte del PIB (Myro, 2018).

Fins a la crisi financera del 2008-2012, els dèficits exteriors reflectien la tradicional insuficiència de l'estalvi intern per finançar la inversió efectuada al país, possible per la incorporació d'Espanya a l'euro, que va permetre superar la tradicional restricció exterior de recursos per finançar part de la inversió: es tractava de la traducció espanyola, en el context de la UEM, de la paradoxa Feldstein-Horioka (Feldstein i Horioka, 1980). En aquest nou context, les famílies van modificar el comportament tradicional de generadors de fons i van iniciar un procés, desconegut fins aleshores, de necessitat creixent de recursos, que es va sumar a la tradicional necessitat de les SNF a les expansions. Amb això, al final del boom el 2007, el saldo del compte de capital del sector privat no financer (llars i SNF) va aconseguir uns registres negatius mai vistos, cosa que es va reflectir en un creixent dèficit exterior (EuropeG, 2012; Oliver Alonso, 2017).

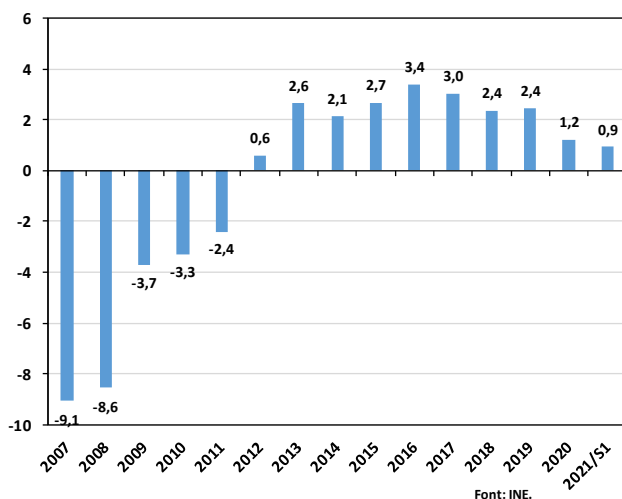
La crisi financera va significar una alteració brusca i profunda en el comportament del sector privat (llars, SNF i IF), que es va expressar el 2007-2012 en un canvi insòlit en el signe i nivell del saldo del seu compte de capital (Arce *et al.*, 2017), des del -11 % del PIB fins al +11 %, una millora de 22 punts percentuals que expressa l'extraordinària duresa de l'ajust del sector privat d'aquells anys. A partir d'aquell màxim, i superada la crisi de confiança sobre el sector financer i l'estabilitat exterior del país, es va operar una reducció continuada dels excedents del sector privat no financer, fins a situar-los en el 5,3 % del PIB el 2019. Aquesta disminució va ser pràcticament compensada per un canvi similar al saldo negatiu de les AP (del -7,0 % del 2013 al -2,9 % del 2019), alhora que les institucions financeres van mantenir els seus recursos excedentaris al voltant del 2 % del PIB.

Aquesta triple conjunció d'excedents menors dels sectors privats no financers, estabilitat en els de les IF i caiguda en les necessitats de finançament del sector públic, es va traduir en el manteniment del superàvit respecte a la resta del món, el saldo del qual va passar de l'insòlit -9,1 % del 2007 al 2,6 % el 2013 i al 2,4 % el 2019. I encara que la pandèmia va significar un deteriorament molt notable del dèficit públic (de nou de l'ordre del -11,0 %), aquest es va compensar amb el fort augment de la capacitat de finançament dels sectors

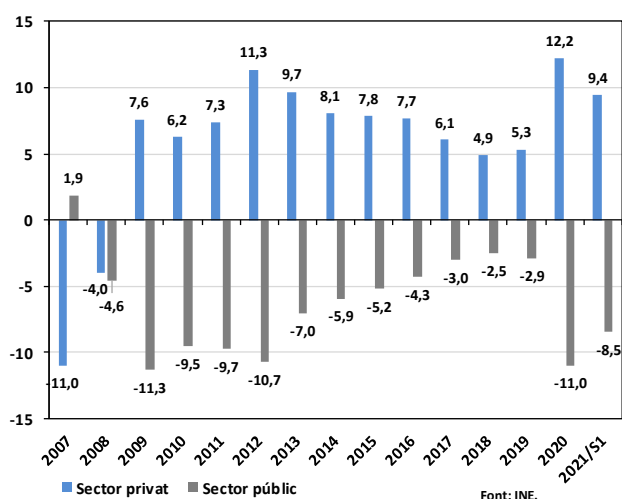
privats, fet que va permetre mantenir el saldo exterior en l'1,2 % del PIB.

Gràfic 4. Capacitat/necessitat de finançament exterior d'Espanya 2007-2021/T2 (% del PIB)

a. Total



b. Detall per sectors



Aquesta llarga dècada de superàvits exteriors reflecteix un canvi estructural, amb modificacions rellevants en el signe i el valor dels saldos de les balances principals del compte corrent: de dèficit a superàvit en béns no energètics i serveis no turístics; de reducció substancial del dèficit en energia; d'augment del superàvit en serveis turístics i, finalment, de desaparició del dèficit en rendes primàries i el manteniment en rendes secundàries. Es tracta d'un conjunt d'alteracions de naturalesa diferent: a la balança de mercaderies i en la de serveis no turístics, millores de competitivitat, ampliació de la base exportadora i caiguda de l'elasticitat de les importacions respecte a la demanda interna (International Monetary Fund, 2017b, Alves *et al.* 2019); a la turística, millora competitiva, desviament de fluxos del nord d'Àfrica i

Turquia, i recuperació de la renda a la zona euro; a l'energètica, caiguda dels preus del petroli; i, finalment, a la de rendes primàries, reducció de tipus d'interès, i en la de rendes secundàries, manteniment de les remeses d'immigrants. En resum, elements de característiques dispers, alguns permanents però altres de naturalesa transitòria o cíclica, encara que en aquest àmbit el consens és només parcial. Així, mentre que alguns autors (Myro, 2018) defensen que s'ha operat un canvi estructural tant en la capacitat exportadora com en la reducció de les importacions, altres treballs (Banc d'Espanya, 2017; Alves *et al.*, 2019) estimen que el caràcter transitori de la millora de la balança per compte corrent 2007-2018 arriba a més de la meitat, mentre que el 40 % de la correcció seria permanent. A més, d'aquesta última, la meitat derivaria de la reducció del component estructural del dèficit públic a partir del 2010, mentre que un altre 20 % expressaria els efectes de l'envelliment, del creixement inferior i dels guanys de competitivitat (Moral-Benito i Viani, 2017).

Tenint en compte el canvi radical del saldo exterior, té sentit preguntar-se fins a quin punt aquest procés és específic d'Espanya, reflex de mesures adoptades al país, o expressa els efectes de la intervenció de la UE. La resposta a aquesta pregunta indica que és un procés general en el gruix dels països perifèrics de la zona euro. Així, l'increment del pes d'exportacions de béns i serveis sobre el PIB operat a Espanya s'inscriu en un patró més general d'augment en el conjunt de la UEM (del 40 % de 2007 a més del 48 % el segon trimestre del 2021) i, en particular, als països perifèrics (Irlanda, Portugal, Itàlia o Grècia). I respecte del saldo agregat amb l'exterior, el 2,4 % de superàvit exterior d'Espanya del 2019 es pot comparar amb el d'Itàlia (3,1 %), encara que excedeix el de Portugal (1,3 %) o Grècia (-1,1 %). Fins i tot la reducció dels excedents del sector privat espanyol a la recuperació 2013-2019 també és, almenys parcialment, una tendència comuna, encara que a Espanya el procés ha estat més intens.

Aquestes similituds són rellevants: apunten al paper de factors externs comuns, tant en les reformes internes obligades pels programes d'austeritat i la pressió dels mercats (*reversals* i *sudden stops* dels fluxos de capital), com per l'empenta dels vents de cua que van presidir la recuperació 2013-2019 (tipus d'interès baix, euro relativament feble, petroli i factors geopolítics). Així, pertànyer a l'euro ha significat per a Espanya i la resta de la perifèria adoptar polítiques similars a les que va suposar, els anys vint, el *Gold Standard* per als països més febles (Eichengreen, 1995), que els va obligar a

reformat les economies per evitar la sortida de capitals cap als més solvents, com va passar llavors amb les exportacions d'or. En qualsevol cas, i tenint en compte la covid i el manteniment del superàvit amb la resta del món, es podria afirmar que la disciplina alemanya ha tingut èxit, perquè ha corregit les dificultats de finançament exterior dels països amb problemes d'estabilitat a la seva balança exterior, amb la marcada excepció, parcial de totes maneres, d'Itàlia. Una disciplina que es correspon amb la visió germànica de la naturalesa de la crisi que, des de la seva narrativa, reflectia l'acumulació de pèrdues de competitivitat i que, per tant, només es podia combatre corregint-les (Sinn, 2014).

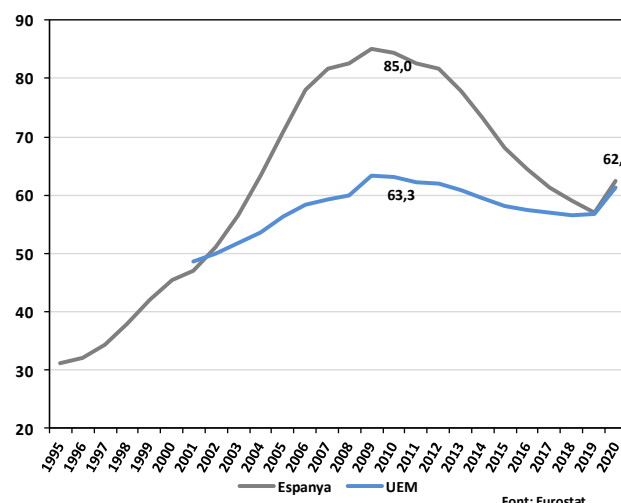
2. De fluxos a estocs 2013-2021: vulnerabilitats privades i reversió del despallanquejament

A Espanya, i malgrat els canvis en el comportament dels sectors residents, l'endeutament acumulat pel sector privat en l'expansió (1997-2007), en el públic a la Gran Recessió (2008-2012) i amb relació a l'exterior (1997-2012), continuava planejant després de la crisi financera. Perquè encara que l'emergència de superàvits en el compte de capital dels sectors residents era una condició necessària per reduir els elevats volums de deute (Internacional Monetary Fund, 2017d), la seva reconducció cap a valors sostenibles necessitava que les modificacions en el comportament dels sectors residents i els augments nominals del PIB es prolonguessin durant períodes dilatats (Pierlugi i Sondermann, 2018). Per això, a continuació es revisa la dinàmica del deute dels diferents sectors residents.

Pel que fa a les llars, el 2013-2019 van continuar amb l'intens despallanquejament iniciat els anys previs a la recuperació, amb una reducció en el seu deute pròxima als 20 punts del PIB (del 78 % al 57 %); el 2020, i com a resultat de la caiguda del PIB i la reducció de l'estoc de crèdit a les famílies, aquesta ràtio va augmentar fins al 63 % del PIB, un valor en línia amb la mitjana de la UEM, però encara allunyat dels registres espanyols de 1997-2001 (del 41 %) o dels observats, el 2019, a Alemanya (54,4 %) o Itàlia (41 %). No només això, la Comissió Europea, en el balanç de la situació d'Espanya just abans de la covid (European Commission, 2020a), destacava que encara que en els límits que imposava el MIP, el 2019 Espanya presentava registres inferiors a l'índex de

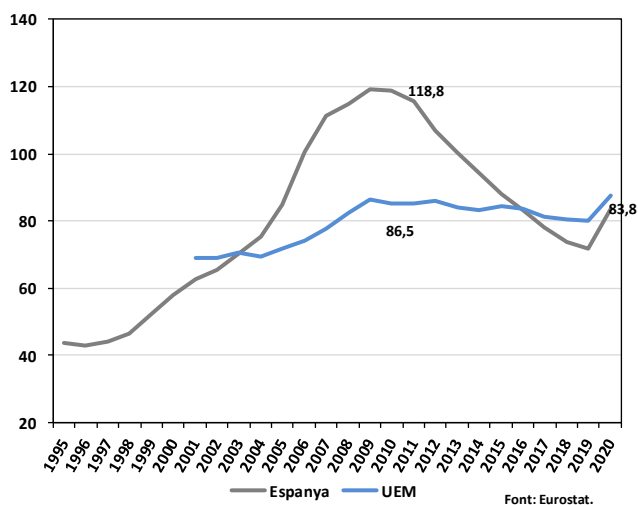
referència definit, respecte a les mètriques d'aquests desequilibris definides especialment per a la situació d'Espanya, l'endeutament de les llars continuava excessivament elevat.

Gràfic 5. Ratios de deute (total passius consolidats) de les llars a Espanya i la UEM 1995-2020 (% PIB)



A aquesta dinàmica del despallanquejament familiar cal sumar-hi el de les SNF (Maudos i Fernández, 2016), que també va presentar una caiguda substancial el 2013-2019 (des del 100 % al 73 % del PIB en termes consolidats), de manera que el sector productiu va entrar en la crisi de la covid amb uns balanços notablement més sanejats (Internacional Monetary Fund, 2020), malgrat que encara necessiten reduir l'endeutament (European Commission, 2021c). Addicionalment, en aquests anys també hi va haver modificacions en la tipologia de passius de les SNF, amb substitució de crèdit bancari per endeutament per a les societats més grans (Banc d'Espanya, 2018a), fet que va alliberar recursos crediticis per a grans empreses i pimes el deute de les quals no tenia la qualificació necessària per ser utilitzat com a col·lateral en els préstecs del BCE (Banc d'Espanya, 2017; Arce *et al.*, 2017 i 2019). Finalment, l'efecte de la covid sobre la ràtio d'endeutament de les SNF ha estat considerable, tant per la contracció del PIB com per l'augment de l'endeutament, finançat parcialment amb crèdit bancari garantit, fins a 120.000 milions, per l'ICO. Amb això, el deute de les ENF es va elevar el 2020 al 85 %, una xifra inferior a la mitjana de la UEM de 2019, però igual que passava amb les llars, els índexs de referència definits específicament per al deute empresarial a Espanya indiquen que el seu valor superava nivells raonables.

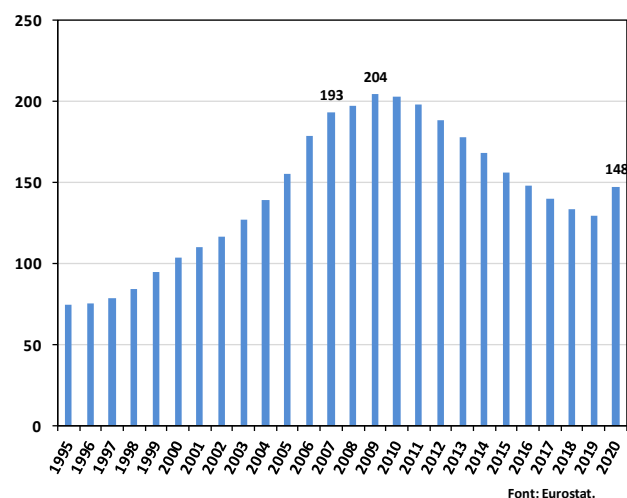
Gràfic 6. Ratios de deute (consolidada) de les SNF a Espanya i la UEM 1995-2020 (definició MIP: títols de deute i préstecs) (% PIB)



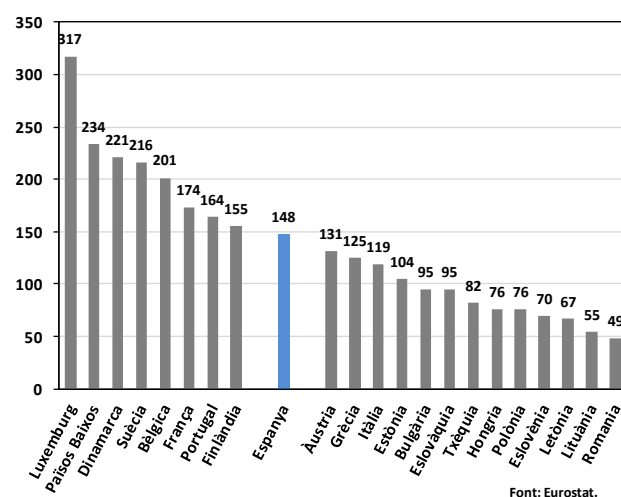
Que el deute privat de llars i SNF se situï encara uns 53 punts del PIB per sobre dels registres del 1997-20001 reforça l'evidència que apunta que, en les recessions aparegudes després de booms de la construcció residencial finançats amb crèdit, la disminució de l'endeutament és dilatada i tendeix lentament a revertir els valors anteriors (Claessens i Kose, 2013; Kannan *et al.*, 2013), un procés similar al de la ràtio crèdit/PIB generat en l'expansió (Tang i Upper, 2010). No obstant això, i encara que el 2019 el procés de despallanquejament no es podia considerar finalitzat, el balanç de la crisi financera i la recuperació posterior era, certament, més que positiva (García-Vaquero i Casado, 2019): entre el 2010 i el 2019, el sector privat no financer espanyol havia reduït el seu endeutament (consolidat) prop de 70 punts del PIB (del 203 % al 130 %), encara que el 2020 la crisi de la covid l'havia augmentat al 148 %, un registre final similar al de la mitjana de la UEM. Això situa aquest deute el 2020 per sota del d'Holanda (234 %), Dinamarca (221 %), Suècia (216 %), Bèlgica (201 %), França (174 %), Portugal (164 %) o Finlàndia (155 %), però lluny de la mitjana espanyola 1997-2001 (del 94 %) o dels registres italians (119 %) o alemanys (105 % el 2019). Igual que amb el deute de famílies i SNF, per al conjunt de l'endeutament del sector privat, el 2019 (European Commission, 2020a) la Comissió estimava que el valor de referència, basat en els principals indicadors econòmics, encara se superava en un 25 %, mentre que el nivell màxim prudencial (endeutament a partir del qual la probabilitat d'una crisi bancària augmenta) era un 30 % més elevat.

Gràfic 7. Deute privat consolidat a Espanya i alguns països de l'àrea euro, 1995-2020 (% del PIB)

a. Espanya, 1995-2020



b. Àrea de l'euro 2020



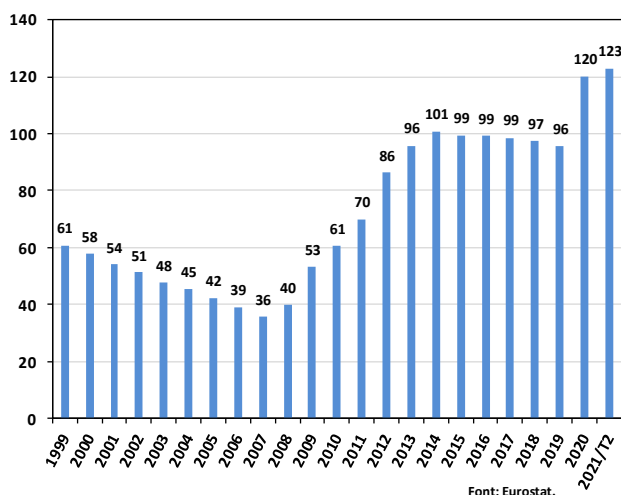
A l'hora de reduir el deute privat va ser determinant la contracció del saldo de crèdit bancari: entre el 2009 i el 2019, una disminució pràcticament idèntica a la del deute privat, propera als 75 punts del PIB (del 172 % del 2009 al 96 % del 2019) encara que el juny del 2021 se situava en el 106 %. La seva forta caiguda just fins a la covid expressa, juntament amb l'augment del PIB nominal, amortitzacions i assumptió de pèrdues per al sector bancari, en particular per a la construcció i el sector immobiliari que, el 2019, ja aportava únicament el 21 % del crèdit concedit al sector productiu, similar a la mitjana 1997-2001, una xifra que ha baixat encara més amb la covid (fins al 19,1 % el juny del 2021). Tot i aquest ajustament del crèdit bancari, la reducció encara no es pot donar per acabada. Un senyal d'aquesta necessitat és el seu excés teòric (diferència entre el pes en PIB i en crèdit al sector privat d'Espanya amb relació al total de la UEM): prenent aquest indicador per a finals del 2020

(un 9,7 % de PIB i un 10,3 % de crèdit), aquell excés se situaria encara al voltant dels 73.000 milions d'euros, una xifra molt allunyada dels més de 730.000 milions que va assolir el 2008, el moment de màxima expansió creditícia.

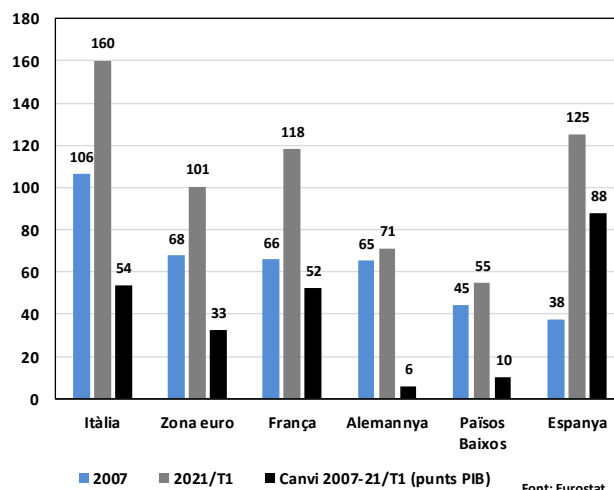
Finalment, entre el 2013 i el 2019, i reflectint la contracció de l'estoc de crèdit, les institucions financeres monetàries i no monetàries (excepte el Banc d'Espanya) també van presentar una reducció substancial dels passius exigibles que, en els pitjors moments de la crisi (2011-2012), va obligar a la intervenció del BCE (amb les seves LTRO de desembre de 2011 i febrer de 2012), la posterior del MEDE per finançar la reestructuració bancària (juliol de 2012) i, finalment, l'anunci del BCE de la potencial posada en marxa de les OMT, en cas que fos necessari per estabilitzar la situació (setembre del 2021). Així, mentre que el 2013 els passius diferents de dipòsits i accions de les institucions financeres monetàries (excepte el Banc d'Espanya) i no monetàries sumaven un 127 % del PIB, a finals del 2019 s'havia reduït en més de 32 punts del PIB, fins al 95 %. Aquesta caiguda ha estat més gran en termes absoluts per a les institucions financeres no monetàries (companyies d'assegurances i altres de similars), amb uns 20 punts del PIB (des del 80 % al 60 %), mentre que les monetàries (exceptuant el Banc d'Espanya) els van reduir en uns 12 punts del PIB (del 47 % al 35%), que reflecteix la contracció del crèdit després del boom anterior. Aquest ajustament és més que rellevant. Que el sector financer monetari i no monetari (excepte el Banc d'Espanya) hagi aconseguit reduir el deute exigible al voltant dels 30 punts del PIB és destacable, atès el seu paper en la duresa de la crisi financera del 2011-2012 i el fet que una part, no gens menyspreable, d'aquells passius amb la resta del món eren exigibles.

Gràfic 8. Deute públic a Espanya i alguns països de l'àrea euro, 1995-2021/T2 (% del PIB)

a. Espanya, 1999-2019/T3



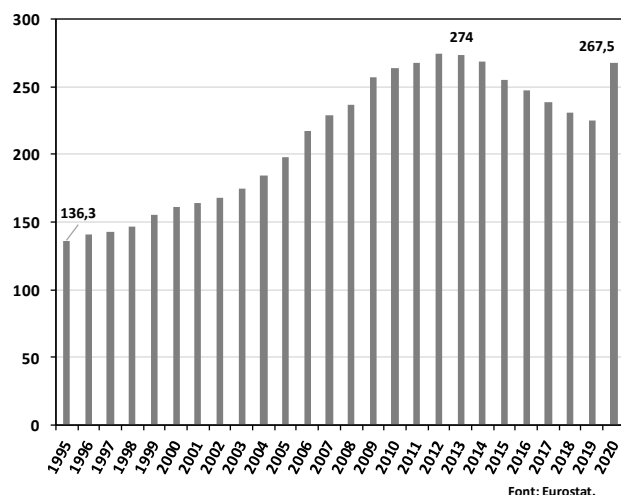
b. Països de l'eurozona, 2007 i 2021/T1



Finalment, pel que fa a l'endeutament de les AP també hi ha hagut canvis substancials que, en relació amb les vulnerabilitats de l'economia espanyola, s'han d'avaluar amb prudència. Incorporant plenament l'efecte de la covid, i fins al segon trimestre del 2021, cal destacar-ne quatre: el fort augment dels passius públics, fins a prop del 176 % (comptes financers no consolidats) i el 122,9 % del PIB, segons el PDE; la seva acusada concentració en les institucions financeres (que, entre el 2013 i el 2021/T2, augmenten el pes del 42 % al 69 % del PIB (encara que una part important és en mans del Banc d'Espanya) i la resta del món (per sobre del 54 % del deute públic el 2021/T2, des del 37 % del 2013); l'augment de la vida mitjana fins a més de 7 anys, i, finalment, la notable contracció de la càrrega financera, des de valors propers al 3,5 % del PIB el 2013 al 2,2 % del PIB el segon trimestre del 2021. Juntament amb aquestes característiques, nous elements que apareixen amb la covid apunten a cicatrius de més llarg impacte: d'una banda, un fort augment de les necessitats brutes de finançament que, el 2020 i el 2021, han assolit prop del 25 % del PIB espanyol, uns registres sensiblement més elevats que abans de la crisi (European Commission, 2021c), que emergeixen com una vulnerabilitat preocupant (Banco de España, 2021); de l'altra, una alça estructural de l'endeutament públic més enllà dels primers exercicis postcovid. Pel que fa a aquest aspecte, la Comissió estimava just abans de la pandèmia (European Commission, 2020a) que, en el seu escenari de referència, el deute brut de les AP pràcticament es mantenia inalterat fins al 2030 al voltant del 95-96 % del PIB, unes previsions revisades molt severament a l'alça a principis de 2021 (European Commission, 2021a), que el situava en el 137 % del PIB a final de la dècada, encara que estimacions posteriors l'han reduït al 117 % del PIB el 2031 (European Commission, 2021b), un registre en

línia amb les del Fons Monetari Internacional per al 2025 (Internacional Monetary Fund, 2021). Tot i aquesta estabilització, el Debt Sustainability Analysis mostrava el 2021 que Espanya es trobava entre els set països (juntament amb Bèlgica, Grècia, França, Itàlia, Portugal i Romania) amb elevats riscos de sostenibilitat en les finances públiques a mitjà termini.

Gràfic 9. Deute¹ dels sectors no financers (privats i AP) a Espanya. 1999-2020 (% del PIB)



1. Deute privat consolidat segons criteri MPI (títols de deute i préstecs) com a suma dels passius consolidats de llars i IPSFL i SNF. Deute de les AP definida segons protocol de déficit excessiu.

Des d'un punt de vista agregat, la pandèmia ha significat una brusca interrupció del despallanquejament dels sectors residents, que ha agreujat els desequilibris existents ja abans de l'impacte de la covid i que la Comissió Europea havia destacat el 2020, en particular, el 2021 (European Commission, 2021c). Donades les dinàmiques alcistes de l'endeutament dels sectors privats no financers i del públic durant la covid, no ha de sorprendre que el deute agregat dels sectors no financers de l'economia espanyola (llars, SNF i AP) hagi recuperat pràcticament els mateixos nivells que després de la crisi financera, absorbint pràcticament tot l'esforç de despallanquejament 2013-2019: el 2020, es va situar en el 268 % del PIB, no gaire lluny del màxim del 275 % del 2012. No obstant això, i malgrat les similituds en els registres de 2021 i 2020, la seva estructura sectorial difereix substancialment de l'existent en la crisi financera: notables reduccions en el deute dels sectors privats no financers, fins i tot malgrat l'augment a causa del xoc de la covid, compensades pel fort augment de l'endeutament públic.

3. Reducció del deute net exterior 2013-2019 i impacte alcista de la covid

Està àmpliament acceptat que el problema que va afrontar Espanya en els pitjors moments de la crisi 2011-2012 va ser el refinançament de l'endeutament exterior acumulat en l'expansió (Reinhart i Rogoff, 2010; Obstfeld, 2012b; Shin, 2012; Catão i Milesi-Fer, 2013) perquè, en moments de desconfiança, l'aspecte crític en l'estabilitat financera dels països amb deute exterior excessiu és el del refinançament. Això remet a una coneguda vulnerabilitat per a països emergents o en vies de desenvolupament: l'emergència de sudden stops o reversals dels fluxos de capital (Mendoza, 2002 i 2010; Waysand et al., 2012; Obstfeld, 2012a i 2012b), encara que la crisi financera a Europa la va estendre als més fràgils de la zona euro, tal com va passar el 2011-2012. En aquells moments, per a Espanya era imprescindible aconseguir unes entrades de capital suficients per amortitzar o refinançar els passius que maduraven (en euros, uns 300.000 milions/any); davant d'aquesta necessitat, el 2012 va veure una sortida de capitals propera als 350.000 milions. El resultat? Inevitables pèrdues de valor dels actius (financers o reals), augment important dels tipus d'interès, reducció de terminis i augment del risc de país (el diferencial de rendiment entre el deute públic espanyol a 10 anys i l'equivalent alemany va assolir un màxim de 548 punts bàsics el juliol de 2012). L'hemorràgia de capitals a l'exterior només es va poder contenir amb la intervenció del MEDE per finançar la reestructuració bancària i, finalment, amb l'anunci de la posada en marxa de les OMT per part del BCE.

A partir de llavors, i en sintonia amb la disminució de l'endeutament dels sectors residents, el deute exterior va començar un lent procés de reducció, encara que és diferent segons la definició de deute exterior que es faci servir. No té la mateixa rellevància la suma de passius exteriors que la del deute exterior o de la Posició d'Inversió Internacional (PII): els primers constitueixen el total del que deu el país (independentment de la seva exigibilitat), mentre que el deute té en compte només els passius que generen pagaments d'interessos o amortització, definicions que apunten a problemes potencials de finançament (o refinançament); finalment, la PII (diferència entre actius i passius exteriors) constitueix un indicador de la solvència exterior del país. Es tracta, doncs, de dues aproximacions diferents: finançament (o refinançament) i solvència, encara que és evident que els problemes que planteja la primera, si

no s'atenen adequadament, poden qüestionar la segona. Per això, a continuació es revisa el que ha passat amb aquestes tres magnituds en la recuperació 2013-2019 i quina era la situació d'Espanya just abans de la pandèmia, els efectes que ha tingut aquesta sobre l'endeutament exterior i, a continuació, avaluar l'impacte de la covid.

Això no vol dir que la solvència del país (mesurada per la PII) no sigui objecte d'una atenció especial en el següent apartat. A causa dels canvis notables en les posicions deutes i creditors del Banc d'Espanya i de les AP, a continuació s'analitza com aquestes s'han modificat en la recuperació, mentre que el darrer apartat prolonga l'anàlisi a la PII.

3.1. Despalanquejament exterior 2014-2021: millora fins al 2019 i canvis pandèmics

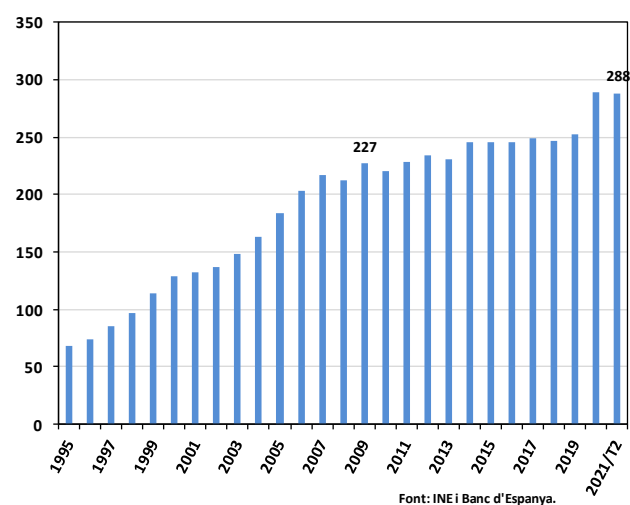
Arrel de la incorporació a l'euro, i malgrat el fort avenç del dèficit amb la resta del món, els actius financers d'Espanya a l'exterior van experimentar un increment espectacular, un reflex de com Espanya va començar a eliminar el risc de país associat a les devaluacions amb què tradicionalment havia fet front a crisis de balança de pagaments. L'augment expressava dos orígens diferents: creixents dèficits exteriors de 1995-2007 i notable expansió de les compres d'actius a la resta del món (aquells anys van doblar el seu pes al PIB, des del 60 % el 1997 al 132 % el 2007). El finançament dels dos processos (dèficits de la balança de pagaments i adquisició d'actius a la resta del món) es va operar, lògicament, mitjançant l'expedient d'un augment molt fort dels passius amb la resta del món (del 85 % del PIB de 1997 al 217 % del 2007). Però aquest fort augment no va reflectir, excepte d'una manera molt parcial, la necessitat de finançament del creixent dèficit exterior d'aquells anys (el saldo del compte de capital del país va passar del 0 % del PIB el 1997 al -9,1 % el 2007), si no que expressava, fonamentalment, l'ampliació de les adquisicions d'actius de les empreses espanyoles a la resta del món.

En resum, el model d'integració financera d'Espanya amb l'exterior a la primera dècada del 2000 es va basar en un fort increment dels passius i, en particular, dels exigibles, destinats a finançar el saldo exterior negatiu i l'augment de les posicions creditors amb la resta del món. A partir de l'inici de la recuperació el 2013-2014, aquest esquema no es va modificar: el gruix de l'adquisició d'actius d'Espanya a la resta del món ha estat finançat amb endeutament internacional (Alves *et al.*, 2019), de manera que l'augment dels passius d'Espanya

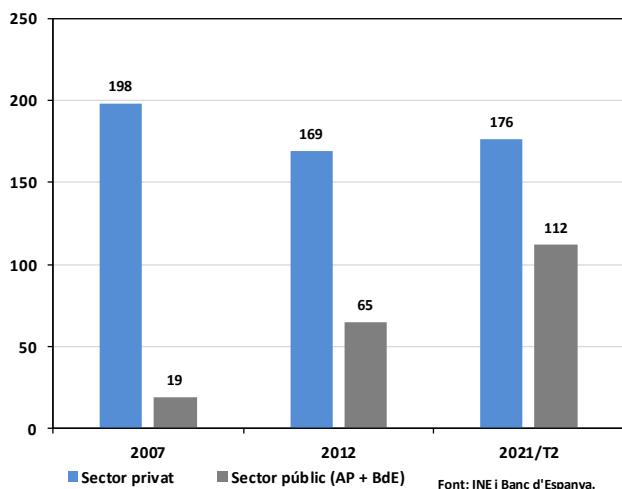
va continuar fins i tot en els pitjors moments de la crisi (fins al 230 % del PIB el 2013) i s'ha prolongat en la recuperació. Així, entre el 2013 i el 2019, mentre la suma de les capacitats de finançament exterior del país va arribar a una mica més de 200.000 milions d'euros, la variació neta d'actius es va acostar als 990.000 milions; amb això, el 2013-2019 el seu total va augmentar en uns 39 punts del PIB (del 139 % del PIB del 2013 al 178 % del 2019, des dels 1,4 bilions als 2,2 bilions en termes nominals). Per la seva banda, la covid va significar un nou impuls a aquestes adquisicions, de manera que entre finals del 2019 i el primer semestre del 2021, mentre que la capacitat de finançament va sumar 26.200 milions, els actius d'Espanya a l'exterior van augmentar en 222.000 milions (fins i tot el 211 % del PIB el segon trimestre del 2021). Amb això, el 253 % de passius exteriors sobre el PIB del 2019 es va incrementar fortament el 2020-2021 (fins al 288 % el segon trimestre del 2021). En aquest context, cal destacar que l'augment de l'endeutament extern després de la crisi financera va tenir lloc malgrat la retirada del país d'una part considerable de les posicions de la banca internacional (*The Great Retrenchment* de Milesi-Ferretti i Tille, 2011), que es va traduir en una reducció substancial de les seves posicions: del màxim d'1,1 bilions de dòlars del primer trimestre del 2008, als 370.000 milions del quart del 2016; a partir d'aleshores, hi ha hagut una certa recuperació, i s'han assolit valors al voltant dels 490.000 milions el primer trimestre del 2021.

Gràfic 10. Passius d'Espanya front l'exterior, 1995-2021/T2 (% del PIB)

a. Total



b. Detall per sectors



Encara que la dinàmica dels passius acostava raonablement les exigències financeres que afronta el país, els seus valors s'han de depurar de la part que no genera obligacions de pagament d'interessos o amortització (Jiménez i Martín, 2017), i que defineixen el deute exterior, reflex directe de la potencial vulnerabilitat exterior. Pel que fa a aquesta variable, en la recuperació també es van operar canvis tant en l'import (a finals de 2019 el deute exterior se situava al voltant del 164 % del PIB, uns 19 punts per sobre del 2008) com en la composició (només parcialment entrades d'IED, mentre que van créixer altres passius amb menys vocació de permanència). Amb la covid, la situació del deute exterior ha continuat a l'alça, i ha assolit registres històrics (un 198 % del PIB el segon trimestre del 2021), reflex de la caiguda del PIB i l'augment d'endeutament del Banc d'Espanya, juntament amb l'increment de valor dels passius provocats per la reducció dels tipus d'interès.

3.2. Estructura sectorial de l'endeutament exterior 2013-2021: el paper creixent del Banc d'Espanya i de les AP

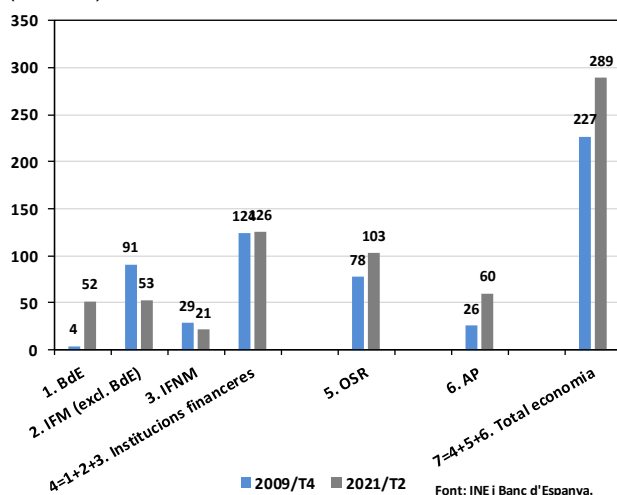
El col·lapse financer del 2008-2012 va estar directament relacionat tant amb el volum que s'havia de refinançar amb l'exterior com amb els sectors deutors amb l'exterior: una part substancial dels passius que devia el país s'acumulava a la banca, cosa que va aguditzar els problemes generats per les sortides de capital, va restringir el crèdit i va dificultar la col·locació de deute públic per a les AP. Va ser la traducció espanyola del bucle crisi bancària - crisi de finançament del sector públic - crisi bancària, una situació que remet a altres períodes de la història econòmica europea moderna: la

impossibilitat de salvaments públics de la banca va ser un element essencial de les crisis bancàries austríaques i alemanya de maig-juliol del 1931 (Straumann, 2019).

Quina va ser la dinàmica d'aquest endeutament en la recuperació postcrisi financera i, en particular, quines transformacions en la composició sectorial s'havien operat? Aquest aspecte és rellevant ja que, en els canvis 2013-2019, més important que la suma absoluta, o la del seu increment, és la seva estructura sectorial i, en particular, les modificacions operades en l'endeutament exterior per les institucions financeres, AP i SNF.

Així, els problemes de pagaments dels pitjors anys de la crisi financera (2011-2012) van reflectir, fonamentalment, el pes elevat del finançament exterior del sector financer que, en conjunt i encara el 2013, era deutor per un insòlit 106 % del PIB. A aquesta posició deutora calia afegir la de societats no financeres (un 83 % del PIB), mentre que les AP aportaven un 41 %. En total, un 231 % del PIB en passius exteriors. A la recuperació 2013-2019 es van operar dos canvis substancials: amb relació a l'import absolut, l'import es va elevar fins al 253 % del PIB el 2019; respecte dels sectors deutors, l'agregat institucions financeres (monetàries, Banc d'Espanya i no monetàries) amb prou feines es va modificar (des del 106 % del 2013 al 110 % al final del 2019), mentre que van augmentar els passius exteriors de les AP (del 41 % al 53 % del PIB) i de les SNF (del 83 % al 90 %). Però la pràctica estabilitat de la posició deutora de les institucions financeres és equívoca: amaga un canvi substancial en la seva composició, amb reducció de les institucions financeres monetàries (exclòs el Banc d'Espanya) i no monetàries i, alhora, un fort augment de les del Banc d'Espanya, un procés que ha continuat durant la crisi de la covid. Així, entre els primers trimestres de 2009 i 2021, les primeres han reduït dramàticament els seus passius exteriors (del 87 % al 55 % del PIB), reflex del despallanquejament exterior de la banca, després del llarg boom 1997-2007 en què el recurs al finançament majorista exterior va ser determinant per proveir de crèdit els sectors residents. A aquella caiguda se suma la de les institucions financeres no monetàries (fons d'inversió, companyies d'assegurances...), del 30 % al 20 %. Tot i això, encara que l'endeutament elevat del sector financer s'ha reduït substancialment, els riscos encara existents no es poden infravalorar.

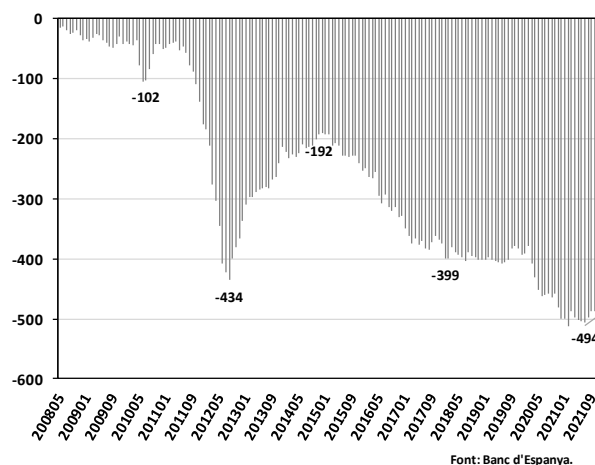
Gràfic 11. Passius externs d'Espanya, per sectors 2009/T4-2021/T2
(% del PIB)



En canvi, el Banc d'Espanya ha augmentat els passius externs en el mateix període 2009-2021 en prop de 50 punts del PIB (del 3 % al 52 %), un avenç molt intens que està directament relacionat amb la compra d'actius de l'Eurosistema, en particular a partir del 2015 amb el programa ordinari d'adquisicions, al qual es va sumar, a partir de l'abril del 2020, el Pandemic Programme. Que aquestes adquisicions de l'institut emissor s'hagin traduït en passius externs reflecteix que una part, no menyspreable, de les que corresponien al Banc d'Espanya han finalitzat en els balanços d'institucions ubicades en *hubs* financers externs, bàsicament localitzats a Holanda o Alemanya, en forma de saldos TARGET2 deutors (Cecchetti *et al.*, 2012; European Central Bank, 2013, 2016 i 2017; Praet, 2016; Baldo *et al.*, 2017; Bank of International Settlements, 2017; Eisenschmid *et al.*, 2017; Couré, 2017; Internacional Monetary Fund, 2017c, Alves *et al.*, 2018; Arce *et al.*, 2019). A aquests saldos cal sumar-hi l'import generat per les compres a l'interior del país que, en la mesura que han permès finançar adquisició d'actius a la resta del món, també han augmentat els saldos TARGET2. Encara que el seu increment no és nou, sí que ho és la naturalesa dels factors que l'impulsen. El 2008-2013, quan va tenir lloc un altre augment substancial, aquest va reflectir la desconfiança sobre la solvència exterior d'Espanya i la sortida de capitals consegüent (fins a 434.000 milions d'euros l'agost del 2012); després de la intervenció del MEDE i del BCE l'estiu d'aquell any, els saldos TARGET2 es van reduir substancialment, fins als 189.000 milions de desembre del 2014, quan van començar de nou a augmentar (Martínez Pagés, 2016) per assolir els 378.000 milions de febrer de 2020, just abans del xoc epidèmic. Amb la covid i el nou programa d'adquisició d'actius del BCE (el *Pandemic Programme*) i la

continuitat de les compres al programa ordinari, el juny del 2021 superaven els més de 500.000 milions.

Gràfic 12. Saldos TARGET2 del Banc d'Espanya (mm euros)



Juntament amb aquest canvi important en la composició sectorial dels passius externs, cal destacar-ne dos més. En primer lloc, l'augment notable del deute públic en mans de la resta del món (del 37 % del PIB el 2013 al 54 % del 2021/T2). És cert que el 2010-2012, la feblesa del sector públic i la seva incapacitat per sostenir el sistema financer va ser, juntament amb altres problemes de solvència del sector privat, el desencadenant de la crisi. Però en les circumstàncies actuals, el deute públic, malgrat el seu augment fins al 120 % del PIB el 2020, presenta més fortaleza atesa la notable quantitat d'aquests passius en poder de l'Eurosistema (Banc d'Espanya), malgrat l'augment en mans del sistema bancari domèstic. En segon lloc, l'augment dels passius davant de la resta del món de les SNF (del 83 % del PIB el 2013 al 103 % el 2021/T2) que, en bona mesura, reflecteix entrades de capital per finançar IED.

Gràfic 13. Deute segons Protocol de Dèficit Excesiu (PDE) per sectors de contrapartida (% del PIB)

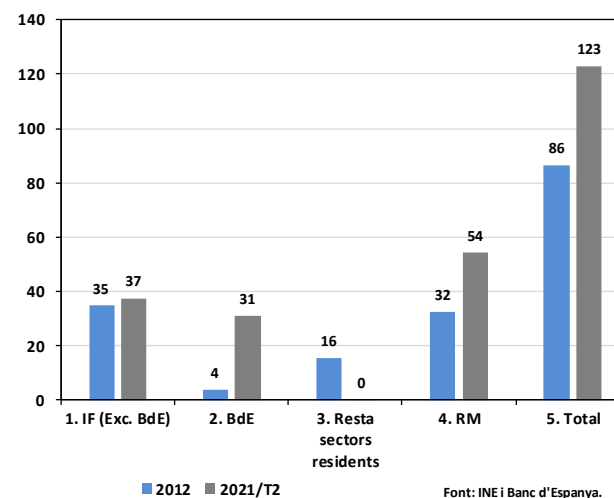
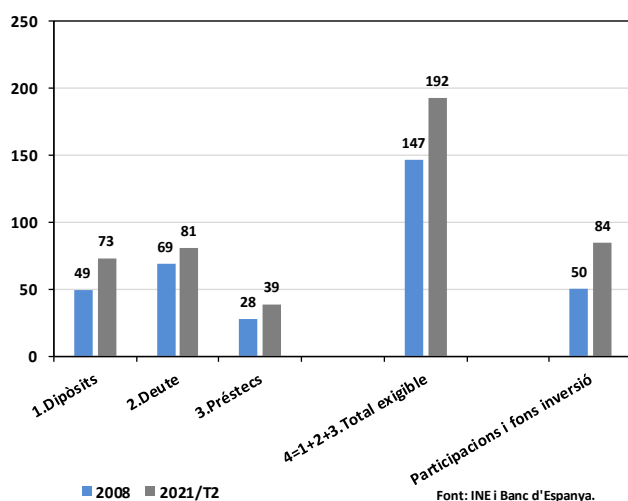


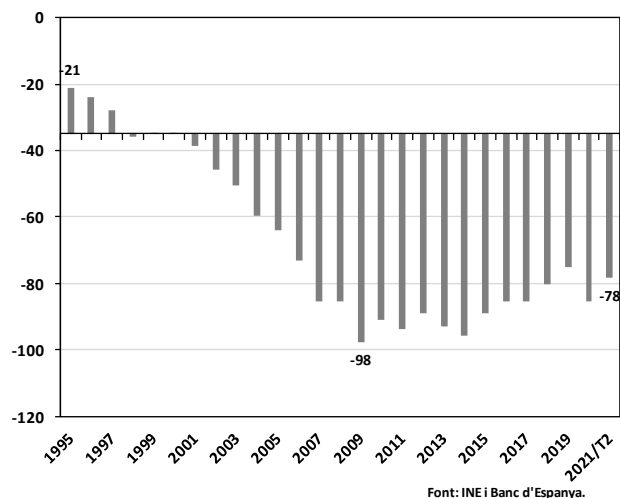
Gráfico 14. Pasivos exteriores de España: detalle por instrumentos. 2008-2021/T2 (% del PIB)



3.3. La Posició d'Inversió Internacional (PII) en la recuperació (2013-2019) i la crisi de la covid (2020-2021)

Si en lloc dels problemes de finançament exterior (de passius o deute brut) es considera la solvència exterior (mesurada per la PII), durant la dècada 2009-2019 en destaca una reducció notable (del -98 % del PIB el 2009 al -93 % del 2013 i al -75 % del 2019), encara que la covid ha tingut un impacte notable, principalment pel seu efecte sobre el PIB i els efectes negatius de valoració per l'alça de l'euro (Álvarez *et al.*, 2021) que ha assolit el -84 % el primer trimestre del 2021. Amb aquests registres, la PII a Espanya continua molt per sobre del màxim del -35 % del PIB que exigeix el MIP, en una zona de risc exterior evident (Internacional Monetary Fund, 2017b). I encara que és cert que, en termes europeus, la PII del -84 % del PIB del 2021/T2 és sensiblement inferior a la de Grècia (-181 %), Irlanda (-154 %) o Portugal (-101 %), Espanya encara es troba molt lluny dels valors d'altres països deutors nets, com França (-35 %), i, per descomptat, encara més lluny dels que mantenen posicions creditors, com Itàlia (5 %), Àustria (14 %), Bèlgica (52%), Alemanya (61%) o Holanda (102 %). A més, aquell registre se situa també molt per sobre dels índexs de referència que es defineixen a partir d'estimacions amb característiques fonamentals del país (*NIIP norms*) o que indiquen el nivell a partir del qual és més probable una crisi de pagament exterior (*Prudential NIIP Thresholds*); aquests límits, per al 2016, se situaven en el -37 % i el -61 % del PIB, respectivament (Turrini *et al.*, 2019).

Gràfic 15. Posició d'Inversió Internacional d'Espanya. 1995-2021/T2 (% del PIB)

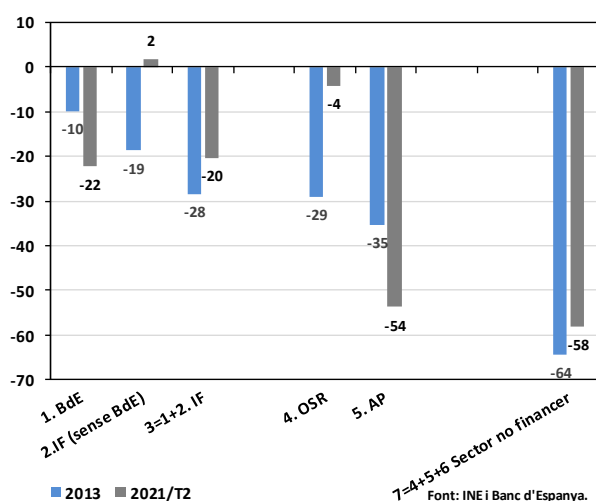


Quins factors expliquen la caiguda de la PII en la recuperació i la posterior alça en la covid? Els seus canvis només reflecteixen molt parcialment els del saldo exterior. El factor més determinant de la disminució fins al 2019 i de l'alça posterior ha estat la dinàmica del PIB nominal, mentre que les modificacions en el valor d'actius i passius externs i altres variacions en volum (que reflecteixen altres alteracions en el valor o discrepàncies estadístiques entre la PII i la BP) han tingut un impacte menor (Alves *et al.*, 2018). Específicament, per al període 2016-2018, Alves *et al.* (2019) obtenen que dels 12 punts del PIB de caiguda de la PII, uns 9 punts reflecteixen l'augment nominal del PIB, i 6 més la millora de la capacitat de finançament del país, mentre que els efectes de valoració i altres variacions en volum havien augmentat la PII prop de 3 punts. Justament, també ha estat la dinàmica del PIB la que explica, amb canvis en la valoració, l'augment de la PII en la crisi de la covid (European Commission, 2021d). A més, en la reducció de la PII no es poden esperar aportacions substancials del saldo net exterior, per al qual s'esperen dificultats per a valors superiors a l'1 % del PIB (Cuadrado i Moral-Benito, 2016).

No obstant això, i com també passa amb el conjunt de passius o de deute exterior, tan rellevant com el nivell absolut de la PII ho és la seva composició, per sectors o instruments. Per això, i a diferència d'altres anàlisis més agregades de la dinàmica de la PII (Arce, 2017), a continuació es presenten els notables canvis operats en la seva composició sectorial fins al 2019 i, en particular, els provocats per la covid. El 2013, el gruix es concentrava en sectors particularment problemàtics: del 93 % del PIB que va arribar llavors, només 10 punts corresponien al Banc d'Espanya, mentre que les AP

aportaven 35 punts del PIB, de manera que la PII de la resta de sectors hi sumava uns 48 punts del PIB. El 2019, la caiguda de la PII fins al -75% va reflectir un comportament asimètric entre l'empitjorament de la posició neta de les AP i del Banc d'Espanya i la millora notable de les institucions financeres monetàries (excepte el Banc d'Espanya) i no monetàries, mentre que les SNF es van mantenir (al voltant del -32 % del PIB entre el 2013 i el 2021/T2). Així, el Banc d'Espanya va situar el PII en el -15 % del PIB el 2019 (des del 10 % del 2013), mentre que les AP també van augmentar el seu endeutament net exterior (del 35 al 47% del PIB), de manera que, en conjunt, aquests dos sectors el van incrementar en 17 punts del PIB. Juntament amb aquestes transformacions, les operades a les altres institucions financeres monetàries (excepte el Banc d'Espanya) van millorar uns 17 punts la seva posició neta exterior (del -19 % al -1,6 % del PIB), alhora que els altres sectors residents van millorar el seu deute net en valors similars (del -29 % al -11 % del PIB el 2019). Per la seva banda, l'impacte de la covid i el seu efecte en l'empitjorament de la PII s'ha deixat notar de manera especial en l'empitjorament de la posició neta del Banc d'Espanya (del -15 % al -22 % entre finals del 2019 i el segon trimestre del 2021) i de les AP (del -47 % al -54 %), alhora que altres institucions financeres monetàries la van millorar (del -2 % al 2 %). Aquesta modificació sectorial la PII és, novament, el resultat de la intervenció del BCE: directament, a través del programa de compra d'actius i l'augment corresponent de les posicions TARGET2 del Banc d'Espanya; indirectament, perquè l'increment dels preus i la caiguda de les rendibilitats associada a aquestes compres han impulsat l'adquisició de passius de les AP per la resta del món.

Gràfic 16. Posició d'Inversió Internacional, segon trimestre de 2021. Detall per subsectors (% del PIB)



En resum, el sector privat (financer i no financer) ha reduït la seva exposició neta exterior de manera molt més substancial del que les xifres agregades suggereixen: des de prop del -48 % de 2013 a escassament el -2 % el 2021/T2, mentre que les AP i el Banc d'Espanya han augmentat les seves posicions deutores netes (les primeres en prop de 18 punts i en 12 punts l'institut emissor). Finalment, també destaca la millora en la seva composició, ja que una part substancial del canvi 2013-2021/T2 ha tingut lloc en els passius més exigibles: excloent-ne els instruments non-defaultable, la situació és millor, amb un registre el 2020 proper al -53 % del PIB (indicadors auxiliars del MIP; European Commission, 2021d).

4. Conclusions

Les pàgines anteriors han destacat una disminució positiva dels desequilibris financers privats 2013-2021, millores notables en el saldo exterior i reduccions, malgrat el deteriorament provocat per la covid a les finances públiques, de les ràtios de deute intern privat i de les d'Espanya amb la resta del món. I tot això, en un context de desaparició de les tensions financeres, recuperació de la confiança dels mercats i estabilitat i intensa reducció de les primes de risc. Una lectura parcial, o precipitada, d'aquests resultats podria concloure que, substancialment, s'han resolt els problemes que van conduir l'economia espanyola a la crisi financera més severa des dels anys seixanta del segle passat. Extreure aquesta conclusió seria un error. Com ho seria pensar que, atesa l'estabilitat de què es va gaudir des del 2013, la possibilitat de noves crisis de pagaments exteriors ha desaparegut. L'augment de les primes de risc d'Itàlia els darrers anys (primer després de les eleccions del 2018 i, posteriorment, amb el xoc de la covid) o de les d'Espanya al principi de la pandèmia, constitueixen un recordatori clar que només la intervenció del BCE aconsegueix mantenir-les sota control.

És cert que, pel que fa al saldo exterior, la persistència de superàvits amb la resta del món durant una dècada constitueix una fita històrica, com també ho és l'augment de les exportacions a màxims mai vistos, tant en termes absoluts com en relació amb el PIB. Però no es pot oblidar el paper de factors extraordinaris, no permanents, en la millora del saldo exterior: al voltant de dues terceres parts es pot considerar transitòria. Avui, després de la covid, i per poc que la recuperació

s'intensifiqui, cal esperar reduccions en la taxa d'estalvi privada i avenços en la inversió, de manera que únicament un saldo compensatori de les finances públiques podria contenir el deteriorament exterior; i atesa la situació de les AP, això no sembla possible.

A aquesta millora en els excedents financers dels sectors residents privats, cal afegir l'experimentada per la dels estocs, l'acumulació dels quals va explicar la duresa de la crisi 2008-2012. En aquest àmbit, i fins a la covid, ha tingut lloc un més que notable despallanquejament privat (prop de 70 punts del PIB) que, malgrat el seu augment el 2020, permet mantenir el deute de llars i empreses per sota dels registres de 2012-2013. Tot i això, situar-lo en uns valors que no siguin perillosos per a l'estabilitat financera del país exigeix encara retallar-lo en més de 40 punts del PIB. Per si amb això no n'hi ha prou, la contracció del deute privat no es pot contemplar al marge de l'expansió de la pública, per a la qual se n'espera el manteniment en valors al voltant del 120 % del PIB els propers anys, una de les nostres més preocupants vulnerabilitats.

Tot i el despallanquejament 2013-2019, els augments provocats per la pandèmia a les ràtios deute privat - PIB i els insòlits registres del deute públic després de la covid, han situat l'endeutament dels sectors residents no financers el 2021 al voltant del 270 % del PIB, valors només comparables als del 2012, en els pitjors moments de la crisi financera. I si aquesta és la situació del deute intern, respecte de l'exterior, i malgrat la millora parcial experimentada i els canvis en la seva composició sectorial fins al 2019, la situació continua sent més que problemàtica: l'augment dels passius de la resta del món sobre la nostra economia, fins a prop del 290 % del PIB el juny de 2021, l'increment del deute brut fins al 198 % o de la PII fins al 85 %, remetent de nou a fragilitats que podrien traduir-se en sudden stops o reversals dels fluxos de finançament exterior, tal com va passar el 2011-2012.

Tenint en compte tot això, què cal fer? Cap on hem d'encaminar les actuacions que permetin reduir aquestes vulnerabilitats? Respondre aquestes preguntes exigeix recordar que els èxits del despallanquejament 2013-2019 s'han basat, en una mesura important, en les intervencions massives del BCE, un suport monetari que s'ha accentuat amb la covid: el 2020-2021, ha estat determinant el seu paper com a sosteniment de les finances públiques, i privades, i de manteniment de la confiança de la resta del món sobre la nostra capacitat financera. De fet, sumant tota la intervenció del BCE en

l'economia espanyola, els registres que apareixen són, certament, insòlits: les operacions de política monetària del Banc d'Espanya s'han elevat substancialment, des de l'equivalent del 21 % del PIB el 2015 a l'insòlit 72 % a l'estiu del 2021. Uns valors indicatius de l'extraordinària dependència que té l'estabilitat financera d'Espanya de l'activisme del BCE.

Això no seria un problema si la UEM funcionés com un estat federal. Però no és el cas. I, per això, no podem oblidar que els tipus d'interès i les primes de risc depenen críticament de les adquisicions de deute espanyol per part del BCE. Destacar aquest aspecte no és poca cosa: atesa l'acumulació de deute públic (i, en menor mesura, de deute privat) en el seu balanç, difícilment es podrà mantenir una intervenció monetària de la magnitud de la iniciada el 2015 i, en algun moment d'un futur no gaire llunyà, hauria de començar la reversió de les intervencions actuals. Més encara si es recorda que els diferencials entre el sud i el centre de la UEM en el pes del deute públic sobre el PIB el 2021 (una ràtio de 2 a 1) apunten a un equilibri molt complex per a l'actuació del BCE, que fa difícil imaginar augments notables de la seva intervenció si una nova fase de la crisi pandèmica, o un altre xoc exterior, provoqués nous deterioraments en els balanços financers dels sectors residents o dels del país amb la resta del món. Això no vol dir que el BCE no hi pogués intervenir: les OMT no s'han utilitzat, però hi són, en espera d'una crisi que demani usar-les per estabilitzar els mercats de deute.

Malgrat l'extraordinari volum de suport del BCE, Espanya encara disposa d'una àmplia finestra d'oportunitat per aprofundir en els canvis de l'estructura productiva que permetin mantenir i ampliar el superàvit exterior i, simultàniament, reduir l'endeutament (intern i extern): fins al 2024, com a mínim, el BCE pensa reinvertir els imports amortitzats de deute públic del Pandemic Programme, mentre que per als de l'APP (el programa ordinari d'adquisicions) el termini serà més llarg, temps suficient per permetre als fons Next Generation tancar el gap generat per la covid respecte dels països centrals de la zona euro. Aquests anys de marge s'haurien d'aprofitar amb resolució, perquè no es poden excloure noves crisis que limitin l'abast i l'eficàcia de l'actual política monetària: els rendiments de la intervenció del BCE són decreixents, i els costos potencials cada cop són més elevats.

I això remet, inevitablement, al paper que ha de tenir el creixement nominal del PIB en les reduccions de l'endeutament intern i del deute exterior, i de la PII. Si el

fort avenç de la taxa d'inflació acaba sent transitori, cosa que encara s'ha veure, serà l'avenç real del PIB el mecanisme precís per continuar amb la necessària reducció del deute (privat i públic, intern i exterior). I, pel que fa al PIB, es pot afirmar que el seu augment en la recuperació 2013-2019 va continuar, malgrat les millores en exportacions i indústria, amb la seva versió més tradicional i menys sòlida: forts avenços d'ocupació, combinats amb baixa productivitat, del treball o de la PTF. Això reflecteix que el procés de redistribució factorial subjacent a la recuperació d'exportacions i de la inversió, i a la del PIB mateix, es troba lluny del que seria desitjable (excessiu pes del sector terciari i, en particular, dels serveis personals); per no parlar dels dèficits en aspectes que limiten un avenç sòlid de l'activitat, en què moltes de les debilitats existents abans de la crisi financera continuen avui presents o, fins i tot, com en el cas de la despesa en R+D, s'han accentuat. Així, doncs, les perspectives de canvi substancial d'aquestes tendències són limitades: fins i tot sumant els efectes extraordinaris del Next Generation, es fa difícil imaginar augments del PIB real la propera dècada molt per sobre del 2,0 % anual.

Atesa la rellevància del creixement nominal del PIB en la desitjable, i necessària, reducció de la PII i del deute intern i extern, els esforços haurien d'encaminar-se a reforçar les polítiques que permetin un creixement de la productivitat que, en la recuperació 2013-2019, ha estat molt poc satisfactori. Per això, en l'aspecte substancial, no s'han modificat les recomanacions que s'han donat des d'aquestes pàgines els darrers anys: no cal afegir res més. A més, el paper estel·lar, però transitori, que ha tingut el BCE estimulants el creixement abans de la pandèmia, contenint-ne la caiguda i contribuint decisivament a l'estabilitat financera, obliga, si escau, a aprofundir encara més en les reformes que millorin la dotació factorial de la nostra economia: en capital humà, en investigació, innovació i desenvolupament, i en unes infraestructures que tinguin com a objectiu últim fer créixer la productivitat total. Tasques que han estat llargament reclamades. Però no per això avui són menys urgents.

Referències

- 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.

Díaz del Hoyo, J. L.; Dorrucci, 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 Ocasionales*, 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 Ocasionales*, 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 Villarroja, 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.; Rutklauskas, 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.

Abreviatures

AP: administracions públiques
AMECO: annual macro-economic database, European Commission
APP: Asset Purchase Programmes
BCE: Banc Central Europeu
BP: balança de pagaments
CLU: costos laborals unitaris
CE: Comissió Europea
EBE: excedent brut d'explotació
ENF: empreses no financeres
EPA: Enquesta de població activa
ERTO: expedient de regulació temporal d'ocupació
EUROSTAT: Oficina Estadística de la Unió Europea
FBCF: formació bruta de capital fix
FMI: Fons Monetari Internacional
ICO: Institut de Crèdit Oficial
IED: inversió estrangera directa
IF: institucions financeres
INE: Institut Nacional d'Estadística
IPSFL: institucions privades sense ànim de lucre
LTRO: Long Term Refinancing Operations
MEDE: Mecanisme Europeu d'Estabilitat
MIP: Macroeconomic Imbalance Procedure
NEXTGEN: Next Generation EU
NIIP: Net International Investment Position
NPL: Non Performing Loans
OMT: Outright Monetary Transactions
PDE: procediment de dèficit excessiu
PELTRO: Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations
PIB: producte interior brut
PII: posició d'inversió internacional
PTF: productivitat total dels factors
PEPP: Pandemic Emergency Purchase Programme
RFBD: renda familiar bruta disponible
SME: Sistema Monetari Europeu
SNF: societats no financeres
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: Unió Econòmica i Monetària
VAB: valor afegit brut

EuropeG està integrat per Antoni Castells (director), Josep Oliver (codirector), 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 recolzament de:

