

Josep Oliver Alonso

Professor emèrit en economia aplicada de la Universitat Autònoma de Barcelona y codirector d'EuropeG

LA RECUPERACIÓN EN ESPAÑA 2013-2018: FLUJOS Y STOCKS DE FINANCIACIÓN Y PERSISTENCIA DE FRAGILIDADES

Se presenta un balance de los ajustes en las necesidades de financiación exterior e interna, una síntesis de los factores que los han facilitado y la difícil reducción de la deuda. Se destaca que, pese a la notable corrección en flujos de financiación del sector privado y público entre 2013 y 2018, la efectuada en *stocks* de endeudamiento ha sido muy contenida: la reducción en los del sector privado ha sido más que compensada por el sector público y, en lo tocante a la deuda externa, la neta se ha corregido suavemente, pero las necesidades brutas de financiación no se han modificado. Ambos aspectos apuntan a la persistencia de fragilidades de la economía española en la hipótesis de que la percepción del riesgo en los mercados globales y las condiciones de financiación se vieran súbitamente alteradas. Esta fragilidad estructural obliga a continuar con el esfuerzo de corrección efectuado hasta 2018, manteniendo la tensión en el ámbito exportador, lo que, con una continuidad en el crecimiento del PIB nominal similar a la de los últimos años, debería contribuir a reducir el -82% del PIB en la posición neta de financiación

más cerca del -35% del PIB que exige el *Macroeconomic Imbalance Procedure* de la Comisión Europea, al tiempo que el *stock* de deuda pública también se reconduce hacia valores más aceptables y próximos al 60% del PIB.

La economía española afronta los ejercicios posteriores a este final de 2018 con una mezcla de moderado optimismo y preocupación estructural. Moderado optimismo, porque el crecimiento de los últimos cinco años ha superado con creces las expectativas que se habían generado en los peores momentos de las crisis 2008-2013. Preocupación, porque a pesar de la corrección substancial en los flujos de financiación de los distintos sectores internos y con el resto del mundo, el volumen de endeudamiento interno y exterior continúa superando peligrosos niveles, que sitúan al país en una frágil situación de regresar tensiones en los mercados financieros.

A la luz de esta doble caracterización, estas reflexiones se organizan como siguen. En primer lugar, se presenta una síntesis de las mejoras operadas en la reconducción de algunos desequilibrios de flujos (reales y financieros), cuya imposible reconducción en el corto plazo explica la dureza de las dos crisis (2008-2009 y 2011-2013) que la afectaron tras el choque de Lehman Brothers. Esta reconducción se articula, en particular, a partir de los cambios experimentados por la balanza de pagos y los saldos de la cuenta de capital de los distintos sectores de la economía (hogares, empresas no financieras y administraciones públicas), cuya suma equivale a la necesidad/capacidad de financiación exterior, el negativo del saldo de la cuenta corriente y de capital. Evaluados estos aspectos, el segundo punto presenta la dinámica, y la situación actual, de los *stocks* de deuda que, a pesar de los esfuerzos realizados, continúan emergiendo como la fragilidad más importante del país los próximos años. Un tercer punto de conclusiones cierra estas reflexiones.

1. El ajuste del saldo financiero privado y los cambios en el sector exterior

Este apartado presenta, en primer lugar, una síntesis de las principales razones que ayudan a comprender la expansión 2013-2018, analizando brevemente tanto sus elementos internos (reformas) como los procedentes del resto del mundo. Tras este balance, un segundo punto evalúa como estos

factores se han reflejado en las cuentas exteriores del país. Finalmente, el tercero analiza el saldo exterior y su dinámica desde el punto de vista de los cambios en la cuenta de capital de los distintos sectores (privados y público) de la economía.

1.1. España tras la crisis: factores internos y exteriores de la recuperación 2013-2018

En lo tocante a la dinámica cíclica en los últimos años, conviene recordar ahora que, en 2013, al final de la segunda recesión, las predicciones de los principales organismos internacionales no eran, en absoluto, favorables a una recuperación como la que ha tenido lugar. En aquellos años, por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional sugería que el crecimiento de la economía española hasta 2020 difícilmente iba a superar el 1,5% anual, con lo que ello implicaba de inevitable mantenimiento de altas tasas de paro: la destrucción de capital física, el colapso del empleo y la reducción del avance de la productividad total de los factores sugerían, en su opinión, que España se encaminaba a una larga etapa de bajo crecimiento.

Estas previsiones se vieron superadas por la realidad de la recuperación 2013-2018 que si por algo destaca es por los insólitos registros de crecimiento de la actividad y el empleo. En términos ocupacionales, por ejemplo, los más de dos millones de nuevos puestos de trabajo generados entre los terceros trimestres de 2013 y 2018 han supuesto un intenso aumento (del 13,3%), lo que ha permitido recuperar más de la mitad de la destrucción de ocupación; con este avance España, que acumulaba cerca del 12% del empleo del área del euro en 2013, ha aportado casi el 24% de la ocupación del conjunto de la eurozona. Si a ello se suma que este avance de la ocupación ha tenido lugar con una estructura de la demanda más equilibrada, el balance adquiere tonos todavía más positivos.

Así, entre los terceros trimestres de 2013 y de 2018, el PIB ha crecido en volumen casi el 15%, superando ya ampliamente el generado en 2007. Pero más importante que este avance es la composición de los factores que, desde la demanda, lo han impulsado: sector exterior e inversión en bienes de equipo. Acompañados, a medida que el aumento del producto se fue

traduciendo en crecimientos de empleo y de recuperación de la confianza, en una cierta mejora del consumo interno, tanto privado como público. En definitiva, un crecimiento basado en el sector exterior y en la inversión en bienes de equipo, acompañado por un modesto aumento del consumo (el privado todavía se encuentra el tercer trimestre de 2018 un $-1,0\%$ por debajo del mismo trimestre de 2007) y un contenido avance de la inversión en construcción, han sido las bases sobre las que se ha construido el crecimiento de los últimos cinco años.

Las razones que subyacen a esta clara mejora, y de los cambios en los factores que desde la demanda la explican, se encuentran tanto en las reformas efectuadas en 2010-2013 como en el empuje de factores del exterior (los llamados, *vientos de cola*). A continuación, se repasan brevemente ambos elementos.

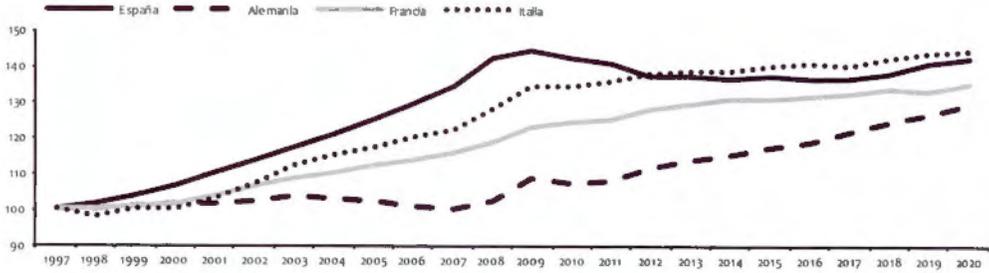
Por lo que se refiere a las reformas internas, una comparación con Italia debería bastar para comprender su relevancia en la recuperación española. Aunque ambos países han experimentado con igual intensidad el empuje de favorables condiciones monetarias y otros elementos procedentes del exterior, los registros de crecimiento del PIB o del empleo italianos son claramente menos positivos que los españoles: entre los terceros trimestres de 2013 y 2018, frente al aumento citado próximo al 15% del PIB español, el italiano ha avanzado escasamente un tercio (un $4,6\%$), y en relación con el empleo, el aumento de España (del $13,3\%$ en el mismo período) también más que duplica el italiano ($5,7\%$).

¿Qué reformas permiten ayudar a explicar este diferencial comportamiento? Entre las más relevantes destacan las laborales, las de pensiones y las del sector financiero. Aquí se quiere únicamente señalar algunos de sus efectos. Por lo que se refiere a las primeras, la recuperación de competitividad en España, medida por la dinámica de los CLU (costes laborales unitarios), ha sido más intensa que la de Italia. Así, tomando como base $100=1997$, la pérdida de competitividad en la expansión española fue más que notable, alcanzando cerca del 145 en 2009, frente al 109 de Alemania, una cifra más elevada que el 134 italiano; en cambio, en 2017 España había reducido ese valor al 137 e Italia lo aumentaba hasta el 140 .

GRÁFICO 1

Costes laborales unitarios nominales en España, Francia, Alemania e Italia 1997-2020¹

Base 1997=100



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de AMECO.

Por su parte, y en el ámbito de la reforma financiera, probablemente una de las más relevantes, las diferencias son más relevantes todavía: frente a una importante reducción de los créditos de difícil cobro en los balances bancarios en España próxima a los 9 puntos porcentuales del PIB (desde el 17,9 % del PIB en el máximo de 2014 al 9,2 % en 2017), destaca el elevado volumen de créditos incobrables en los balances de la banca italiana que, todavía en 2017, se estimaban en torno a los 300 MM de euros, cerca del 22 % de su PIB.

En suma, podría afirmarse que, en 2013, al principio de la recuperación, España estaba mejor preparada para utilizar los positivos empujes procedentes del exterior. En todo caso, ambas economías se han visto impulsadas los últimos años por positivos choques procedentes del exterior. ¿Cuáles son los más relevantes? Sinópticamente, deberían destacarse los originados en la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), tanto en lo relativo al coste del dinero como al tipo de cambio, los del mercado del petróleo, aquellos vinculados con el desvío de flujos turísticos desde el norte de África y el este del Mediterráneo a España y, en los últimos ejercicios 2016-2017, la mejora del comercio internacional y la recuperación de la eurozona y la Unión Europea (UE).

Para una economía tan endeudada como la española, el activismo de la política monetaria del BCE ha tenido una destacada importancia. Su intervención ya había salvado la situación de España en los difíciles

¹ Para 2018, 2019 y 2020, previsiones de la Comisión Europea (otoño 2018).

momentos de finales de 2011 y principios de 2012, con la puesta en marcha de un nuevo instrumento de crédito a tres años y al 1% de interés (los LTRO, *long term refinancing operation*): del cerca de 1 billón de euros concedidos a la banca de la eurozona entre diciembre de 2011 y febrero de 2012, la española utilizó casi 400 MM. A este extraordinario volumen de crédito a largo plazo hay que añadir, en verano de 2012, la creación de las OMT (*outright monetary transactions*), que supusieron el final *de facto* de la crisis en España: aunque en nuestro país había pedido en el rescate financiero del verano de 2012, la prima de riesgo española respecto de la deuda alemana continuó, en media de julio-agosto, en torno a los 540 puntos, de forma que no fue hasta septiembre y octubre que, como resultado de la creación de las OMT, comenzó a reducirse rápidamente (443 puntos en septiembre y 418 en octubre), anticipando el principio del final de la especulación contra España.

Por si todo ello no fuera suficiente, entre 2013 y 2015 el BCE fue reduciendo sus tipos de interés hasta situar, en diciembre de 2014, el de operaciones principales de financiación prácticamente en cero (0,05%) y en el -0,4% el de los depósitos de la banca en el BCE. Finalmente, ante los temores de una posible deflación, a partir de marzo de 2015 el BCE comenzó su programa de *Quantitative Easing*, de compra de deuda básicamente pública aunque también parcialmente de grandes corporaciones privadas. Inicialmente con una adquisición mensual de 60 MM de euros, y tras algunos aumentos, en septiembre de 2018, se redujo a los 30 MM/mes, anticipando que, a partir del 1 de enero de 2019, el programa dejaría de ser operativo. El impacto de esta política sobre España ha sido más que evidente: a finales de 2018, el BCE acumula en sus libros unos 333 MM, en torno al 28% del PIB. Lógicamente, una intervención de esta magnitud ha situado los tipos de interés en registros históricos mínimos, tanto para el sector privado como, particularmente, para el endeudamiento público (las letras del tesoro inferiores a 1 año rinden negativamente), de manera que las condiciones financieras españolas estos últimos años han sido extraordinariamente benignas. Unas cifras adicionales permiten resumir esos positivos impactos de la política del BCE sobre la renta disponible de los distintos sectores privados y públicos, en particular si se recuerda que sus valores de deuda continúan situados en registros elevados. Así, mientras en 2008 la carga financiera (intereses) de familias, empresas no financieras y sector público equivalía al 3,7%, 5,7% y 1,5% del PIB, y en 2012 al 2,1%, 3,7% y 3,0%, respectivamente, en el año que finalizó en junio

de 2018 estos valores se habían reducido drásticamente hasta el 0,4%, 1,1% y 2,5%, respectivamente. Cabe retener que estas caídas en los costes de financiación corresponden, en el caso del sector público, a un volumen de deuda no visto en los últimos sesenta años y, para los sectores privados y aunque su endeudamiento es hoy menor que en 2012-2013, esos registros de pagos por intereses son sensiblemente más bajos que los de la segunda mitad de los noventa, cuando su endeudamiento era sensiblemente menor.

1.2. Una balanza de pagos con un superávit insólitamente dilatado: saldo exterior 2013-2018

El empuje de reformas internas y vientos exteriores se ha traducido, a partir de 2013, en un cambio de signo en el saldo de nuestros intercambios exteriores, insólito en la moderna historia del país tanto por su valor absoluto como por su extensión temporal. Sucintamente, en los prácticamente cuarenta años que transcurren desde 1981 a la actualidad, España solo había conseguido generar saldos exteriores positivos en dos ocasiones (1984-1987, con un 0,8% del PIB en promedio) y 1996-1997 (con un 0,4%); a estos dos momentos podría añadirse un saldo positivo alcanzado, también, en los primeros años setenta. En síntesis, la tónica histórica del país ha sido la de utilizar ahorro exterior para financiar parte de la inversión interna.

A partir de 2013, sin embargo, y sin capacidad autónoma de devaluar la moneda, España parece haber entrado en una fase distinta, con un saldo exterior positivo próximo al 2% del PIB que, según las previsiones últimas de la Comisión Europea, se prolongaría como mínimo hasta finales de 2019. Un período de siete años con saldos exteriores superavitarios no tiene parangón en los últimos sesenta años. Para mejor comprender su naturaleza y, en particular, el carácter estructural, cíclico o transitorio de dicha mejora, a continuación se evalúan los cambios operados en las balanzas de mercancías (energética y no energética), servicios (turísticos y no turísticos) y, finalmente, en la de rentas primarias. En todas ellas se encuentran subyacentes los elementos citados de cambio interno (reformas) e impulso exterior. Y los cambios operados, en algunas de ellas desde 2010 en adelante, van en la línea de bien reducir los déficits históricos en algunas de ellas (como en bienes no energéticos y energéticos, servicios no turísticos o rentas primarias) como en ampliar tradicionales superávits (servicios turísticos).

En el ámbito de la balanza de bienes (energéticos y no energéticos), el empuje de las exportaciones al exterior ha sido más que notable: desde los 160 mil millones de euros de 2009 a los 276 mil millones de 2017, ese extraordinario aumento por encima del 72% refleja tanto diversificación en productos como, en particular, en mercados. Así, en 2009 un 57,2% de las exportaciones de bienes (energéticos y no energéticos) se dirigió al área del euro, un 11,6% al resto de la UE y otro 31,2% al resto del mundo; en cambio, en 2017 esos pesos se habían alterado substancialmente, con pérdidas de la contribución de la eurozona (hasta el 51,6%) y ganancias del resto de la UE (13,4%) y resto del mundo (35,0%). Obsérvese que la mejora de las exportaciones de mercancías refleja una ampliación del peso de las ventas hacia destinos no-euro. Parte de esta dinámica recoge la mejora de la competitividad. Pero a ella cabe añadir las pérdidas del euro: tomando valores medios 2010-2013 (1,33 dólares/euro), los de 2016-2018 (1,14 dólares/euro) implican una depreciación del -14,5% que, de buen seguro, también ha contribuido a la mejora de nuestras exportaciones fuera del área del euro.

La mejora de la competitividad y la depreciación del euro toman más relevancia, si cabe, en un contexto de comercio en el que las exportaciones mundiales que, entre 2013 y 2017 y según la OMC, han caído, con la manifiesta excepción de 2017, a una media del -0,6% anual. Ello implica que España ha ganado cuota de mercado mundial: desde el PEN por mil en 2009 al PEN por mil en 2017. A todo lo anterior hay que añadir que en 2016 y, particularmente, en 2017 el crecimiento del área del euro fue intenso, arrastrando con él nuestras exportaciones. En suma, una favorable combinación de reformas, que se tradujeron en una mejora importante de los CLU, devaluación del euro y, en el último año de 2017, notable expansión del comercio global y de la economía de la eurozona.

A esta positiva dinámica de las exportaciones de mercancías, hay que añadir la más templada de las compras de bienes. Este aspecto es del todo relevante porque apunta a una de las razones del cambio de signo en el saldo exterior y, en particular, a la posibilidad de que este sea de carácter más estructural que coyuntural. Nos referimos a la caída de la elasticidad de las importaciones a cambios en la demanda, de valores usualmente ubicados en 2 a registros próximos a 1. De esta forma, aunque las exportaciones contienen históricamente un elevado componente importado, al igual que la inversión de bienes de equipo y, en menor medida, el consumo, parecería

que la mejora de la competitividad exterior habría desplazado parte de las importaciones hacia demanda interna, reduciendo así la necesidad de compras internacionales.

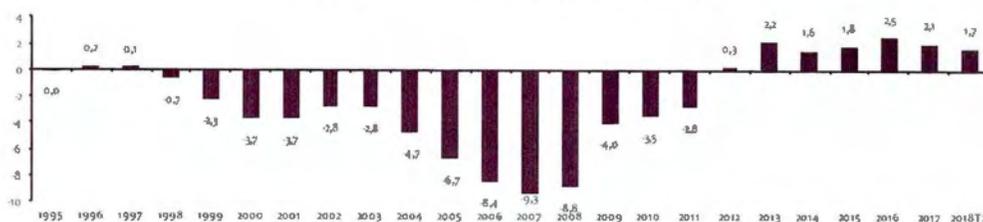
Desagregando la balanza de mercancías entre sus componentes energético y no energético, para aislar el efecto de la caída del precio del crudo, destaca que ha sido el saldo de bienes no energéticos el que ha experimentado el cambio más radical, y el que explica el grueso del ajuste exterior. Así, mientras en los ejercicios de 2004-2007 el saldo de bienes no energéticos estaba en torno al $-5,5\%$ del PIB, su mejora lo situó ya en el $+2,6\%$ en 2013 y, en los últimos años, esta balanza se mantiene prácticamente en equilibrio. Por su parte, en lo relativo a la energética, difícilmente puede obviarse el positivo impacto de la caída de precios del crudo. Así, mientras entre 2011 y 2013 la cotización media del petróleo tipo *brent* se situó en los 111,4 dólares/barril, a partir de finales de 2014 inició una rápida caída que lo llevó cerca de los 31 dólares a inicios de 2016; y aunque en el último año ha experimentado alzas (hasta alcanzar en algunos momentos de 2018 los 81 dólares/barril), su cotización media y sus expectativas lo sitúan más cerca de los 65 dólares que de los 110 dólares previos a este ajuste. En todo caso, los efectos de esta corrección en precios de la energía, sumados al aumento de las exportaciones de productos energéticos, se han traducido en una mejora considerable del saldo exterior del intercambio de esos bienes: del -4% del PIB en media 2011-2013 al contenido $-1,6\%$ del PIB en promedio 2016-2017.

GRÁFICO 2

Saldos de la balanza de pagos en la expansión, la crisis y la recuperación. 1995-2T-2018^{2,3}

% del PIB

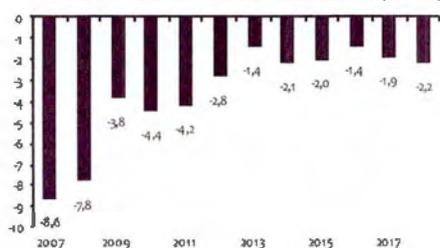
1 = 2 + 3 + 4 + 5. Total balanza de pagos, corriente y capital



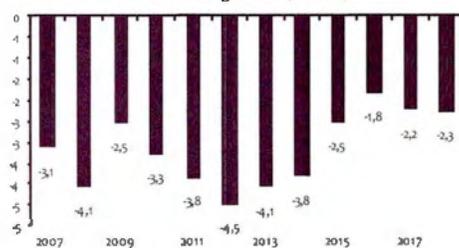
² Para el segundo trimestre de 2018, datos del año que termina en el segundo trimestre de 2018.

³ Saldos de balanzas a partir del Banco de España, excepto mercancías energéticas y no energéticas como diferencia entre exportaciones e importaciones de datos del Ministerio de Economía y Empresa. El saldo de bienes no se corresponde exactamente con los saldos de mercancías por proceder de fuentes de datos diferentes.

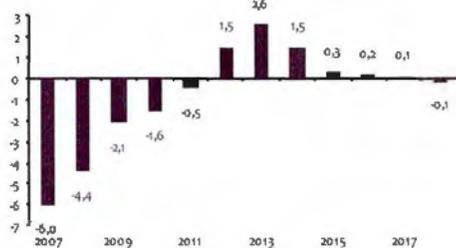
2 = 2.1 + 2.2. Saldo balanza de bienes (% PIB)



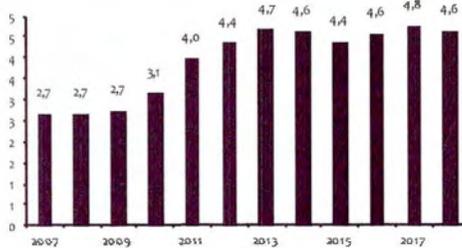
2.2. Bienes energéticos (% PIB)



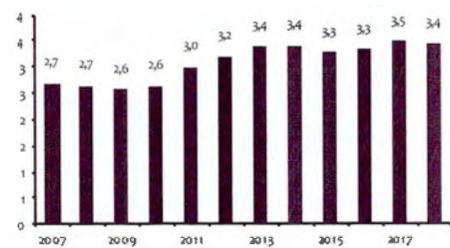
2.1. Bienes no energéticos (% PIB)



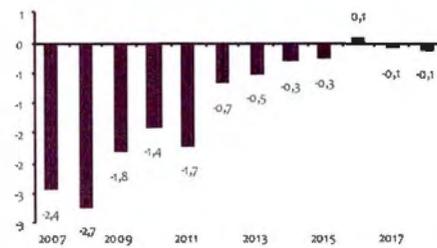
3 = 3.1 + 3.2. Saldo balanza servicios (% PIB)



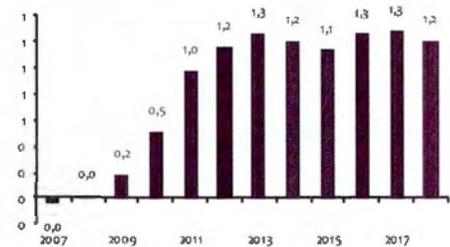
3.1. Servicios turísticos (% PIB)



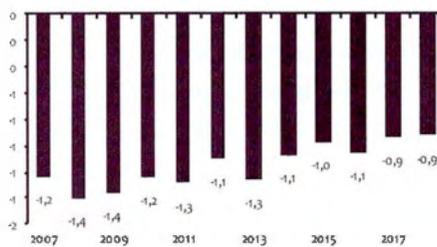
4. Saldo balanza rentas primarias (% PIB)



3.2. Servicios no turísticos (% PIB)



5. Saldo balanza rentas secundarias (% PIB)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y Empresa, del Banco de España y del INE.

Otros factores exteriores han contribuido también a la mejora de los saldos de la balanza de servicios, turísticos y no turísticos. Así, para los primeros, su tradicional saldo positivo ha aumentado desde en torno al 2,5% de 2008-2009 al 3,5% de 2017, y se espera que en 2018 alcance registros de un orden similar. Como en otras balanzas, esta mejora refleja recuperación de competitividad exterior, a lo que hay que añadir la pérdida de atractivo de ciertos mercados del norte de África y del este del Mediterráneo que compiten con España. Los problemas de seguridad que provocó en ellos la llamada *primavera árabe* desviaron flujos turísticos hacia zonas más estables, como parece fue el caso de España. Con ello, el avance de las exportaciones de estos servicios (del 3,8% al 5,2% del PIB entre 2008-2009 y 2017-2T-2018) ha más que compensado el alza de los pagos turísticos al exterior (del 1,2% de 2008-2009 al 1,7% de 2017-2T-2018). El atractivo de España se ha reflejado en un substancial incremento entre 2010 y 2017 del 46% en las pernoctaciones hoteleras de turistas extranjeros (71 millones de nuevas pernoctaciones, desde los 154 millones de 2010 a los 225 millones de 2017). Lo sucedido en 2018, ejercicio en el que estas han comenzado a frenar sus avances, refleja como grandes *tour operators* han comenzado a redirigir parte de su demanda a mercados que habían planteado anteriormente problemas (en particular, Túnez, Egipto y Turquía). En todo caso, y a efectos de lo que interesa destacar aquí, lo relevante es que España aprovechó la contención de costes generada por la crisis para atraer una parte de ese turismo que anteriormente se dirigía a aquellos destinos.

Otra balanza relevante a efectos de esta discusión es la de servicios no turísticos. En esta no han operado los mismos factores que en la turística, aunque los cambios en la competitividad deben haber tenido también efectos. En todo caso, en una economía como la española, fuertemente terciarizada, con servicios de alto valor añadido y caída de la demanda interna, el desplazamiento de parte de su actividad al exterior ha sido evidente. Con ello, de una tradicional balanza negativa en servicios no turísticos (del orden del -0,8% hasta principios de la pasada década y en torno al -0,5% hasta el inicio de la crisis), se ha pasado a un saldo positivo que, en promedio 2012-2017, supera el punto porcentual del PIB.

En conjunto, una expansión de las exportaciones de bienes y servicios, turísticos y no turísticos, que ha situado el volumen absoluto de las mismas y en particular su peso sobre el PIB en máximos históricos. Así, entre 2010 y 2018 las exportaciones totales (bienes y servicios) han ganado cerca de 9

puntos en el PIB, desde el 25,6% de 2010 al 34,1% que se espera para 2018), con aportaciones este último año del 22,3% en bienes no energéticos, 1,4% en energía, 4,8% en servicios turísticos y, finalmente, 5,6% en servicios no turísticos. Estos registros de aportación del sector exterior PIB se sitúan en máximos históricos, muy por encima de los registros de 1985 (21% del PIB), 1995 (22%) o 2007 (26% del PIB). Y expresan, como pocos guarismos, lo que parece apuntar a un cambio estructural en el comportamiento de la economía española.

Finalmente, también la balanza de rentas primarias ha mejorado substancialmente, en este caso reflejando en parte la política monetaria del BCE: frente a un saldo del -2,7% del PIB en 2008, en 2017 había caído al 0%. Y aún sin tomar 2008 como base, por los elevados tipos de interés que dominaban entonces, el saldo de la balanza de rentas primarias ha mejorado desde el -1,2% del PIB de media 2012/13.

En resumen, una mejora muy notable del déficit de la balanza de mercancías no energéticas, un cambio notable en el saldo negativo en la balanza energética, un aumento del superávit de servicios turísticos, una substancial mejora en servicios no turísticos y en el saldo de rentas primarias, junto a un mantenimiento del saldo negativo de rentas secundarias, dan razón, desde la balanza de pagos, de ese dilatado período de superávits exteriores, en torno 2% del PIB.

1.3. El profundo cambio de comportamiento del sector privado 2007-2012 y la compensación de las administraciones públicas (AAPP)

Este cambio en el saldo exterior es, desde el punto de vista financiero, el negativo de la corrección del saldo de capital de los sectores privado y público y, en particular, de los sectores privados. De hecho, el ajuste de la economía española 2007-2012 podría sintetizarse en el insólito cambio de signo de la cuenta de capital de hogares y empresas, cercano a los 22 puntos porcentuales del PIB, desde una necesidad de financiación del -11,2% del PIB en 2007 a una capacidad excedentaria del 10,5% en 2012. Esta radical modificación, desde unas necesidades de financiación históricas a una capacidad de financiación en valores jamás registrados en la moderna historia del país, resume lo operado no solo en el comportamiento de los sectores privados sino, también, del público: el cambio en el saldo financiero del sector privado

reflejó el colapso de la demanda interna (inversión y consumo privados) y, lógicamente, hundimiento de ingresos públicos, explosión del desempleo y, como resultado, fuerte aumento del déficit público. A partir de 2012, el sector privado fue lentamente corrigiendo ese exceso de financiación de forma que, según las últimas cifras relativas a la primera mitad de 2018, su valor se sitúa en el 4,5% del PIB, con una tendencia hacia el 3,4% que prevén las últimas proyecciones de la Comisión Europea.

A ese ajuste tan súbito e intenso contribuyeron tanto familias como empresas no financieras. Las primeras pasaron de una necesidad de financiación, también histórica, superior al 5% del PIB en 2007, a una capacidad de financiación ubicada entre el 3% y el 4% en 2013; por parte de las empresas no financieras, la corrección fue todavía más intensa: se pasó de demandar recursos para financiar parte de su inversión equivalentes al 8% del PIB en 2007 a ofrecerlos en 2012-2013, por un importe en torno al 3% del PIB. A partir de entonces, y este es un elemento que conviene destacar porque constituye una cierta anomalía que probablemente apunta a problemas de distribución del ingreso, las familias han ido reduciendo su capacidad de financiación, hasta situarla en valores negativos (en torno al -0,4% para 2017 y por encima del -1% para 2018 y 2019 según previsiones de la Comisión), mientras que las empresas (no financieras) han mantenido una capacidad de financiación próxima al 3,0%. Finalmente, en el ámbito privado debe destacarse que las instituciones financieras han mantenido su tradicional exceso de recursos de capital sobre sus necesidades de inversión.

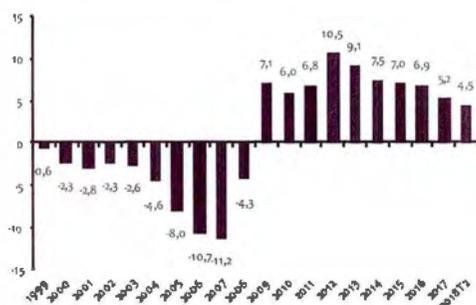
GRÁFICO 3

Capacidad/Necesidad de financiación de España: detalle sectorial y total. 1999-2T-2018⁴

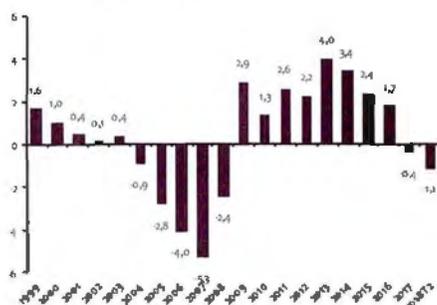


⁴ Para 2T-2018, datos anuales acumulados a 2T-2018.

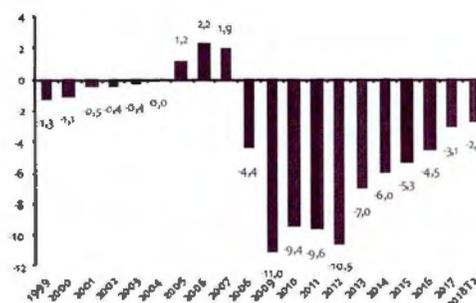
B. Privado (% PIB)



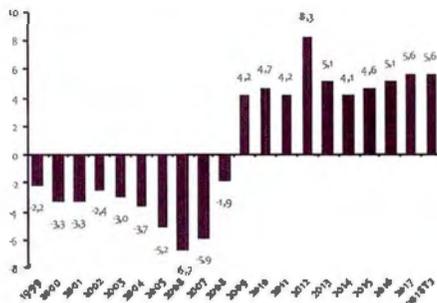
C. Hogares (% PIB)



D. AAPP (% PIB)



E. Empresas financieras y no financieras (% PIB)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del INE.

Lógicamente, el colapso de la necesidad de financiación del sector privado se tradujo en un hundimiento del gasto interno y, como derivada indirecta, de los ingresos públicos, al tiempo que el subsidio de desempleo aumentaba con intensidad y que las pensiones continuaban al alza. En todo caso, el saldo del sector público pasó de un superávit próximo al 2% en 2007 a un déficit medio del 10% entre 2009 y 2012, que lentamente se ha ido corrigiendo hasta situarse en el -3,1% en 2017 y con expectativas para 2018 de situarse por debajo del 3%.

En suma, fue el sector privado no financiero el que acabó generando primero un déficit exterior del orden del 9% del PIB en 2007 y, posteriormente, capacidad de financiación exterior a una media 2013-2019 del 2%, aunque en ese proceso una parte del gasto que efectuaban familias y empresas no financieras se ha trasladado al sector público. Pero, en lo que se refiere al

balance global de esta década, el ajuste en flujos, en particular en el sector privado y asintóticamente también en el público, está prácticamente terminado.

2. Endeudamiento interno y exterior de España en 2018: la larga marcha para su reducción

Si en flujos el ajuste podría darse por concluido, no puede afirmarse lo mismo en lo referente a *stocks*. Ello refleja la asimetría en la corrección de desequilibrios: que puede ser muy intensa y rápida en aquellos generados por cuenta de renta; y muy dilatada en la acumulación de *stocks* a lo largo del tiempo. ¿Dónde se encuentra hoy la economía española del inevitable proceso de reducción del endeudamiento que nos condujo a la crisis?

En el ámbito del sector privado no financiero, y medida su deuda según el criterio del MIP (*Macroeconomic Imbalance Procedure*) de la Comisión Europea, la privada (consolidada) pasó desde cerca del 75 % del PIB en 1995 al 196 % en 2008 y a partir de entonces empezó una lenta reducción que la situó en 2017 en el 139 %, una cifra ya muy cercana a la media de la eurozona, aunque muy alejada todavía de los registros de países como Alemania.

En términos consolidados, los hogares en España han reducido su endeudamiento por encima de los 20 puntos del PIB (desde el 84 % de 2009 al 61 % de 2017), situándose solo ligeramente por encima del 59 % de Francia o del 53 % alemán, aunque todavía lejos del 41 % de los hogares italianos. En el ámbito de las empresas no financieras, otros 35 puntos del PIB de reducción, desde el 117 % de deuda consolidada de 2009 (valores representativos de deuda y préstamos cerrada) al 78 % en 2017, un valor por debajo del 90 % de Francia, aunque por encima del 69 % italiano y del 47 % alemán. En suma, el sector privado ha reducido su endeudamiento en torno a 65 puntos del PIB.

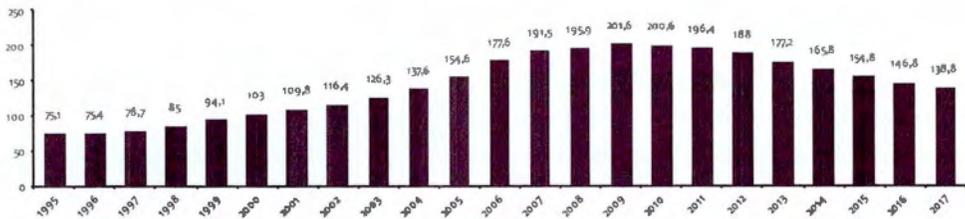
No obstante esta corrección, una comparación con los registros previos a la expansión, la media de los ejercicios 1997-2001, mostraría que tanto familias como empresas no financieras se encuentran muy lejos del endeudamiento previo al *boom*: para las empresas no financieras esa media se situaba en el 53 % del PIB, unos 25 puntos por debajo de los valores alcanzados en 2017 y, en el caso de los hogares, el 61 % de 2017 está también unos 20 puntos por encima del 41 % de la media de finales de la década de los noventa. Por tanto,

para regresar a valores previos a la expansión, una métrica que defienden muchos estudiosos de los procesos de endeudamiento basados en el crédito y el sector inmobiliario, todavía faltarían del orden de 40 puntos del PIB para regresar a valores de confort previos a la expansión crediticia.

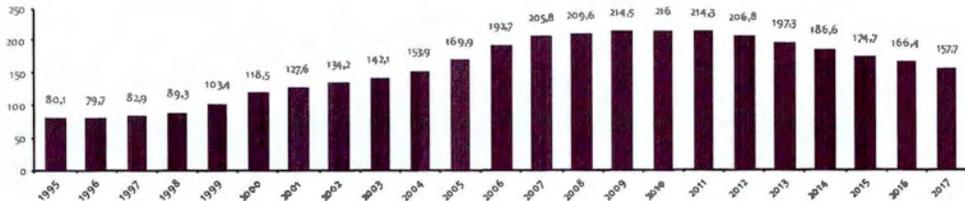
GRÁFICO 4

Deuda privada consolidada y no consolidada en España. 1995-2017. En % del PIB

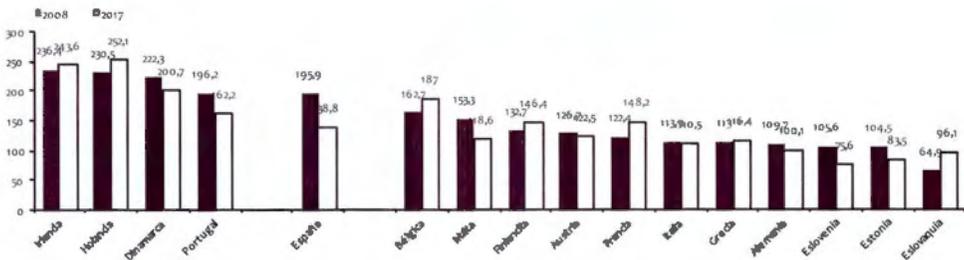
A. España, deuda privada consolidada (% PIB)



B. España, deuda privada no consolidada (% PIB)



C. Deuda privada consolidada (% PIB)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Esta contracción del volumen de endeudamiento privado refleja, fundamentalmente, la reducción del exceso de crédito al sector privado que se había acumulado en la expansión, tanto del dirigido a familias como a empresas no financieras y, entre estas, en particular al concedido a las inmobiliarias y de la construcción. En efecto, tras la etapa de muy fuerte expansión del crédito al sector privado (desde una media 1995-2001 en torno al 75% del PIB al máximo histórico del 171% en 2010-2011), su reducción, tanto por amortizaciones como por reconocimiento de pérdidas, ha venido reduciendo ese valor hasta situarlo, en el tercer trimestre de 2018, en el 101% del PIB.

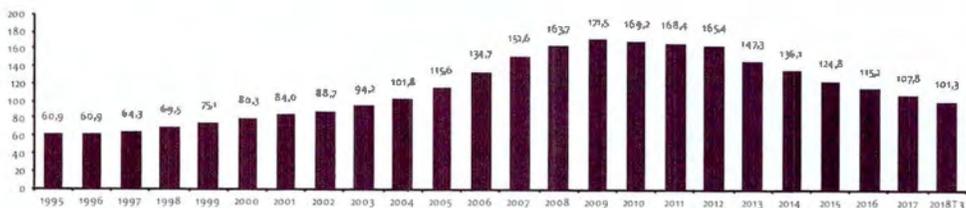
A pesar de esa caída, próxima a los 70 puntos del PIB, el crédito al sector privado se situaba todavía, en 2017, substancialmente por encima de los valores de Alemania (unos 21 puntos del PIB) o Italia (25 puntos) y en registros parecidos a los de Francia. En este proceso ha jugado un papel esencial el saneamiento de los balances bancarios, en los que la creación de Sareb fue determinante. Así, medido en valor absoluto, el crédito a actividades de la construcción e inmobiliarias, que a finales de 2008 se situaba en los 470 mil millones, había caído, en el primer trimestre de 2018, a los 133 mil millones; con ello, su peso sobre el total del crédito al sector privado empresarial, que llegó a alcanzar cerca del 50% al final de la expansión, ha regresado a una media próxima al 22%, en línea con lo observado entre 1997-2001.

GRÁFICO 5

Crédito al sector privado en España y algunos países de la eurozona. 1995-3T-2018.

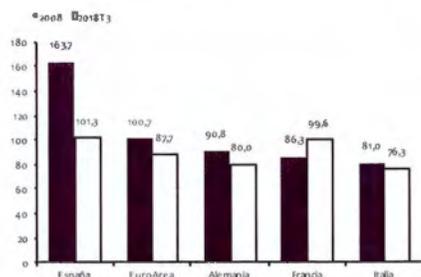
En % del PIB

A. España total OSR

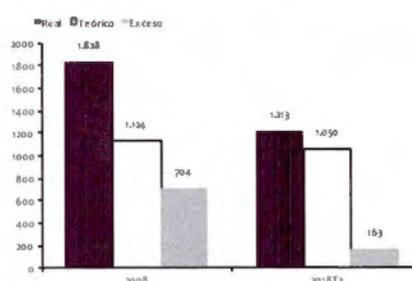


B. Exceso de crédito al sector privado. 2008-3T-2018

C. Crédito al sector privado (% PIB)



D. Crédito al sector privado en España (MM de euros)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo, Banco de España y Eurostat.

¿Hasta qué punto esa corrección del crédito al sector privado puede considerarse finalizada? Una forma de responder a esta pregunta es con relación al conjunto de la eurozona: comparando los pesos de España en crédito al sector privado y en PIB. Con esta métrica, los cerca de 7 puntos porcentuales de excesos de crédito que acumulaba España en 2008 (por un 12 % del PIB del área del euro y 19,1 % del crédito al sector privado de la eurozona), implicaban un *exceso* de crédito en torno a los 700 MM de euros. Ese volumen se ha ido corrigiendo de manera muy notable, de forma que en el tercer trimestre de 2018 y con la misma métrica, el crédito todavía vivo en España estaría en torno a los 163 MM por encima de lo que nos correspondería en consonancia a nuestro PIB. Teniendo en cuenta que en el tercer trimestre de 2018 existía un volumen próximo a los 75 mil millones de crédito moroso, se podría afirmar que el proceso de reducción de los excesos de crédito también estaría prácticamente finalizado.

Pero si el sector privado ha efectuado una gran parte del ajuste en los *stocks* de deuda acumulados en la expansión, el efecto de esa reducción se deja notar, indirectamente y vía contracción de ingresos y aumento del gasto público, en el crecimiento de la deuda de las AAPP. Porque los vasos comunicantes entre la caída del crédito al sector privado y la consiguiente reducción de la actividad y del gasto en consumo e inversión y el aumento del déficit público son evidentes. Por ello, no debe extrañar que la deuda de las administraciones públicas en España, que había alcanzado un 35 % escaso del PIB en 2007, empezara una escalada muy rápida que la llevó en 2014 al 100 % del PIB y, con algunas ligeras modificaciones a la baja, se ha situado a finales de 2018 en torno al 98%. Comparando esta dinámica del endeudamiento

público en España con la de algunos grandes países de la eurozona, resulta que, en términos de PIB, el aumento español (desde el 35% al 98% citado) es en términos relativos muy superior al de la media de cualquiera de los que podrían considerarse: en España excede el 175%, a comparar con la práctica estabilidad alemana (en el 64%, tanto a finales de 2007 como en 2017), con el aumento en Francia (del 50%, desde el 65% al 97%) o con el de Italia (del 32%, desde el 100% al 132%).

A efectos de la vulnerabilidad financiera de España frente a choques del exterior, cuando se suman los sectores privado y público resulta que la deuda de los sectores no financieros (familias, empresas no financieras y administraciones públicas) se sitúa, a finales de 2017, unos 35 puntos por ciento del PIB por encima de la existente en 2012, año de máximo endeudamiento agregado: un 274% en 2012 (85,7% de las AAPP y 188% del sector privado) frente al 237% en 2017 (98,1% del sector AAPP y 138,8% del sector privado) un registro también muy superior, en más de 70 puntos del PIB, a la situación de Alemania (164% de su PIB) y muy parecida a la italiana o francesa.

Pero si el endeudamiento interno tiene relevancia, a efectos de potenciales vulnerabilidades más lo tiene el endeudamiento exterior. Y ahí hay que ser cuidadosos en la separación de lo que implica el valor y la dinámica de la deuda neta exterior y de la deuda bruta a refinanciar. Con relación al primer aspecto, la posición neta (pasivos del país frente al exterior menos activos de España en el resto del mundo) se situaba a mediados de 2018 en el -82% del PIB. ¿Es elevada esta cifra? El MIP sitúa en el -35% del PIB el límite a partir del cual un país presenta desequilibrios macroeconómicos excesivos. Un valor no fijado arbitrariamente, sino que refleja el consenso de la literatura relativa a crisis de balanza de pagos, que muestra como aumentan las probabilidades de que se generen *sudden stop* o *reversals* en los flujos de financiación del país, a partir de aquel -35% del PIB en deuda neta exterior.

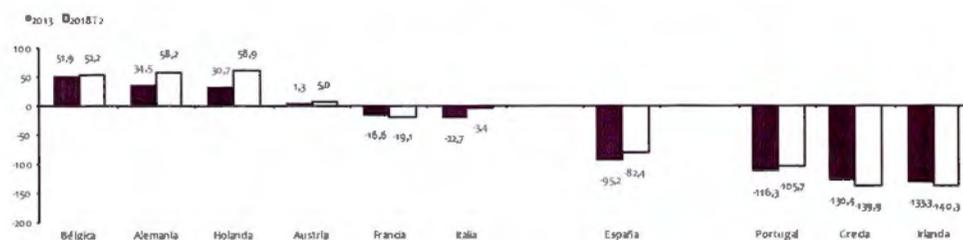
En todo caso hasta principios de la pasada década, España presentaba una posición neta de inversión internacional en torno al 30%-35%, aunque decreciente desde cerca del -20% en 1995, un desequilibrio que aumentó extraordinariamente en los años dos mil merced a la acumulación de déficits crecientes: en 2013-2014 alcanzó un máximo histórico del 100%. A partir de entonces, esta situación ha ido mejorando paulatinamente, reflejando superávits exteriores, aumentos del PIB nominal y cambios de valoración

de activos y pasivos de forma que, a mediados de 2018, la posición neta de inversión internacional se había reducido hasta algo más del -82% , una cifra que excede largamente del -35% que marca el MIP. Además, es un registro absoluto que solo puede compararse a los de Grecia e Irlanda (-140% del PIB) y Portugal (-105%), y que es muy superior a los reducidos niveles de deuda neta de Francia (-19%) o Italia ($-3,4\%$) y, por descontado, más alejado todavía de las posiciones acreedoras de Austria ($+5,0\%$), Bélgica ($+52\%$) o Alemania y Holanda (en torno al $+58\%$).

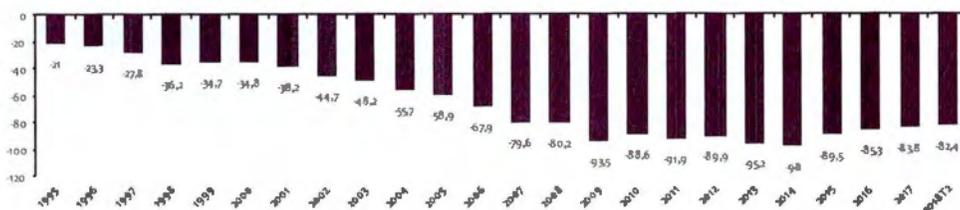
GRÁFICO 6

Posición de inversión internacional neta en España y algunos países de la eurozona.
2013-2T-2018. En % del PIB

A. Posición de inversión internacional neta en España y otros países de la eurozona 2013-2T-2018 (% PIB)



B. Dinámica de la posición de inversión internacional neta 1995-2T-2018 (% PIB)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

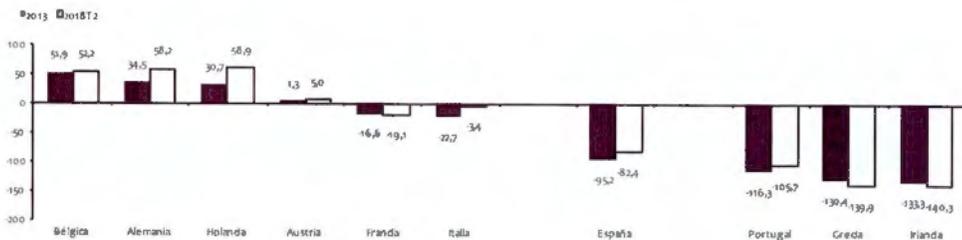
Si en el ámbito de la posición neta la situación ha mejorado un tanto, continúa prácticamente donde se encontraba en lo relativo a los pasivos a refinanciar. Este aspecto no es menor ya que, en momentos de crisis de balanza de pagos como los que experimentó España entre 2011 y 2012, lo relevante, más que la posición neta de deuda, son los pasivos que hay

que refinanciar. En el caso de España, el total de pasivos exteriores se ha situado, a mediados de 2018, en el 237% del PIB, unos 2,8 billones de euros. Descontando los cerca de 500 mil millones de inversión extranjera directa en España (IED), ello significa que los 2 billones restantes (de los que cerca de medio billón son deuda pública en manos del exterior) deben ser objeto de refinanciación continua. Este enorme volumen de pasivos financieros refleja el muy fuerte aumento de la posición acreedora bruta de España en el exterior: desde el 68,6% del PIB en 1995 (41,6% como efectivo y depósitos, valores representativos deuda y préstamos) al 207,4% en 2010 (152,5% como efectivo y depósitos, valores representativos deuda y préstamos) y al 237% a mediados de 2018 (161,8% como efectivo y depósitos, valores representativos deuda y préstamos). Y expresa el auge inversor de las empresas españolas en el exterior en la expansión de los dos mil, financiado con deuda exterior, dado que el ahorro interno era insuficiente para financiar la inversión doméstica.

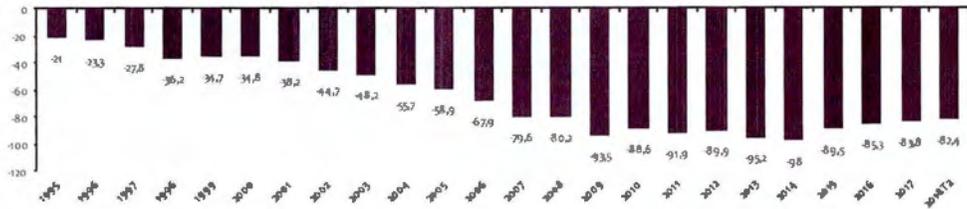
GRÁFICO 7

Pasivos brutos totales de España con el exterior y pasivos brutos a refinanciar. España 1995-2T-2018. En % del PIB

A. Pasivos brutos totales de España con el exterior



B. Pasivos brutos a refinciar de España con el exterior⁵



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España e INE.

Esta necesidad de financiación adquirió toda su relevancia cuando la prima de riesgo española se encaramó en los primeros meses de 2012. Considerando una maduración de esos pasivos del orden de 6/7 años, quiere ello decir que anualmente deben entrar, y debían hacerlo en 2012, del orden de 300 mil millones de euros, simplemente para mantener el volumen de deuda bruta exterior. En 2012, lógicamente, esas entradas no solo no tuvieron lugar, sino que la salida neta de fondos llegó a alcanzar los 400 mil millones de euros. Resultado: intensa elevación de la prima de riesgo, alza de los tipos de interés y necesidad del rescate de parte del sector financiero por la UE. Desde este punto de vista, la situación no se ha modificado.

3. A guisa de conclusión: algunas reflexiones sobre el futuro

Es cierto que la política monetaria del BCE continuará siendo muy expansiva, incluso ahora que se han dado los pasos para finalizar el programa de compra de deuda. Y ello porque no solo anticipa que los tipos de interés no van a subir antes de verano de 2019 y, a continuación, van a mantenerse en valores contenidos, sino porque se avanza que los recursos de las amortizaciones de deuda de los próximos dos años como mínimo se van a reinvertir. Por tanto, el volumen de deuda pública en su balance se mantendrá en sus valores actuales. Pero, dejando de lado ese aspecto, deben evaluarse algunos elementos preocupantes de la situación actual.

Primero, en lo relativo al carácter coyuntural o estructural de la mejora exterior. El análisis que se ha presentado apunta a que, en el ámbito del

⁵ Pasivos frente al resto del mundo como suma de efectivo y depósitos, valores representativos de deuda y préstamos.

saldo de mercancías no energéticas, probablemente asistamos a un cierto deterioro a medida que la demanda de importaciones vaya creciendo con más fuerza. Igualmente, los saldos de la balanza de bienes energéticos, de servicios turísticos y de rentas primarias deberían empeorar en el medio plazo. En cambio, en exportaciones de servicios no turísticos, la mejora parece ser permanente. En suma, aunque parece que las condiciones no van a modificarse sensiblemente hasta 2020, no parece que el superávit del 2 % del PIB de los últimos años pueda mantenerse fácilmente en el medio y largo plazo.

En segundo lugar, y respecto de la deuda exterior y en presencia de aumentos nominales del PIB relativamente contenidos, la reducción en la deuda neta va a continuar siendo lenta y, en la próxima década, difícilmente alcanzaremos siquiera el 60% del PIB. Por lo que se refiere a los pasivos brutos a refinanciar, nada parece haber cambiado.

Finalmente, en el ámbito interno, España continúa siendo un país muy endeudado, aunque en la crisis una parte considerable de la deuda haya pasado del sector privado al público.

En suma, aunque con distinto acento, las fragilidades financieras que nos condujeron a la crisis (deuda interna y exterior) continúan ahí. No obstante, la modificación en el ámbito de la demanda y el nuevo papel adoptado por el BCE estos últimos años permite ser moderadamente optimista respecto de la capacidad de absorber nuevos choques de confianza. Pero el balance del endeudamiento no permite alegrías porque las fragilidades continúan ahí. Convendría que los poderes públicos no lo olvidaran.