

**IEAF | FEF**

INSTITUTO ESPAÑOL DE  
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

**1<sup>er</sup> PANEL DE SEGUIMIENTO FINANCIERO IEAF-FEF  
DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

**¿Es la economía española  
financieramente vulnerable?**

Directores:

Oscar Arce (Banco España)

Domingo García Coto (Bolsas y Mercados Españoles)

**Documento de Trabajo N.º 13**

ISBN: 978-84-697-6271-4  
Depósito Legal: M-28258-2017  
Edita: Fundación Estudios Financieros



|   |    |
|---|----|
| <b>Presentación</b> .....   | 5  |
| <b>Resumen Ejecutivo y conclusiones</b> .....   | 7  |
| <b>1. Ahorro e inversión en España: pasado, presente y futuro.</b><br><i>José Emilio Boscá y Javier Ferri (Universidad de Valencia y FEDEA) ...</i>                               | 17 |
| <b>2. Endeudamiento público y privado.</b><br><i>Oriol Aspachs Bracons, Anna Campos Mariné, Enric Fernández Martínez<br/>y Judit Montoriol Garriga (CaixaBank Research) .....</i> | 29 |
| <b>3. La posición de inversión internacional de la economía española: Tenden-<br/>dencias, análisis y evaluación.</b><br><i>Oscar Arce (Banco de España) .....</i>                | 43 |
| <b>Relación de personas asistentes al Panel de Seguimiento</b> .....  | 59 |
| <b>Documentos de Trabajo FEF</b> .....  | 63 |
| <b>Entidades Patrono de la Fundación de Estudios Financieros</b> .....  | 65 |





## PRESENTACIÓN

La Fundación de Estudios Financieros (FEF) y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) han iniciado una nueva línea de emisión de opinión a través del *Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española*. Se trata de una iniciativa puesta en marcha por ambas instituciones para promover el conocimiento riguroso y la discusión de materias y aspectos de carácter financiero relacionados directa o indirectamente con el pasado, presente y futuro de la economía española y su competitividad y sostenibilidad.

Hemos previsto llevar a cabo entre dos y tres sesiones anuales dentro de este *Panel* con un tema monográfico en cada una de ellas con un número limitado de expertos invitados a participar en el debate. Para facilitar el planteamiento de los aspectos concretos a debatir en cada sesión se expondrán entre tres y cuatro ponencias realizadas por expertos invitados. A partir de la exposición de cada ponencia se abre un turno de intervenciones y debate entre los expertos invitados.

Las intervenciones y un resumen ejecutivo de la sesión se recogerán en un Documento de Trabajo que publicará IEAF-FEF y estará disponible libremente a través de la página web de la institución ([www.fef.es](http://www.fef.es)). La iniciativa está coordinada por Oscar Arce del Banco de España y Domingo García Coto de Bolsas y Mercados Españoles, a quienes quiero agradecer el excelente trabajo realizado.

La 1ª Sesión del *Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española* se celebró el 8 de junio de 2017 en el Banco de España bajo el título: "*¿Es la economía española financieramente vulnerable?*", con la participación de cerca de 40 expertos. En este documento de trabajo figuran las ponencias presentadas y un resumen de conclusiones y recomendaciones, en donde se destaca la recuperación de la economía española pero que aún sigue en una zona de vulnerabilidad financiera por lo que es necesario seguir avanzando y acometer reformas importantes para llegar a un nivel de estabilidad adecuado.

IEAF-FEF agradecen a todas las personas que han intervenido en este proyecto y especialmente al Banco de España por su apoyo a esta iniciativa.

Jorge Yzaguirre

*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros*





### RESUMEN EJECUTIVO Y CONCLUSIONES\*

La 1ª sesión del *Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española* estuvo dedicada de forma monográfica a debatir la siguiente cuestión: “¿Es la economía española financieramente vulnerable?”, pregunta que también sirvió de título a esta primera experiencia. Cerca de 40 expertos vinculados con distintos ámbitos de las finanzas participaron en la primera sesión de esta iniciativa coordinada por Óscar Arce, del Banco de España, y Domingo García Coto, de Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Los expertos reunidos por IEAF-FEF coincidieron inicialmente en destacar la mejora significativa y hasta sorprendente de la economía española en los últimos años y, en el ámbito financiero, la reordenación y ajuste de muchos de sus flujos financieros en un periodo de tiempo relativamente corto. No obstante, también fueron taxativos al reconocer que España todavía se encuentra en zona de vulnerabilidad financiera y que es necesario en algunos casos perseverar en el camino iniciado de corrección de desequilibrios financieros mientras en otros casos el camino apenas está iniciado y es necesaria una acción más decidida. También enfatizaron la estrechísima relación de la calidad del sistema productivo y de las instituciones con la evolución financiera del país: ahí está la clave a medio y largo plazo de la mayor o menor vulnerabilidad financiera de la economía española.

Tanto las políticas económicas nacionales y europeas, como algunas tendencias internacionales y especialmente la política monetaria extraordinariamente laxa practicada por el Banco Central han marcado una etapa caracterizada por la permanencia de unos tipos de interés en mínimos históricos que han favorecido situaciones como la capacidad de la economía española para financiarse internamente en buenas condiciones y a la vez tener excedente de financiación frente al exterior, las favorables condiciones de finan-

---

\* Beatriz Pérez Galdón, periodista especializada en Economía, y Domingo J. García Coto, coordinador del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

ciación de la deuda pública o la reducción del coste financiero de las familias y empresas. Los expertos consideraron de forma unánime que mantener esta senda virtuosa es esencial para impulsar y a la vez evitar que peligre la recuperación y la calidad de la misma y para ello apuntaron que es preciso continuar con el proceso de reformas y recomendaron que una vuelta a una normalización de la política monetaria se realice de manera paulatina.

Para analizar y conducir el debate se desarrollaron tres ponencias enfocadas a los tres aspectos claves de la posición financiera de España: **Las tendencias del ahorro y la inversión, el endeudamiento y la dependencia de la financiación exterior**. Los títulos de las ponencias reflejaban estos aspectos: *Ahorro e inversión en España: pasado, presente y futuro; Endeudamiento público y privado: familias, empresas, entidades financieras y sector público y La posición de inversión internacional de la economía española: tendencias, análisis y evaluación*.

Además, se abordaron con especial inquietud factores que marcarán el devenir a largo plazo de las finanzas y la propia economía española como son el envejecimiento de la población y la irrupción de las nuevas tecnologías que dificultan las predicciones sobre cuál será su impacto a largo plazo en aspectos como la inversión y el ahorro.

En breve las **conclusiones y recomendaciones** del debate se pueden resumir así:

- Atención preferente a la brecha entre inversión y ahorro doméstico de la economía española. Históricamente ha actuado como indicador adelantado de vulnerabilidad financiera y debe valorarse no solo en función de su capacidad de generar bienestar presente sino también bienestar futuro. También especial atención debe prestarse al tipo de actividades hacia las que se dirige el ahorro exterior, si estas son de alta productividad o no comercializables de baja productividad (como en la etapa del boom inmobiliario).
- Los periodos de desahorro público que se han mantenido durante la crisis no son sostenibles. Se requiere para los próximos años un plan fiscal con tasas de ahorro sostenidas positivas. Continuar con tasas de ahorro público negativas puede implicar en el futuro caídas importantes del nivel de actividad económica según los modelos macroeconómicos vigentes.
- La evolución de la tasa de ahorro de los hogares también reclama atención preferente para evaluar si su desaceleración forma parte de una tendencia o es una corrección puntual como reacción a la demanda embalsada durante la crisis.
- El nivel de deuda pública del 100% del PIB, representa un factor claro de vulnerabilidad financiera ante cambios en el sentimiento inversor ya que implica unas nece-



sidades de financiación elevadas del sector público y limita el margen de actuación de la política fiscal en un eventual escenario de desaceleración. Es muy relevante corregir el saldo primario y asentar las bases para el crecimiento sostenible del PIB para mejorar la capacidad de crecimiento del país.

- Una eventual subida moderada de los tipos de interés tendría un impacto muy gradual sobre el coste de la deuda pública como consecuencia de la alta duración de la vida media de la misma, actualmente en los 7 años de promedio.
- La deuda privada (familias y empresas) debe seguir corrigiéndose. Ha descendido de forma notable desde 2010, pero su nivel todavía sigue siendo elevado (166% del PIB en 2016) en relación a ciertos umbrales de referencia (133% del PIB establecido por la eurozona) que actúan como señal de alerta. Los hogares alcanzarán el nivel promedio de la eurozona en 2018 y en caso de subida suave de tipos, los gastos financieros ascenderán muy levemente.
- La posición deudora de España frente al exterior muestra un elevado grado de dependencia y representa un elemento de vulnerabilidad macrofinanciera ante cambios en el sentimiento inversor.
- La posición de la inversión internacional (PIIN) de la economía española, que mide la diferencia entre los pasivos financieros y los activos financieros de la economía española frente al exterior, se sitúa en un 85,7% del PIB en 2016 y continúa siendo una de las más elevadas entre las economías avanzadas. Este hecho incrementa la necesidad de apelar de forma amplia y recurrente a los mercados de capitales internacionales y significa estar sujeto a la sensibilidad de dichos mercados.
- La corrección del desequilibrio exterior en términos de PIIN es más paulatino que el de otras variables como el déficit de balanza corriente. El nivel de la PIIN permanecerá elevado durante los próximos años y por ello es necesario preservar las condiciones para mantener saldos positivos recurrentes de la balanza por cuenta corriente para reconducir la PIIN hacia niveles comparables a otras economías centrales de la eurozona. De nuevo el saneamiento estructural de las cuentas públicas y la mejora del crecimiento y la competitividad de la economía vuelven a ser factores esenciales para corregir esta vulnerabilidad.



## RESUMEN DE LAS PONENCIAS

### Ahorro e Inversión en España: pasado, presente y futuro

José Boscá y Javier Ferri, profesores de la Universidad de Valencia y FEDEA, destacaron que España se encuentra en fase de recuperar la tasa de ahorro previa a la crisis del 22,7% del PIB, muy cercana ya a la media de la Zona Euro (23,2%).

La situación es similar en la inversión, cuyo nivel se encuentra sobre el 20,3%, después de haber caído casi el 40% durante la crisis, empatando prácticamente con los países de la Zona Euro y con Estados Unidos.

Los titulares de la Universidad de Valencia reconocieron que “España caminó por el filo de la sostenibilidad de la deuda”, entre 2009 y 2012 y que la intervención del BCE evitó un desenlace indeseable. A su juicio, la sostenibilidad de las finanzas públicas hubiera sido menor sin el apoyo de la institución europea.

La aplicación de política económica nacional e internacional ha conseguido que España pase de un déficit por cuenta corriente de casi el 10% en 2007 a un superávit promedio del 1,5% entre 2013-2016. El nivel de superávit europeo fue del 3% en el mismo periodo.

El ajuste no ha sido muy diferente en términos cualitativos sobre la media Europea en cuanto a los diferentes ámbitos institucionales, aunque sí hay disparidad en los hogares.

Las compañías han pasado de tener una necesidad de financiación del -10,7% en 2007 a una capacidad del +9% del Valor Añadido Bruto (VAB) en 2013. En la Zona Euro estas cifras son -1,1% y +4,4%, respectivamente.

Mientras, el sector público cambia un superávit público en 2007 del 2% por déficits de más del 10% en los años posteriores. La recuperación está siendo muy lenta y en 2016 se registraron necesidades de financiación de más del 4,5% del PIB con un déficit cercano al 2%. El ajuste en la Zona Euro ha sido menos drástico.

Las familias han pasado de necesitar un 9% de financiación respecto a la Renta Nacional Bruta (RNB) en 2007 a tener un exceso de ahorro sobre la inversión superior al 4%. En la Zona Euro, por el contrario, los hogares han sido siempre prestamistas netos.



Para José Boscá y Javier Ferri es entendible que la aplicación de las políticas de consolidación fiscal no van afectar a todos por igual; el impacto es muy diferente según la situación financiera de cada individuo.

Los profesores creen que no hubo alternativa. Distintos estudios muestran que los planes basados en la aplicación de impuestos tienen un efecto significativamente más contractivo que los que se centran en la reducción del gasto público.

La consolidación se está produciendo de manera gradual en España, que es lo deseable para los profesores, puesto que un ritmo superior implicaría mayor coste en términos de bienestar y afectaría a la posición financiera de los hogares.

En cuanto a la liberación del ahorro por parte del sector público, la experiencia de las dos últimas décadas revela que el efecto que ha tenido en nuestro país ha sido un aumento de la inversión y de ahorro empresarial, y menos ahorro por parte de los hogares.

Uno de los sucesos más destacable para Boscá y Ferri es la ruptura de la correlación negativa entre el superávit público y la balanza por cuenta corriente iniciada en 2014: “De continuar esta tendencia, la economía podría asistir a tasas de crecimiento positivas del PIB con capacidad neta de financiación de todos los sectores institucionales con el consiguiente superávit por cuenta corriente, algo inaudito en la historia reciente”, señalan.

Para los titulares de la Universidad de Valencia la clave de la vulnerabilidad financiera de la economía española no se encuentra tanto en las diferencias más o menos prolongadas en el tiempo entre ahorro e inversión, sino en la calidad de las instituciones y del sistema productivo. “Es un argumento más para reclamar las reformas que España necesita”, dijeron. “Si un país invierte mucho y lo hace en sectores competitivos de alto valor añadido y elevada rentabilidad puede permitirse un ahorro doméstico bajo y recurrir a la financiación del exterior. Lo fundamental es que ese ahorro foráneo se canalice de manera correcta, lo que ayudaría a mantener el consumo al alza y a devolver cómodamente la deuda”, concluyeron.

### **Endeudamiento público y privado: familias, empresas, entidades financieras y sector público**

El segundo panel tuvo como ponente a Enric Fernández, de CaixaBank Research. El experto mostró preocupación por la lentitud en la que se está reduciendo la deuda pública, a pesar de tener un entorno favorable, y por el elevado déficit.



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

La deuda pública española permanece sobre el 100% del PIB desde 2014, 10 puntos porcentuales por encima de los países de la zona Euro. Fernández explicó que “este nivel representa un factor de relativa vulnerabilidad para la economía española, ya que implica que las necesidades de financiación del sector público siguen siendo elevadas, lo que podría limitar el margen de actuación de la política fiscal en un eventual escenario de desaceleración”.

El principal motivo por el que se ha incrementado la deuda en los últimos años ha sido el mantenimiento de un elevado déficit primario. Tras la crisis, el gasto público aumentó al mismo tiempo que los ingresos se desplomaron.

Desde 2014, la estabilización de la deuda pública ha sido posible gracias a la recuperación económica, que ha impulsado los ingresos, y al esfuerzo de reducción del gasto público, que han permitido reducir el déficit primario de forma muy notable, hasta alcanzar el 1,5% del PIB en 2016.

Pero Enric Fernández califica de “reto inmediato” acometer una reducción progresiva, aunque dependerá del grado de corrección del déficit presupuestario y de la capacidad de la economía para mantener un crecimiento nominal superior al tipo de interés promedio de la deuda.

El Programa de Estabilidad 2017-2020 del Gobierno prevé una corrección del saldo público primario que daría paso a un superávit del 2,1% del PIB en 2020.

Sin embargo, Enric Fernández recordó que históricamente solo Finlandia y Bélgica han logrado sostener un superávit primario (sin intereses) igual o mayor al 2% del PIB durante 10 o más años. Mientras, Irlanda, Italia, Luxemburgo y Países Bajos lo consiguieron por un periodo de entre 5 y 8 años. “Es una cuestión de voluntad política y de explicarlo”, señaló durante su comparecencia.

En cuanto al endeudamiento financiero de los hogares y las empresas, están cercanos a las cifras medias de la Zona Euro después de producirse un “desapalancamiento muy importante”. Aún así, se supera el objetivo de deuda privada establecido por Eurostat del 133% PIB. Irlanda, Dinamarca, Portugal, Reino Unido, Luxemburgo son otros países que igualmente lo sobrepasan.

Enric Fernández detalló que el 80% de la deuda financiera de las familias españolas está relacionada con la compra de la vivienda, una situación que se va a prolongar en el tiempo y que en algunos casos se podría agravar con el cambio de la política de tipos del BCE hacia un sesgo restrictivo.



La reducción de los tipos de interés ha supuesto un ahorro financiero para las familias de más de 34.600 millones de euros entre 2008 y 2016, y para las empresas no financieras por encima de los 48.700 millones.

En cuanto al impacto que pudiera producir una próxima subida de los tipos de interés, el experto destacó que será crucial que se produzca de manera gradual y que se mantengan o incrementen las tasas de empleo o los flujos de ingresos de las familias. “Es lo que va a mover la sostenibilidad de las finanzas en un hogar medio”, dijo. La carga financiera para pagar deuda supera el 25% en los hogares de menor renta, y alcanza el 40% en el 15% de los mismos.

Por último, el analista destacó la positividad de que se estén concediendo más créditos a un tipo fijo en un entorno donde el coste del dinero se encuentra en mínimo histórico. No obstante, subrayó “la importancia de mantener la riqueza de la oferta”.

A pesar de los importantes esfuerzos para estabilizar el nivel de deuda pública y reducir la privada, Enric Fernández asegura que la economía española “todavía sigue estando muy endeudada” y que esta situación hace que se mantenga en “una zona de relativa vulnerabilidad ante posibles cambios en el sentimiento inversor o aumentos abruptos en los tipos de interés”.

### **La posición de la inversión internacional de la economía española: Tendencias, análisis y evaluación**

Oscar Arce, director general adjunto de Economía e Investigación del Banco de España, destacó el nivel de endeudamiento externo del país, de casi el 100% del PIB: “Se trata de uno de los legados más visibles y costosos del anterior ciclo expansivo y de la crisis. Es el resultado de una acumulación de deuda de empresas y familias que nos llevó al principio de la crisis con un déficit por cuenta corriente muy elevado”, “Nos hemos parecido más a países con problemas persistentes como Grecia y Portugal”, dijo.

Durante la fase expansiva del ciclo económico español (desde finales de la década de los noventa hasta el inicio de la crisis mundial en 2008), el incremento de la posición internacional neta deudora coincidió con tres factores clave: unas perspectivas muy optimistas sobre la sostenibilidad de aquel ciclo expansivo, la disponibilidad de abundante financiación procedente del exterior en condiciones muy favorables y la elevada pérdida de competitividad que sufrió durante dicho periodo la economía española frente a sus



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

principales socios comerciales. El déficit por cuenta corriente alcanzó récord en 2007 al llegar al 9,6% del PIB.

El aumento de la financiación en la etapa expansiva española dio como resultado un abultado crecimiento del endeudamiento exterior: la posición neta deudora pasó del 35% del PIB en 2000 al 80% en 2008.

Desde la perspectiva de ahorro e inversión, el deterioro de la posición neta deudora coincidió con un crecimiento del endeudamiento privado especialmente en las exposiciones relacionadas con el sector de la construcción residencial. La deuda de las familias y las empresas no financieras se duplicó entre 2000 y 2007, llegando a superar el último año del periodo señalado el 190% del PIB.

La fuerte necesidad de financiación de las familias y las compañías compensó la reducción de la deuda pública, situándose en el 36% del PIB a finales de 2007. Las prestaciones se cubrieron mediante el ahorro externo, canalizado principalmente a través de las entidades de crédito y de los fondos de titulización.

De forma paralela, la entrada de España a la UEM produjo una caída de los tipos de interés al tiempo que se producía un repunte de las cotizaciones en Bolsa, lo que contribuyó a una notable revalorización de los pasivos exteriores de renta fija y variable. Además, la apreciación del euro durante sus primeros años de existencia frente a las principales monedas, propició un fuerte efecto negativo sobre la posición neta deudora.

En los últimos años ha sido determinante el papel que ha jugado Europa tras la crisis en los mercados de deuda soberana, la fragmentación financiera de la zona, el desapalancamiento del sector privado frente al endeudamiento del público, y el efecto de la valoración.

“El impacto negativo de valoración de la posición neta deudora no debe interpretarse *per se* como un aumento del grado vulnerabilidad externa, sino más bien como el reflejo de la mejoría de las perspectivas de la economía española y la consiguiente revalorización de los activos emitidos por los sectores residentes”, explicó Óscar Arce.

En cuanto al plazo de vencimiento, el 59% de los pasivos exteriores totales está materializado en instrumentos de largo plazo y el 90% están denominados en euros, lo que reduce considerablemente el riesgo de cambio.

La mejora de la balanza por cuenta corriente producida entre 2008 y 2015 (sobre el 60% del total) se debió fundamentalmente a factores no cíclicos entre los cuales la caída del



## Resumen Ejecutivo y conclusiones

precio del petróleo contribuyó de forma relevante (sobre una quinta parte de la corrección). Y otros factores de carácter más permanente, como las menores expectativas de crecimiento, las ganancias de competitividad, el envejecimiento y, posteriormente, los avances graduales en la consolidación fiscal, también ayudaron al ajuste.

Arce afirmó que “a medio plazo lo más sensato es mantener saldos externos positivos para conducir la deuda externa hacia niveles más manejables”. “Hay que realizar políticas presupuestarias sensatas”, subrayó. Además, considera imprescindible incidir en el saneamiento estructural de las cuentas públicas -especialmente si se tiene en cuenta el envejecimiento previsto de la población -, y en el avance en las reformas que favorezcan la capacidad de crecimiento y la competitividad de la economía española.

Resaltó, por otro lado, las actuaciones positivas que se han producido desde el inicio de la crisis, como la creación del Mecanismo Único de Supervisión, enfocadas a reforzar y asegurar la Unión Económica y Monetaria, pero apuntó que “es necesario mejorar la unión financiera para desarrollar también la movilidad de la inversión entre países y la posición cualitativa de la deuda externa española”. “La UEM debe servir para limitar los riesgos de las desigualdades y para maximizar las oportunidades”, dijo.

Como conclusión, Arce señaló que “A pesar de la fuerte corrección del desequilibrio externo en los últimos años, la posición deudora de España frente al exterior continúa siendo una de las más elevadas entre las economías avanzadas. El alto grado de dependencia financiera foránea sigue representando un elemento de vulnerabilidad macrofinanciera relevante ante cambios en el sentimiento económico de los mercados financieros internacionales”.





### 1. AHORRO E INVERSIÓN EN ESPAÑA: PASADO, PRESENTE Y FUTURO\*

Las decisiones de ahorro e inversión de los sectores institucionales (familias, empresas y gobierno) repercuten en su capacidad o necesidad de financiación cada periodo, lo que termina modelando en última instancia el perfil temporal de sus balances. Por ejemplo, cuando el ahorro de las empresas supera la cantidad que dedican a la inversión, las empresas disponen de capacidad de financiación para aumentar sus activos o reducir su deuda. Por el contrario, cuando la formación bruta de capital de los hogares –básicamente inversión residencial– supera a su ahorro, los hogares incurren en una necesidad de financiación, por lo que se ven forzados a vender activos o aumentar sus pasivos. También a nivel agregado, la diferencia entre ahorro e inversión determina la capacidad o necesidad de financiación del conjunto de la economía, lo que se refleja en la cuenta financiera de la balanza de pagos y en la evolución de la posición de inversión internacional neta. Por ejemplo, si la diferencia entre ahorro e inversión del conjunto de los sectores institucionales es positiva, la economía suministrará ahorro al resto del mundo y presentará un superávit exterior, lo que significa que estará aumentando sus activos, o reduciendo la deuda contraída con otras economías.

En el Cuadro 1 se representan las tasas medias de ahorro de España y un conjunto de países en tres periodos del tiempo: la gran expansión asociada al boom inmobiliario, el periodo de crisis, y el periodo de recuperación (que incluye también las previsiones, según AMECO, de los años 2017 y 2018).

---

\* José E. Boscá y Javier Ferri (Universidad de Valencia y Fedea).



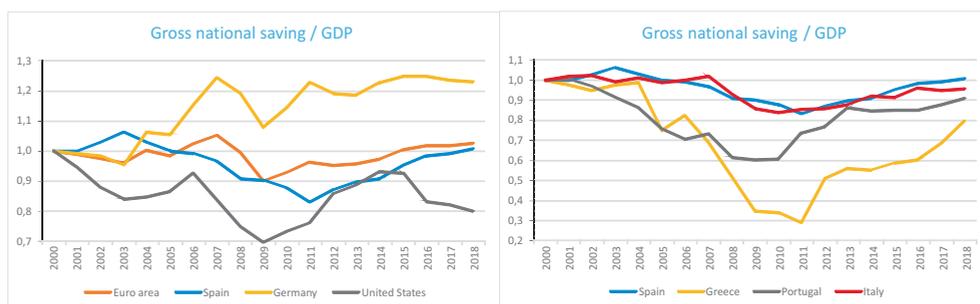
## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

**CUADRO 1.**  
**TASAS DE AHORRO MEDIAS (AHORRO NACIONAL BRUTO DIVIDIDO POR EL PIB)**

|                  | Spain | Euro area | Germany | France | USA  | Greece | Portugal |
|------------------|-------|-----------|---------|--------|------|--------|----------|
| <b>2000-2007</b> | 22,7  | 23,0      | 23,4    | 22,7   | 18,4 | 15,0   | 15,4     |
| <b>2008-2013</b> | 19,8  | 21,9      | 26,0    | 20,5   | 16,1 | 7,2    | 12,4     |
| <b>2014-2018</b> | 21,8  | 23,2      | 27,5    | 20,4   | 17,8 | 10,8   | 15,4     |

España presentaba una tasa de ahorro similar a la de la media de la zona Euro en el periodo previo a la crisis, muy por encima de países como Portugal, Grecia o Estados Unidos. En general, la crisis generó una disminución de las tasas de ahorro en los países de nuestro entorno, con la notable excepción de Alemania. No obstante, con la recuperación económica, España está también recuperando las tasas de ahorro agregadas previas a la Gran Recesión. El Gráfico 1 nos ofrece una visión más clara de la evolución relativa a lo largo del tiempo de las tasas de ahorro nacionales de esos mismos países, normalizando a 1 el valor de todas ellas en el año 2000. Entre el año 2003 y el año 2011, en el que empieza de nuevo a aumentar, la tasa de ahorro se redujo aproximadamente un 20 por cien en España. Esta tendencia no fue un caso aislado. Si nos comparamos con los países de la periferia europea, la caída de la tasa de ahorro en Italia fue prácticamente idéntica pero, en cualquier caso, muy inferior a la experimentada por Portugal (un 40 por cien) o Grecia (más de un 70 por cien). El Gráfico 1 también indica que, si se cumplen las previsiones, España terminará el año 2018 con una tasa de ahorro igual a la que tenía en el año 2000.

**GRÁFICO 1.**  
**EVOLUCIÓN RELATIVA DE LAS TASAS DE AHORRO NACIONALES**





## 1. Ahorro e inversión en España: pasado, presente y futuro

El Cuadro 2 recoge las tasas medias de inversión que, junto con la productividad de los factores de producción, están detrás de los procesos de convergencia económica entre países. Aquí el panorama es bien distinto. España presentaba antes de la crisis unas tasas de inversión muy superiores a las de la zona Euro, pero en la actualidad, la tasa de inversión asociada con nuestra economía es muy similar a la media de la Eurozona, al nivel de la de Alemania o Estados Unidos. Como en España, en Grecia y Portugal la tasa de inversión también se situaba antes de 2007 por encima de la media Europea.

**CUADRO 2.**  
**TASAS DE INVERSIÓN MEDIAS (FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL**  
**DIVIDIDA POR EL PIB)**

|                  | Spain | Euro area | Germany | France | USA  | Greece | Portugal |
|------------------|-------|-----------|---------|--------|------|--------|----------|
| <b>2000-2007</b> | 28,7  | 22,7      | 20,5    | 22,3   | 22,5 | 25,5   | 25,1     |
| <b>2008-2013</b> | 23,1  | 21,0      | 19,7    | 22,6   | 19,1 | 16,6   | 19,1     |
| <b>2014-2018</b> | 20,3  | 20,1      | 19,3    | 22,9   | 20,1 | 11,7   | 15,3     |

El Gráfico 2 nos da una información más precisa de cómo evolucionaron las tasas de inversión dentro de cada país. No existe ninguna otra economía de las representadas en la que la tasa de inversión aumentara tanto entre los años 2000 y 2007. Sin embargo, el hecho de que el peso de la formación bruta de capital fijo en viviendas respecto a la inversión total creciera 6 puntos en dicho periodo permite entender esta evolución. Igualmente, que dicho peso se redujera entre 2008 y 2013 en más de trece puntos porcentuales ayuda a explicar que la caída en la tasa de inversión experimentada en España, en el periodo de crisis, sólo se viera superada por la que sufrió la economía Griega.

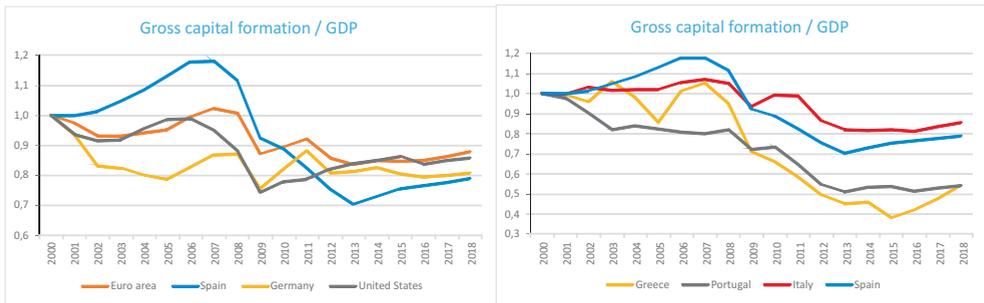
El Gráfico 3 representa el movimiento a lo largo del tiempo de las tasas agregadas de ahorro e inversión, y la diferencia entre ambas, es decir, el déficit o superávit exterior en términos de PIB. En el gráfico aparecen cuatro países que nos ofrecen cuatro combinaciones bien diferentes. Como puede verse, en España, la dinámica del saldo exterior está claramente guiada por el comportamiento de la inversión. Es el extraordinario crecimiento de la tasa de inversión durante el periodo de expansión el causante de las crecientes posiciones deficitarias en nuestro saldo exterior, que llegaron al mínimo del -10 por cien en 2007. Y es la reducción en la tasa de inversión durante la crisis la responsable del ajuste en la balanza de pagos que se inicia a partir de 2007. Con la recuperación, las tasas de ahorro e inversión repuntan, aunque la brecha positiva entre ambas permite



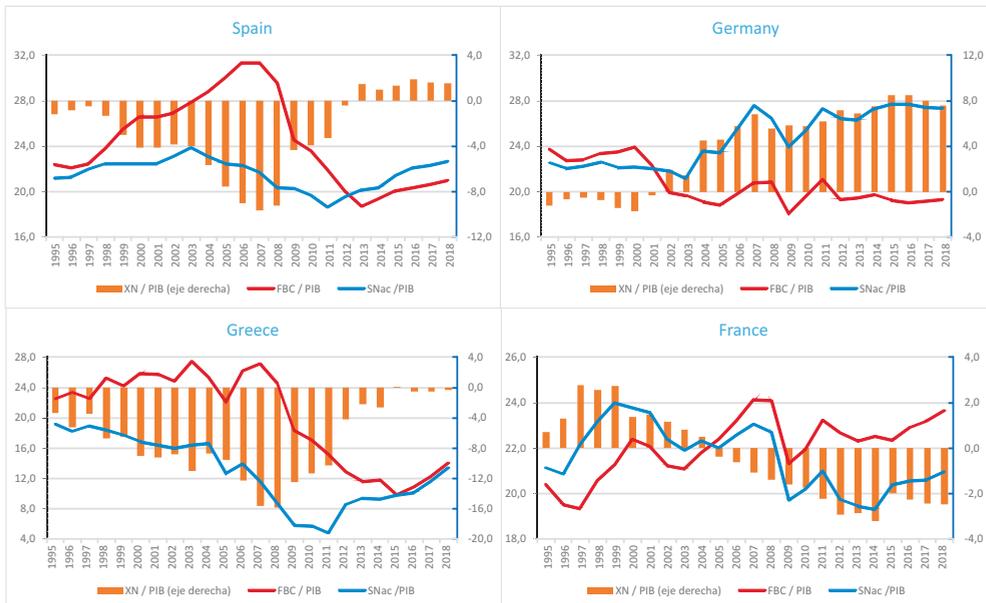
## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

a España mantener una posición superavitaria con el resto del mundo que en términos medios supuso el 1,5 por cien del PIB entre 2013 y 2016.

**GRÁFICO 2.**  
**EVOLUCIÓN RELATIVA DE LAS TASAS DE INVERSIÓN AGREGADAS**



**GRÁFICO 3.**  
**TASAS DE AHORRO E INVERSIÓN AGREGADAS**





## 1. Ahorro e inversión en España: pasado, presente y futuro

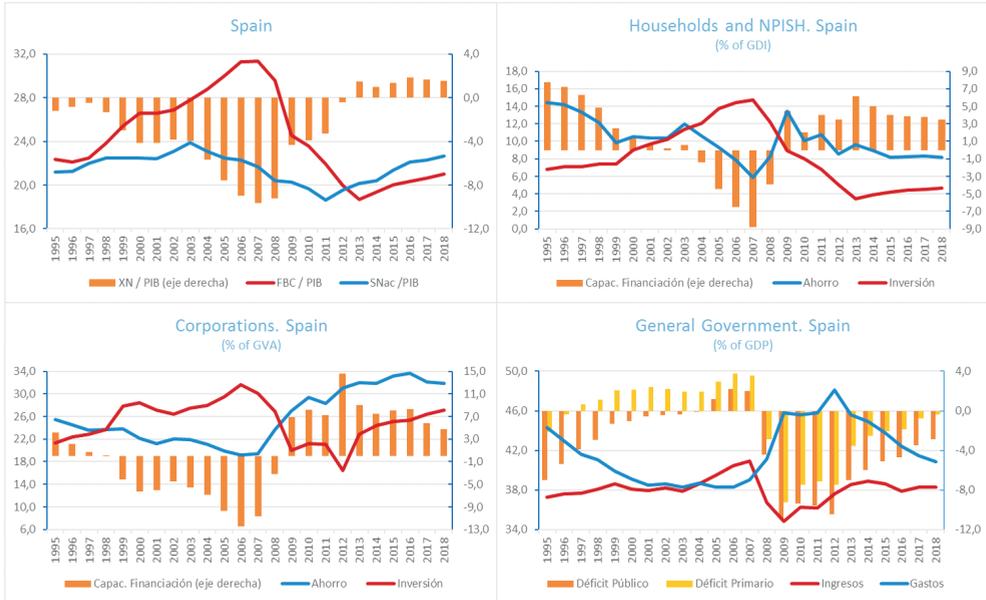
Comparado con Grecia, el ajuste desde el año 2012 no es cualitativamente muy diferente. Sin embargo, mientras que en España la brecha exterior se cierra con una tasa de inversión del 20 por cien, similar a la alemana, en Grecia el equilibrio se produce con una tasa de sólo el 10 por cien. Por otra parte, en Alemania, el importante superávit sostenido en la balanza por cuenta corriente tiene su reflejo en el aumento de la tasa de ahorro que se produjo desde principios de este siglo, mientras que la tasa de inversión se ha mantenido constante. Francia, por el contrario, mantiene déficits en sus intercambios con el exterior que tienen que ver tanto con la caída en su tasa de ahorro como con el aumento en su tasa de inversión.

¿Cómo se ha repartido entre los distintos sectores institucionales este esfuerzo agregado, de pasar de necesitar ahorro del resto del mundo a ser capaces de exportar parte de nuestro ahorro? Los Gráficos 4 y 5 representan las necesidades de financiación de los tres sectores institucionales en España y en el agregado de la zona Euro. En España, en los años previos a la crisis tanto empresas como hogares eran demandantes netos de financiación. En los primeros compases de la crisis el sector privado cambia la dinámica para revertir el signo de sus necesidades financieras, lo que explica el impresionante proceso de desapalancamiento que aproxima la deuda privada a la media europea. Sin embargo, el sector público se convierte en el gran demandante de fondos, con la consiguiente escalada en la deuda pública. En particular, las corporaciones pasan de una necesidad de financiación del -10,7 por cien en 2007 a una capacidad del +9 por cien del valor añadido bruto en 2013 (en la Eurozona estas cifras son -1,1 por cien y +4,4 por cien). El sector hogares, por otra parte, transforma sus necesidades de financiación, del 9 por cien de la renta nacional bruta en 2007, en un exceso de ahorro sobre la inversión superior al 4 por cien en los últimos años. En comparación, en el agregado de la Eurozona los hogares han sido siempre prestamistas netos. Por el contrario, el sector público español pasa de un superávit público en 2007 del 2 por cien del PIB a déficits de más del 10 por cien. A partir de ese máximo, sus necesidades financieras inician una lenta reducción, de modo que en 2016 el sector público español todavía tenía una necesidad de financiación de más del 4,5 por cien del PIB, y un déficit primario cercano al 2 por cien. Comparativamente, en el área Euro los vaivenes en las cuentas financieras del sector público han sido mucho menos drásticos, debido al mejor comportamiento de los ingresos y gastos.



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

**GRÁFICO 4.**  
**TASAS DE AHORRO E INVERSIÓN AGREGADAS Y SECTORIALES. ESPAÑA**

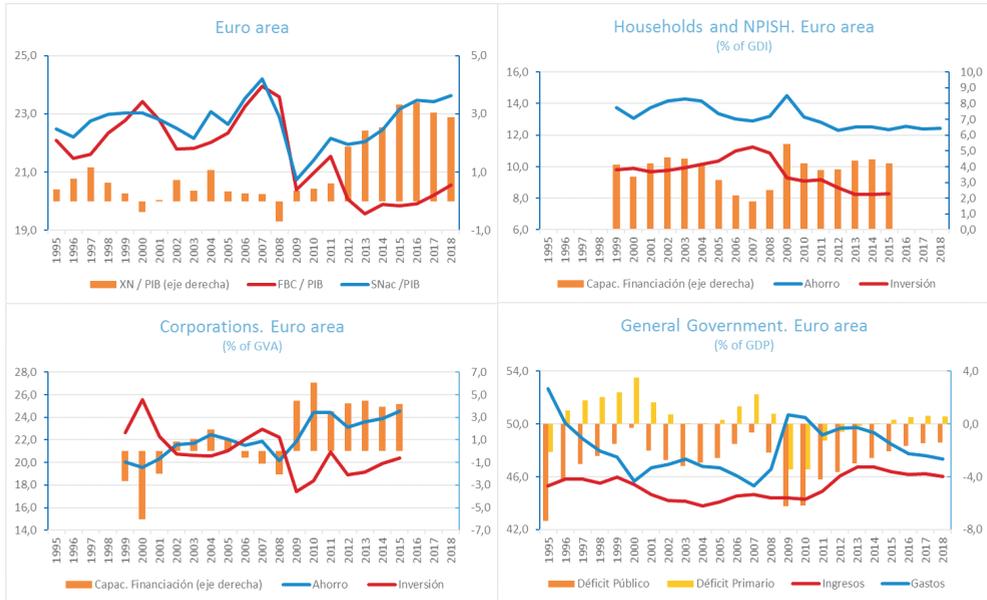


El prolongado periodo de tiempo en el que la economía española mantuvo fuertes déficits en la balanza por cuenta corriente y de capital originó una abultada posición de inversión internacional neta deudora que todavía hoy se sitúa alrededor del 90 por cien del PIB, con un volumen de pasivos con el exterior de más del 200 por cien del PIB. Esta dependencia financiera del exterior hace a la economía española especialmente vulnerable a shocks domésticos y/o exteriores, por lo que resulta conveniente ir reduciéndola, lo que requeriría en el corto y medio plazo el mantenimiento de una brecha positiva entre ahorro e inversión agregados, que a su vez depende de las sendas previstas de ahorro e inversión de los distintos sectores institucionales.



# 1. Ahorro e inversión en España: pasado, presente y futuro

**GRÁFICO 5.**  
**TASAS DE AHORRO E INVERSIÓN AGREGADAS Y SECTORIALES. EUROZONA**



El Gráfico 6 profundiza más en el comportamiento de la tasa de ahorro de los hogares a partir de la siguiente aproximación, que ha sido utilizada recientemente también por Krueger, Mitman y Perri (2016).

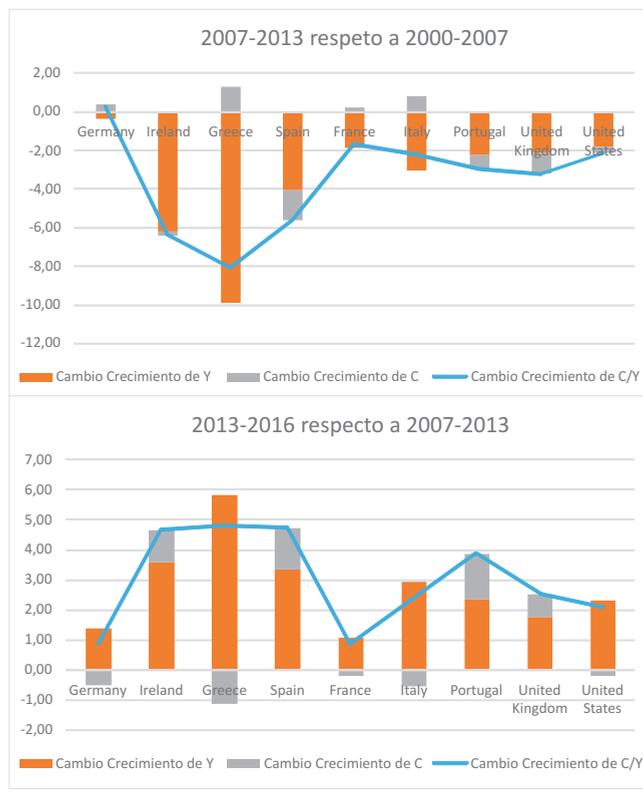
$$g_{c,it} - g_{c,it-1} \approx g_{y,it} - g_{y,it-1} + g_{c/y,it} - g_{c/y,it-1} \quad (1)$$

Esta expresión compara dos periodos ( $t$  y  $t-1$ ), cada uno abarcando varios años. El término  $g_{c,it} - g_{c,it-1}$  representa la diferencia en las tasas de crecimiento medias del consumo entre  $t$  y  $t-1$ ;  $g_{y,it} - g_{y,it-1}$  hace referencia a las diferencias en la tasa de crecimiento media de la renta bruta disponible, mientras que  $g_{c/y,it} - g_{c/y,it-1}$  recoge las diferencias en el crecimiento de la tasa de consumo.



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

**GRÁFICO 6.**  
**DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL CONSUMO ENTRE PERIODOS**



El Gráfico 6 nos dice que en España, entre el periodo de boom anterior a la crisis y la fase más dura de la misma, el crecimiento del consumo anual se desaceleró en 6 puntos porcentuales, 4 puntos debidos a la caída en la renta disponible y 2 al aumento en la tasa de ahorro. En el gráfico inferior se observa que entre la fase más aguda de la crisis y la recuperación, el crecimiento medio del consumo ha aumentado en 5 puntos, apoyado por un aumento de 3 puntos en el crecimiento de la renta disponible y una caída de 2 puntos en la tasa de ahorro. Este comportamiento de la tasa de ahorro en España contrasta con la observada en economías como Italia, Grecia o Alemania.

Distinguir si la desaceleración en la tasa de ahorro de los hogares observada recientemente en España forma parte de una tendencia, o es meramente una corrección tipo escalón después del repunte del ahorro por motivos de precaución de los primeros años de la cri-



## 1. Ahorro e inversión en España: pasado, presente y futuro

sis, requiere la consideración de múltiples factores. El contexto histórico, la distribución por edades de la población, el grado de heterogeneidad en sus balances incluso dentro de cada grupo de edad, o las expectativas sobre el futuro del estado de bienestar y el sistema de pensiones están sin duda detrás de los movimientos de la tasa de ahorro de los hogares. Por ejemplo, puede que la reducción observada en los últimos años esté captando simplemente la satisfacción transitoria de una demanda de bienes de consumo duradero embalsada durante la crisis. A nivel mundial la retracción de la tasa de ahorro de los hogares y el incremento en la de las empresas parecen ser la norma, como muestran en un trabajo reciente Chen, Karabarbounis y Neiman (2017). Sin embargo, en el caso de España, la actual pirámide demográfica, con grandes cohortes de población entrando en edades en las que la tasa de ahorro alcanza el máximo en el ciclo vital, y los cambios introducidos para garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones que, muy probablemente reducirán de forma considerable la tasa de reemplazo (véase, De la Fuente, García-Díaz y Sánchez, 2017), pueden actuar de importante contrapeso a esta tendencia global, manteniendo en el medio plazo elevada la tasa de ahorro de los hogares.

Centremos la atención ahora en el ahorro (o desahorro) del sector público, cuya evolución reciente ha estado muy condicionada por el proceso de consolidación fiscal. Una primera pregunta relevante que conviene hacerse es si hubo alternativa a dicho ajuste fiscal. En un par de trabajos recientes Doménech y González-Páramo (2017a y 2017b) analizan el margen fiscal que tuvo la economía española durante la crisis, llegando a la conclusión de que entre los años 2009 y 2015, como consecuencia de la combinación entre aumento del déficit público, tipos de interés y crecimiento económico, la economía española estuvo avanzando sobre el filo de la navaja de la sostenibilidad fiscal y, por lo tanto, sin margen apenas para políticas fiscales que no supusieran la reducción paulatina, lenta y gradual del déficit primario.

La reducción del elevado nivel de deuda pública, que los periodos de desahorro público durante la crisis nos ha dejado, requerirá en el futuro de un plan fiscal por el Gobierno con tasas de ahorro sostenidas positivas. Para Martin y Philippon (2017), la combinación de políticas fiscales conservadoras y de políticas macroprudenciales es la única que permitiría a España, Irlanda, Grecia y Portugal estabilizar el empleo y la deuda pública. Alesina, Barbiero, Favero, Giavazzi y Paradisi (2017) clasifican los planes fiscales en tres categorías, dependiendo de si implican mayoritariamente cambios en el consumo o la inversión pública, variaciones en las transferencias o modificaciones de impuestos. En España, los planes fiscales han supuesto siempre cambios en el consumo, la inversión o los impuestos, y nunca se han implementado a través de transferencias. Por eso, en el Cuadro 3 analizamos, utilizando simulaciones con el modelo macroeconómico REMS, el coste en términos de actividad del aumento en la



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

deuda pública, suponiendo que la sostenibilidad de la misma en su nivel actual se consigue a través del aumento de impuestos o de reducción del gasto público.

**CUADRO 3.**  
**EFFECTOS PER CÁPITA DE UN AUMENTO PERMANENTE DE LA DEUDA PÚBLICA**  
**DEL 36% AL 100%**

|                          | <b>Todos los impuestos</b> | <b>Consumo público</b> |
|--------------------------|----------------------------|------------------------|
| <b>PIB</b>               | -5.2                       | -4.1                   |
| <b>Consumo privado</b>   | -4.5                       | 0.4                    |
| <b>Inversión</b>         | -6.3                       | -4.8                   |
| <b>Empleo</b>            | -3.1                       | 0                      |
| <b>Ingresos públicos</b> | 5.1                        | -2.6                   |

Los resultados del Cuadro 3 indican que una secuencia sostenida en el pasado de tasas de ahorro negativas en el sector público puede implicar en un futuro caídas importantes del nivel de actividad económica. Más aún, el modo en el que el plan de sostenibilidad se articule puede tener consecuencias muy distintas sobre las decisiones de ahorro y de inversión privadas en el futuro, como se aprecia en las dos columnas del cuadro. Consolidar una mayor deuda pública a través de una reducción del consumo público impacta menos negativamente sobre el PIB, el consumo y la inversión agregados que haciéndolo mediante aumentos de los tipos impositivos. Desde otra perspectiva, Andrés, Arce y Thomas (2017) también encuentran importantes interacciones entre distintas estrategias de consolidación y el comportamiento de la deuda privada. Las consolidaciones rápidas que reducen mucho en poco tiempo la deuda pública, tienen un mayor coste en términos de bienestar que las estrategias de consolidación más graduales. De hecho, una consolidación fiscal rápida hace que los individuos pospongan en el tiempo la amortización de la deuda privada, alargando por lo tanto el proceso de desapalancamiento del sector privado. A un nivel más desagregado, Andrés, Boscá, Ferri y Fuentes-Albero (2017) obtienen que la estrategia elegida para aumentar el ahorro público puede tener efectos heterogéneos en el bienestar de los hogares dependiendo de características como su predisposición a ahorrar, las posibilidades de acceso al crédito o la composición de sus balances, siendo los hogares menos restringidos en su acceso al crédito, o aquéllos con un mayor volumen de activos inmobiliarios en sus balances, los que más se benefician de la reducción del consumo público.

Para finalizar con esta nota nos gustaría destacar que un desajuste transitorio entre inversión y ahorro doméstico no tiene por qué ser síntoma de ningún problema. La evolución



## 1. Ahorro e inversión en España: pasado, presente y futuro

de la brecha entre ahorro e inversión depende de la reacción endógena de agentes heterogéneos a cambios en las expectativas inducidos, por ejemplo, por la política monetaria y fiscal, por el marco institucional (como la regulación del mercado de productos, el mercado de trabajo o el sistema de pensiones, por ejemplo) o por perturbaciones de naturaleza financiera. Las características de dicha brecha deberían valorarse no sólo por su capacidad para generar bienestar presente, sino también bienestar futuro. Un país que estuviera invirtiendo mucho y estuviera invirtiendo en sectores competitivos de alto valor añadido y elevada rentabilidad, podría permitirse mantener un nivel de ahorro doméstico bajo y recurrir al ahorro del resto del mundo, que estaría a su vez encantado de suministrárselo, para financiar sus proyectos de inversión. Si el ahorro exterior se canalizara bien, la mayor competitividad y crecimiento futuros permitiría mantener el consumo elevado y devolver la deuda. El problema surge cuando el ahorro exterior se utiliza para financiar actividades no comercializables de baja productividad, pero de elevada rentabilidad a corto – como fue el caso de España durante el boom inmobiliario – o cuando la tasa de inversión es claramente subóptima – como es el caso de Grecia en la actualidad – o cuando los prolongados déficits con el exterior no contribuyen a sacar a la economía de su letargo – que es lo que sucede en Francia. La clave de nuestra vulnerabilidad financiera hay que buscarla, por lo tanto, no tanto en las diferencias más o menos prolongadas en el tiempo entre ahorro e inversión, sino en la calidad de nuestras instituciones y nuestro sistema productivo. Este es un argumento más para reclamar las reformas que España necesita.

### Referencias bibliográficas

- Alesina, A., Barbiero, O., Favero, C., Giavazzi, F. y M. Paradisi (2017): “The Effects of Fiscal Consolidations: Theory and Evidence”. NBER Working Paper 23385.
- Andrés, J., Arce, O. y C. Thomas (2017): “Structural Reforms in a Debt Overhang”. *Journal of Monetary Economics*, 88, pp. 15-34.
- Andrés, J., Boscá, J.E., Ferri, J. y C. Fuentes-Albero (2017): “Households’ Balance Sheets and the Effects of Fiscal Policy”. Mimeo.
- Chen, P., Karabarbounis, I. y B. Neiman (2017): “The Global Rise of Corporate Saving”. NBER Working Paper 23133.
- de la Fuente, A, García-Díaz, M. A. y A. R. Sánchez (2017): “La Salud Financiera del Sistema Público de Pensiones Español. Análisis Retrospectivo, Proyecciones de Largo Plazo y Factores de Riesgo”. *Studies on the Spanish Economy*, eee2017-04, FEDEA.



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

- Doménech, R., y J. M. González-Páramo (2017a): “Estabilidad Presupuestaria y Reformas Estructurales en España: Lecciones de la Crisis y Opciones de Futuro” en *Análisis Empíricos sobre la Economía Española. Ensayos en homenaje a Josep Lluís Raymond Bara*. J. García, J.M. González-Páramo y A. Matas (eds.), Thomson Reuters, Aranzadi.
- Doménech, R., y J. M. González-Páramo (2017b): “Fiscal Policy in Europe: Lessons from the Crisis and Options for the Future”. Mimeo.
- Krueger, D., Mitman, K. y F. Perri (2016): “Macroeconomics and Household Heterogeneity”. NBER Working Paper 22319.
- Martin, P. y T. Philippon (2017): “Inspecting the Mechanism: Leverage and the Great Recession in the Eurozone”. *American Economic Review*, 107(7), pp. 1904-1937.



## 2. ENDEUDAMIENTO PÚBLICO Y PRIVADO\*

### Resumen

En los últimos años, la economía española ha hecho importantes progresos para reducir el elevado nivel de deuda acumulada en la anterior etapa expansiva. Por un lado, la deuda pública ha dejado de crecer y, desde 2014, se ha estabilizado alrededor del 100% del PIB. Por otro lado, la deuda privada ha descendido de forma notable desde 2010, pero su nivel todavía sigue siendo elevado en relación con ciertos umbrales de referencia. En el presente artículo, se analiza la evolución reciente del endeudamiento público y privado de la economía española, prestando particular atención al potencial impacto de un eventual aumento de los tipos de interés. Continuar con los esfuerzos para reducir el peso de la deuda pública y privada es imprescindible para mejorar la capacidad de crecimiento de la economía española y mitigar su vulnerabilidad ante un endurecimiento de las condiciones financieras.

### 1. Introducción

En este artículo se analiza la evolución reciente de la deuda pública y de la deuda privada de la economía española, con el fin de determinar el grado de vulnerabilidad financiera ante eventuales aumentos de los tipos de interés. Antes de entrar en materia, conviene empezar con algunas consideraciones previas. En primer lugar, el análisis se centra en la deuda emitida por el sector público y el sector privado, es decir, la deuda no financiera. No se considera la deuda emitida por las instituciones financieras puesto que su función principal es la intermediación financiera y, de tenerse en cuenta, estaríamos contando por partida doble una parte de endeudamiento de hogares y empresas.

---

\* Oriol Aspachs Bracons, Anna Campos Mariné, Enric Fernández Martínez, Judit Montoriol Garriga, CaixaBank Research, 10 de julio de 2017.



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

Si bien, en determinadas ocasiones, las instituciones financieras destinan recursos a otras actividades no relacionadas con la financiación del resto de sectores residentes, lo cierto es que el peso de estas actividades es muy exiguo actualmente. En cualquier caso, el proceso de despalancamiento del sector financiero ha sido muy abrupto: la ratio de préstamos sobre depósitos se sitúa en el 112% (dato a diciembre de 2016), un valor muy inferior al máximo del 177% alcanzado en agosto de 2007.<sup>1</sup> Asimismo, es de esperar que en un futuro próximo las entidades financieras aumenten las emisiones de deuda, pero ello responde exclusivamente a la necesidad de satisfacer las nuevas exigencias regulatorias para cumplir con el requisito mínimo de pasivos elegibles para absorber pérdidas (MREL).

Una segunda consideración a tener en cuenta es que en este artículo no se analiza la deuda externa, es decir, no se tiene en cuenta si la deuda emitida por el sector público y el sector privado se encuentra en manos de residentes o de no residentes. Esta cuestión se analiza en detalle en otro artículo de esta misma publicación.<sup>2</sup>

El artículo está estructurado de la siguiente manera: la sección 2 analiza la evolución de la deuda pública y se presentan distintos escenarios en relación con la evolución del saldo primario. La sección 3 se dedica a analizar la deuda y la carga financiera del sector privado, comprendido por los hogares y las sociedades no financieras. Finalmente, la sección 4 concluye con unas breves reflexiones finales.

## 2. Dinámica de la deuda pública

### 2.1. Evolución reciente

La deuda pública española se sitúa en torno al 100% del PIB desde 2014, 10 puntos porcentuales (p. p.) por encima del promedio de los países de la eurozona. Este nivel de deuda representa un factor de relativa vulnerabilidad para la economía española, ya que implica que las necesidades de financiación del sector público se mantienen elevadas, y ello podría limitar el margen de actuación de la política fiscal en un eventual escenario

---

<sup>1</sup> Para un análisis más detallado de la deuda de las instituciones financieras por finalidades, véase el Focus «El sector bancario español, listo para apoyar la recuperación», publicado en el *Informe Mensual* de febrero de 2016 de CaixaBank Research.

<sup>2</sup> Véase también el Focus «La dependencia de la financiación externa de la economía española», publicado en el *Informe Mensual* de junio de 2017 de CaixaBank Research.



## 2. Endeudamiento público y privado

de desaceleración económica. El nivel actual de deuda pública queda lejos del que prevaleció entre 2005 y 2008, alrededor del 40% del PIB, unos 30 p. p. por debajo del promedio de la eurozona en aquel momento.

La evolución de la deuda pública sobre el PIB a lo largo del tiempo viene determinada por tres factores: (i) el déficit presupuestario primario;<sup>3</sup> (ii) el diferencial entre el crecimiento del PIB nominal y el tipo de interés promedio de la deuda, lo que se denomina el efecto bola de nieve, y (iii) el ajuste deuda-déficit, que recoge aquellos elementos no reflejados en el déficit público que también influyen en la evolución de la deuda como, por ejemplo, las adquisiciones de activos financieros.

La tabla 1 muestra la fórmula que combina el impacto de cada uno de estos factores en la evolución de la deuda. Así, la existencia de déficit primario y de una tasa de interés promedio sobre la deuda superior al crecimiento nominal de la economía genera aumentos en la deuda pública.

**TABLA 1: DINÁMICA DE LA DEUDA**

| Cambio en ratio de deuda                    | Déficit Primario     | Efecto bola de nieve  | Ajuste deuda-déficit  |
|---|----------------------|---|-----------------------|
| $\frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}}$ | $= \frac{DP_t}{Y_t}$ | $+ \left( \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \times \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} \right)$ | $+ \frac{ADD_t}{Y_t}$ |

Donde:

*D* es el nivel total de deuda,

*Y* el PIB nominal,

*DP* el déficit primario,

*i* el tipo de interés nominal promedio de la deuda,

*g* el crecimiento nominal del PIB y

*ADD* el ajuste deuda-déficit.

<sup>3</sup> El déficit primario se calcula como la diferencia entre ingresos y gastos públicos, sin incluir el pago por intereses.



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

En los últimos años, el principal factor de incremento de la deuda ha sido el mantenimiento de un elevado déficit primario. A raíz de la crisis, el gasto público aumentó al mismo tiempo que los ingresos públicos se desplomaron. En consecuencia, se registraron unos déficits primarios del orden del 7% del PIB entre 2009 y 2012, 4 p. p. por encima del promedio de los países de la eurozona.

Desde 2014, la estabilización del nivel de deuda pública ha sido posible gracias a la recuperación económica, que ha impulsado los ingresos, y al esfuerzo de reducción del gasto público, que han permitido reducir el déficit primario de forma muy notable, hasta alcanzar el 1,5% del PIB en 2016. Asimismo, el entorno de bajos tipos de interés ha permitido que el diferencial entre el tipo de interés promedio y la tasa de crecimiento nominal sea negativo, lo que ha contribuido a compensar el aumento de la deuda pública provocado por el déficit primario.

### *2.2. Evolución prevista de la deuda pública a medio plazo*

El reto inmediato y para los próximos años es que la deuda pública inicie una trayectoria descendiente. La disminución de la deuda pública dependerá, tal y como se muestra en la tabla 1, del grado de corrección del déficit presupuestario y de la capacidad de la economía para mantener un crecimiento nominal superior al tipo de interés promedio de la deuda.

La Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020 presentado por el Gobierno prevé que la corrección del saldo público primario, que está previsto que alcance un superávit del 2,1% del PIB en 2020, la buena evolución del PIB, que registrará tasas de crecimiento nominal del orden del 4% anual, y el mantenimiento de una política monetaria acomodaticia por parte del BCE, que ayudará a mantener el pago por intereses de la deuda en cotas moderadas,<sup>4</sup> permitan disminuir el nivel de deuda en 1,7 p. p. por año en promedio, hasta situarse en el 92,5% del PIB en 2020, tal y como muestra la tabla 2.

---

<sup>4</sup> Las previsiones recogidas en la Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020 establecen un pago por intereses del 2,7% del PIB.



## 2. Endeudamiento público y privado

**TABLA 2:**  
**ACTUALIZACIÓN DEL PROGRAMA DE ESTABILIDAD 2017-2020**

|  | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|------|------|------|------|------|
| Deuda (% del PIB)  | 99,4 | 98,8 | 97,6 | 95,5 | 92,5 |
| Cambio en deuda (contribución p. p.)   |      | -0,5 | -1,2 | -2,1 | -2,9 |
| <i>Por déficit primario</i>  | 1,7  | 0,4  | -0,5 | -1,3 | -2,1 |
| <i>Por diferencial de crecimiento y tipo de interés (efecto bola de nieve)</i> | -0,6 | -1,2 | -1,2 | -1,2 | -1,2 |
| <i>Por ajuste flujo-deuda</i>  | -1,6 | 0,4  | 0,5  | 0,5  | 0,5  |
| <i>Pro-memoria</i>   |      |      |      |      |      |
| Crecimiento nominal PIB (%)  | 3,6  | 4,2  | 4,1  | 4,2  | 4,2  |
| Tipo de interés promedio (%)   | 2,9  | 2,9  | 2,8  | 2,8  | 2,8  |

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020.

### 2.3. Evolución prevista de la deuda pública a largo plazo

Las previsiones del Gobierno sugieren que el nivel de deuda pública seguirá lejos del 60% del PIB en 2020, el valor de referencia previsto en la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera. De hecho, si se mantuviera un superávit primario del 2%, se tardaría todavía dos décadas en situar la deuda pública por debajo del 60% del PIB, suponiendo que el crecimiento nominal de la economía coincide con el coste promedio de la deuda, es decir, que no hay efecto bola de nieve.

En un escenario optimista en el que el efecto bola de nieve jugase a favor, o lo que es lo mismo, donde el crecimiento económico fuera superior al coste promedio de la deuda,<sup>5</sup> la deuda pública podría situarse en el 60% en 2032 (este escenario, como el anterior, supone un saldo primario del 2% a partir de 2020).

Alternativamente, si en vez del 2% del PIB, se mantuviese un superávit primario del 1% del PIB, la reducción del nivel de deuda pública se desaceleraría de manera notable, de tal forma

<sup>5</sup> Si bien, históricamente, el diferencial entre crecimiento económico y coste promedio de la deuda ha sido negativo, resulta razonable pensar que el coste de la deuda se mantendrá contenido en los próximos años, gracias a la pertenencia de España a la zona euro y a la presión secular a la baja sobre los tipos de interés (lo que se ha denominado un *new normal*). Ello evitaría que el diferencial entre crecimiento económico y coste promedio se torne negativo. En particular, se asume un crecimiento económico del 4% del PIB (el crecimiento promedio proyectado entre 2017-2020 en la Actualización del Programa de Estabilidad) y un coste promedio de la deuda del 3% a partir de 2020.



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

que en 2036 el nivel de deuda aún se situaría en torno al 75% del PIB.<sup>6</sup> Ello ilustra la relevancia de la corrección en el saldo primario en el proceso de reducción de la deuda pública y enfatiza la importancia de asentar las bases para conseguir un crecimiento sostenible del PIB, que ayude tanto a la corrección del saldo primario como a minimizar el efecto bola de nieve (véase el «Recuadro: Sensibilidad de la deuda pública a los tipos de interés»).

### 2.4. ¿Es realista lograr un superávit primario sostenido en el tiempo?

La corrección del saldo primario no es, sin embargo, una tarea fácil. España lleva 10 años registrando déficits primarios y, de hecho, desde 1980, solo ha logrado conseguir superávits primarios entre 1997 y 2007, y el superávit únicamente superó el 2% del PIB en tres años.

Una mirada a los países de nuestro alrededor muestra que un saldo primario superior al 2% tampoco ha sido muy habitual en la eurozona. Entre 1980 y 2016, los países europeos tuvieron un superávit primario superior al 2% en tan solo un 18% de los casos, y solo Bélgica y Finlandia lograron mantenerlo durante 10 años consecutivos.<sup>7</sup> Así pues, la historia reciente nos indica que, si bien la reducción del déficit primario es el primer paso para estabilizar las finanzas públicas, devolver la deuda pública a los niveles previos a la crisis requerirá esfuerzo y perseverancia.

#### **Recuadro: SENSIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A LOS TIPOS DE INTERÉS**

Uno de los factores que afecta la evolución de la deuda pública es la evolución de los tipos de interés. En este recuadro, presentamos las previsiones de coste medio y gasto por intereses en un escenario base coherente con una subida moderada de tipos de interés y, a modo ilustrativo, se presenta un escenario alternativo que incorpora una subida de los de interés de 100 puntos básicos (p. b.) por encima de los niveles del escenario central.

Una subida de tipos de interés tiene un impacto muy gradual sobre el coste medio de la deuda pública, como consecuencia de la alta duración de la vida media de la deuda, que se sitúa actual-

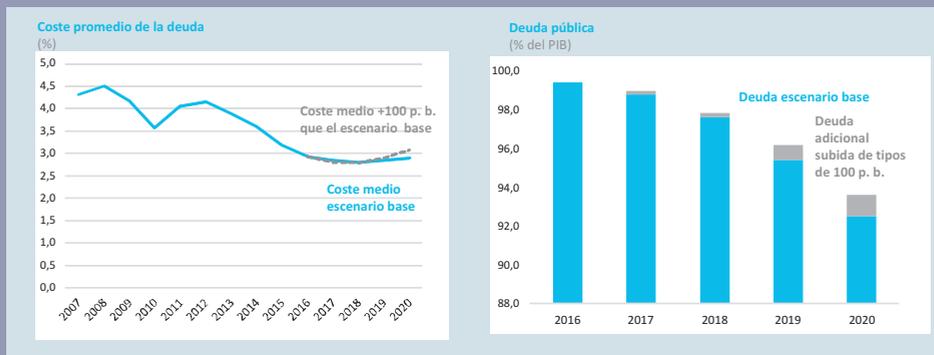
<sup>6</sup> Este escenario asume que no existe efecto bola de nieve, es decir, que el crecimiento nominal de la economía equivale al coste promedio de la deuda.

<sup>7</sup> Países de la eurozona, durante el periodo 1980 y 2008.



## 2. Endeudamiento público y privado

mente en los siete años de promedio y que genera que la subida de tipos todavía se vea compensada por el vencimiento de pasivos que tienen un coste asociado superior.<sup>8</sup>



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

## 3. Dinámica de la deuda privada

### 3.1. Evolución reciente

La deuda privada de la economía española alcanzó su nivel máximo en el 2T 2010, cuando se situó en el 217,9% del PIB.<sup>9</sup> Comenzó, entonces, un acusado proceso de desendeudamiento del sector privado. Los datos más recientes, correspondientes al 4T 2016, muestran que la deuda privada se sitúa en el 166,1% del PIB, es decir, se ha reducido 51,8 p. p. respecto a su nivel máximo.

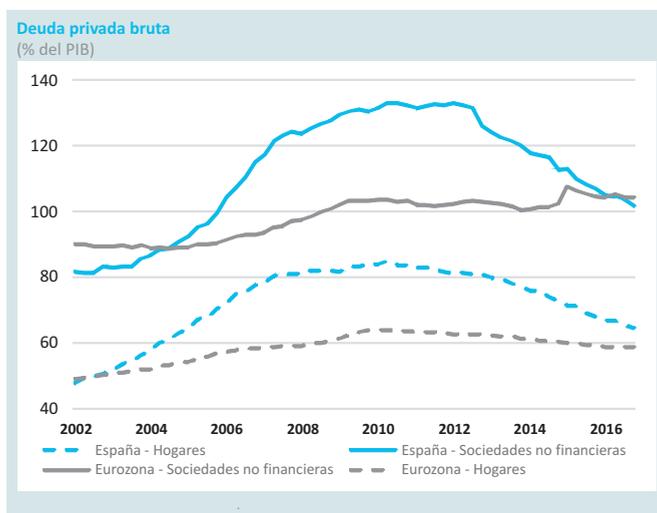
Dentro del sector privado, la evolución de los hogares y las empresas españolas, sin embargo, muestra diferencias. Por un lado, las empresas se han desendeudado de forma acelerada: su deuda ha descendido en 31,4 p. p. del PIB entre el 2T 2010 y el 4T 2016. Los hogares, en cambio, se están desendeudando algo más lentamente, debido a que la mayor parte de su deuda corresponde a créditos hipotecarios a largo plazo. De todos modos, su desapalancamiento no ha sido nada desdeñable: 20,4 p. p. del PIB en el mismo periodo.

<sup>8</sup> Véase «Informe Anual 2016», Banco de España y «Observatorio de Deuda, 2017-1», AIReF, para un análisis más detallado sobre la sensibilidad de la deuda pública a los tipos de interés.

<sup>9</sup> Esta cifra se refiere a la deuda no consolidada. La deuda privada consolidada, que excluye los préstamos entre empresas, alcanzó el 202,7% del PIB en el 2T 2010. Es decir, 15 p. p. correspondían a deuda de sociedades no financieras con este mismo sector institucional como contrapartida.



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?



Fuente: CaixaBank Research y ECB.

### 3.2. Niveles de referencia del endeudamiento privado

En los últimos seis años, el nivel de deuda del sector privado se ha reducido notablemente. Pero, ¿se puede dar por concluido el proceso de desapalancamiento? Para responder a esta pregunta, resulta útil disponer de algunos niveles de referencia. En primer lugar, si tomamos la eurozona como referencia, las sociedades no financieras españolas, en agregado, alcanzaron el nivel de deuda de sus homólogas europeas en el 2T 2016 y se situaba, en el 4T 2016, unos 3 p. p. por debajo. La deuda de los hogares, en cambio, todavía se situaba 6 p. p. por encima de la de los hogares europeos en el 4T 2016, aunque si se mantiene el ritmo de reducción de la deuda del último año, los hogares españoles alcanzarán el nivel de la eurozona a mediados de 2018.

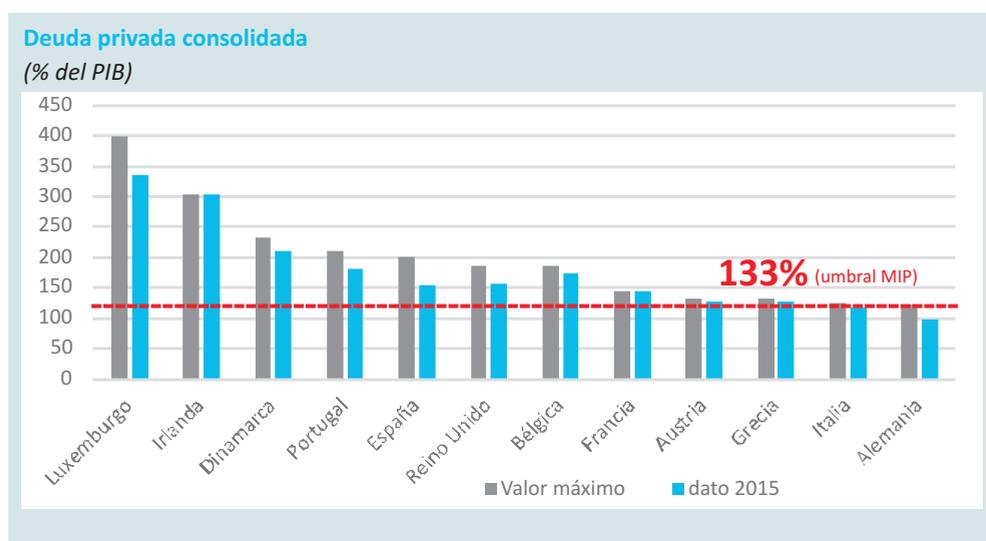
Una segunda referencia ampliamente usada es el umbral de deuda privada consolidada del 133% del PIB establecido por la Comisión Europea en el mecanismo de control de los desequilibrios macroeconómicos (MIP, por sus siglas en inglés).<sup>10</sup> Sobrepasar este umbral no implica necesariamente que la deuda sea insostenible, sino que debe inter-

<sup>10</sup> Este umbral se determina a partir del tercer cuartil de la distribución empírica anual de la eurozona para el periodo 1995-2007. Véase «Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances», Occasional Papers 92, Comisión Europea, febrero de 2012.



## 2. Endeudamiento público y privado

pretarse como una señal de alerta y la necesidad de tomar medidas para corregir el desequilibrio en cuestión. España rebasó este umbral en el año 2004 y, a pesar de la notable reducción de la deuda privada consolidada entre el 2T 2010 y el 4T 2016 (-55,4 p. p.), todavía se sitúa en el 147,3% del PIB y supera el umbral del MIP. La comparativa con otros países europeos muestra que España es el país que más ha reducido su endeudamiento privado en los últimos años, a excepción de Luxemburgo (-67 p. p.). Le siguen Portugal y Reino Unido, con una reducción de la deuda privada consolidada de 30 y 28 p. p. desde sus respectivos niveles máximos.



Fuente: Eurostat.

Otra referencia que recientemente ha cobrado relevancia en el ámbito de la política económica es la ratio de crédito bancario sobre el PIB en relación con su tendencia a largo plazo, denominada la «brecha de crédito».<sup>11</sup> La política macroprudencial introducida por Basilea III usa esta métrica como guía para determinar el colchón de capital anticíclico de los bancos. Según estimaciones del Banco Internacional de Pagos, la brecha de crédito se encuentra en territorio negativo, concretamente en el -46,9% del PIB en el 4T 2016, una cifra muy alejada del umbral del 2% establecido como referencia para una

<sup>11</sup> Nótese que el crédito concedido por las instituciones financieras al sector privado es solamente una parte, aunque muy importante, de la deuda privada, ya que esta última incluye, además, el crédito concedido por otros sectores institucionales y otros valores de deuda, como bonos corporativos.

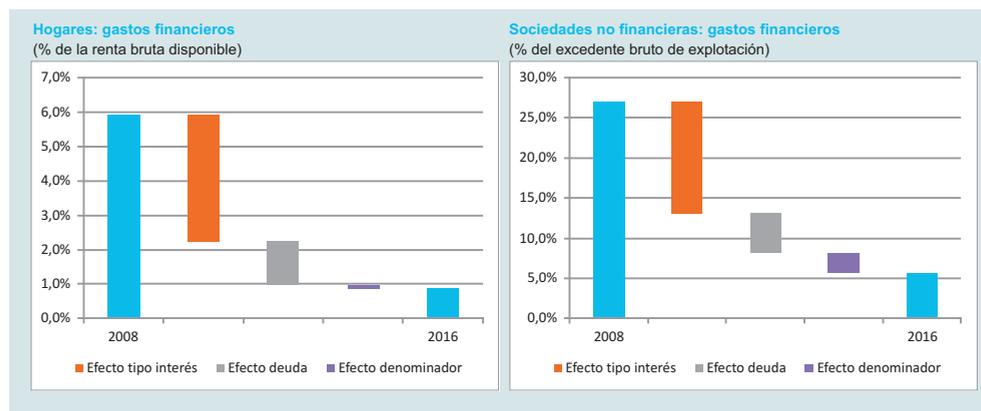


## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

posible activación del colchón pero, claramente, esta medida no parece tener mucho sentido tras un *boom* crediticio como el que sufrió España.

### 3.3. Gastos financieros: evolución reciente y perspectivas

El notable descenso de la deuda privada ha ayudado a reducir los gastos financieros del sector privado, una reducción que también se ha visto favorecida por el entorno de bajos tipos de interés. En el caso de los hogares, los gastos financieros descendieron en 34.697 millones de euros entre 2008 y 2016, y pasaron de suponer el 6% de la renta bruta disponible (RBD) en 2008 a menos del 1% de la RBD en 2016. Los gastos financieros de las sociedades no financieras descendieron en 48.749 millones de euros en este mismo periodo, de modo que estos pasaron de representar el 27% del excedente bruto de explotación (EBE) en 2008 al 6% del EBE en 2016. En ambos casos, aproximadamente un 75% del descenso de los gastos financieros se explica por los menores tipos de interés.



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

De cara a los próximos años, se prevé que los tipos de interés inicien una subida muy suave acorde con el gradual proceso de normalización monetaria que se espera que lleve a cabo el BCE. En este escenario base, los gastos financieros de los hogares (en % de la RBD) y de las sociedades no financieras (en % del EBE) ascenderán muy levemente, debido a que el nivel de deuda privada es muy inferior al de hace una década y al crecimiento previsto del denominador. De todas formas, la sensibilidad del coste medio de la deuda privada al aumento de tipos de interés es superior a la del coste medio de la pública debido al predominio de la financiación a tipo variable, sobre todo en el caso de los hogares, y el menor plazo de vencimiento de la deuda empresarial.

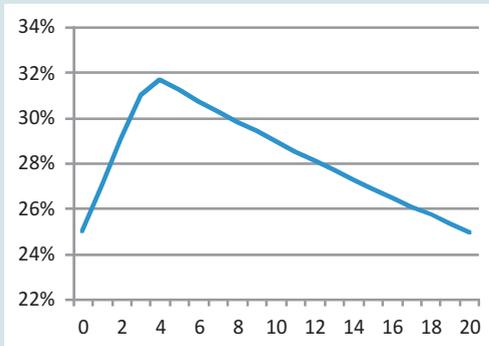


### Recuadro: CARGA DE LA DEUDA HIPOTECARIA

¿Cuál será el impacto de una eventual subida del euríbor sobre los hogares con deuda hipotecaria contratada a tipo variable? El siguiente ejemplo ilustra la evolución de la carga de la deuda, definida como la cuota hipotecaria (amortización más intereses) en porcentaje de la renta del hogar, en el caso de una familia que actualmente tiene una carga equivalente al 25% de su renta y bajo un escenario hipotético de una subida relativamente rápida de los tipos de interés (1 p. p. por año hasta el 3,50%). En este caso se observa que la carga de la deuda aumentaría del 25% inicial al 31,7% en el año cuatro, dado que el aumento de la cuota hipotecaria supera el aumento de la renta del hogar. A partir del año cuatro, la carga de la deuda iniciaría una marcada tendencia descendente debido al aumento de la renta del hogar (los tipos de interés se estabilizan y la cuota hipotecaria en el numerador queda fija). Este sencillo ejemplo ilustra que los *shocks* de tipos de interés, aunque relevantes, no conllevarían, por sí solos, un aumento de la carga de la deuda hasta cotas demasiado elevadas. En cambio, la carga de la deuda es altamente sensible a los *shocks* en la renta del hogar, que en gran parte proviene de las rentas del trabajo. En este sentido, cabe remarcar que el desempleo constituye uno de los mayores riesgos para la sostenibilidad de la deuda de los hogares.

#### Carga de la deuda

(% de la renta del hogar)



#### Supuestos

| Hipoteca          | 150.000 €                         |
|-------------------|-----------------------------------|
| Tipo de interés   | Euríbor 12M + 100 p. b.           |
| Renta hogar anual | 33.000 € inicial<br>(+1,5% anual) |
| Periodo           | 20 años                           |

| Escenario tipo interés | Euríbor 12 meses |
|------------------------|------------------|
| t=0                    | 0%               |
| t=1                    | 1%               |
| t=2                    | 2%               |
| t=3                    | 3%               |
| t>3                    | 3,50%            |

Fuente: CaixaBank Research.



### 3.4. Heterogeneidad

Finalmente, cabe remarcar que los datos agregados esconden realidades muy distintas dentro de cada sector institucional. Una distribución muy heterogénea de la deuda entre los distintos agentes dentro de cada sector puede tener implicaciones considerables en términos de la vulnerabilidad financiera.

En el caso de los hogares, la encuesta financiera de las familias (EFF) muestra que se ha reducido notablemente el porcentaje de hogares de renta baja, los más vulnerables, con una carga de deuda muy elevada (superior al 40%). En concreto, el porcentaje de hogares en esta situación de vulnerabilidad se ha reducido del 61,1% en 2011 al 48,6% en 2014. Y, seguramente, dada la reducción de la deuda total de los hogares y del aumento de su renta disponible, es muy probable que desde 2014 esta cifra haya descendido todavía más.<sup>12</sup>

La deuda de las sociedades no financieras también presenta una distribución muy heterogénea entre los distintos tamaños empresariales y entre sectores de actividad. Los datos de BACH<sup>13</sup> muestran que las empresas que más han reducido su ratio de endeudamiento son las pymes que en 2008 tenían un mayor nivel de deuda (empresas en el tercer cuartil de la ratio de endeudamiento). Este resultado podría ser debido a un sesgo de supervivencia debido a la desaparición de las pymes más endeudadas durante la crisis.<sup>14</sup>

---

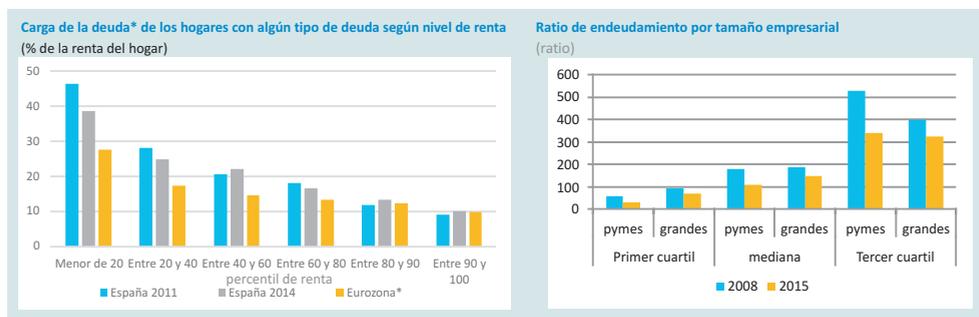
<sup>12</sup> Véase «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2014: métodos, resultados y cambios desde 2011», Banco de España, enero de 2017.

<sup>13</sup> Bank for the Accounts of Companies Harmonised.

<sup>14</sup> Véase *La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión*, dentro de «Informe Anual 2017», Banco de España.



## 2. Endeudamiento público y privado



**Notas:** (\*) Carga de la deuda incluye el pago de intereses y amortización. (\*\*) Los datos de la eurozona corresponden a los años 2011-2013 según el país.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (EFF) y BCE (HFCS).

**Nota:** la ratio de endeudamiento es igual a deuda sobre fondos propios.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de BACH.

## 4. Reflexiones finales

A pesar de los importantes esfuerzos para estabilizar el nivel de deuda pública y reducir la deuda privada de los últimos años, la economía española todavía sigue estando muy endeudada. En concreto, la deuda agregada ascendía al 265,4% del PIB en el 4T 2016, 30,4 p. p. por debajo de su nivel máximo del 1T 2013 (295,8% del PIB). Este elevado nivel nos mantiene en una zona de relativa vulnerabilidad ante posibles cambios en el sentimiento inversor o aumentos abruptos en los tipos de interés. Aunque los escenarios centrales de previsiones para los próximos años muestran que el proceso de desapalancamiento continuará su curso y que el previsible aumento de los tipos de interés, relativamente suave, tendrá un impacto manejable, es necesario continuar con los esfuerzos para reducir el peso de la deuda pública y privada con el fin de mitigar la vulnerabilidad ante cualquier imprevisto.





### 3. La posición de inversión internacional de la economía española: Tendencias, análisis y evaluación

## 3. LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: TENDENCIAS, ANÁLISIS Y EVALUACIÓN\*

### 1. Introducción

La economía española ha experimentado un proceso de ajuste muy intenso en la balanza por cuenta corriente en los últimos años, que ha revertido los abultados déficits exteriores que se acumularon en la fase expansiva que precedió a la crisis iniciada en 2008. No obstante, a pesar de la reciente mejora en el saldo externo, el volumen de pasivos financieros de la economía española frente al exterior se mantiene todavía en cifras elevadas, desde una perspectiva tanto histórica como en relación a otras economías avanzadas de nuestro entorno.

La elevada posición deudora frente al resto del mundo, que al cierre de 2016 alcanzaba el 85,7% del PIB, constituye un elemento de vulnerabilidad potencial, en la medida en que incrementa la necesidad de apelar recurrentemente a los mercados de capitales internacionales y la sensibilidad de las condiciones de financiación del conjunto de la nación ante cambios en dichos mercados. La vulnerabilidad exterior viene determinada, no obstante, por una variedad de factores más allá del nivel de la posición inversora internacional neta (PIIN) en un momento dado. En particular, la composición de los pasivos exteriores, en términos de los diferentes instrumentos de inversión, sectores institucionales, plazo y moneda son factores que determinan que un determinado nivel de PIIN constituya un elemento de mayor o menor vulnerabilidad para una economía. Asimismo, la posición cíclica, el tono de las políticas económicas y las condiciones de financiación en los mercados internacionales de capitales afectan a la capacidad de un país de sostener niveles más o menos elevados de endeudamiento externo. Por otro lado, el análisis de la evolución temporal de la PIIN y de sus implicaciones en términos de estabilidad

---

\* Oscar Arce, Banco de España.



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

macrofinanciera requiere tener presente el impacto que sobre la posición financiera externa tienen los cambios en las valoraciones de los distintos activos y pasivos (*efectos valoración*).

Este artículo analiza la interrelación de los factores anteriores y su impacto sobre la trayectoria de la posición inversora internacional de la economía española durante los últimos años, con el objetivo de contribuir a la discusión reciente acerca de la naturaleza del ajuste del saldo externo de nuestra economía y el papel de las políticas económicas<sup>1</sup>. Para ello, en la sección 2 se describe la evolución histórica de la PIIN de España, prestando especial atención a los factores explicativos de su trayectoria; en la sección 3, se desarrollan varios elementos para el análisis de la relación entre el endeudamiento exterior y la vulnerabilidad financiera. En la sección 4, se ofrecen algunas valoraciones tentativas acerca de las perspectivas de evolución futura de la PII y, finalmente, en los comentarios finales se subrayan las principales conclusiones.

### **2. La evolución histórica de la PII española**

Desde que se dispone de estadísticas oficiales, a partir de 1992, la economía española ha presentado una posición deudora neta frente al exterior. Durante buena parte de la última década del siglo pasado, el saldo deudor de la PIIN se mantuvo en niveles relativamente estables y moderados (del 27% del PIB en promedio entre 1992-2000), porcentaje superior al de otras economías grandes del área del euro como Italia y Francia (con ratios deudores del 7% y del 2% del PIB, respectivamente). Desde la creación de la UEM, se pueden distinguir varios periodos en relación con la evolución de PIIN española, que se analizan con cierto detalle a continuación.

#### ***El deterioro de la PIIN en el periodo pre-crisis***

Durante la fase expansiva que tuvo lugar desde finales de la década de 1990 hasta el inicio de la crisis financiera global, en 2008, el fuerte aumento de la PIIN deudora reflejó, fundamentalmente, la presencia simultánea de tres factores clave (Banco de España, 2017): unas perspectivas muy optimistas acerca de la sostenibilidad de aquel ciclo expansivo, la disponibilidad de abundante financiación procedente del exterior en con-

---

\* Para una discusión más extensa y detallada que la presentada aquí de estas cuestiones, véase Banco de España (2017).



### 3. La posición de inversión internacional de la economía española: Tendencias, análisis y evaluación

diciones muy favorables y las elevadas pérdidas de competitividad que sufrió durante dicho periodo la economía española frente a sus principales socios comerciales. En este contexto, el déficit por cuenta corriente empeoró en 5 pp de PIB entre el 2000 y el 2008, alcanzando un máximo histórico del 9,6% del PIB en 2007, como resultado, en especial, del deterioro del saldo de bienes –tanto energéticos como no energéticos–, del descenso del superávit turístico y del incremento de los pagos netos por rentas de inversión. El empeoramiento de la balanza comercial reflejó la brecha creciente entre las exportaciones e importaciones españolas, en un contexto en el que la inflación y los costes laborales unitarios mantuvieron diferenciales positivos persistentes frente al promedio de la UEM, que no pudieron compensarse mediante avances en la productividad de los factores o en la intensidad tecnológica de los bienes exportados.

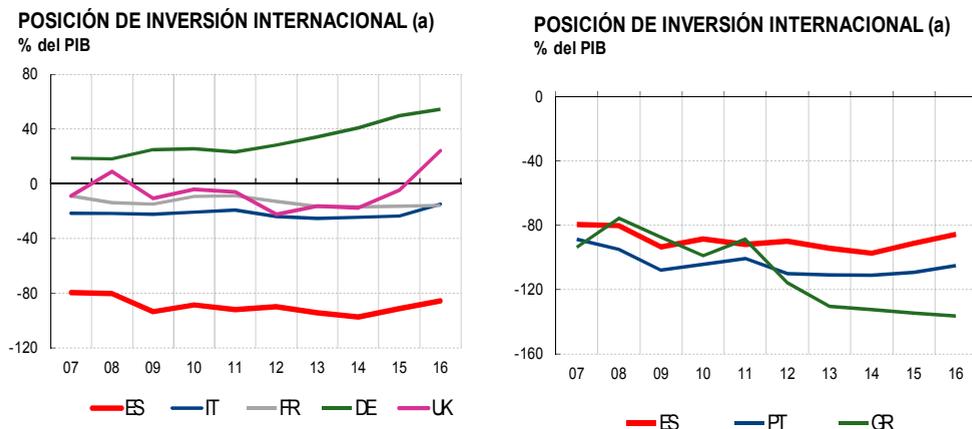
Durante dicho periodo, el peso relativo de las exportaciones en el PIB se mantuvo estancado en niveles inferiores a los correspondientes a otras economías de la UEM comparables con la española, como Francia e Italia. La atonía en la evolución de las exportaciones estuvo condicionada no solo por la evolución desfavorable de los indicadores de competitividad sino también por el patrón de crecimiento de la economía española durante aquella expansión, apoyado principalmente en el dinamismo de la demanda interna. El aumento del peso de las importaciones (de 7 pp de PIB en términos reales entre 2000 y 2008) se vio impulsado, además, por la elevada elasticidad de las importaciones a la demanda final, como consecuencia, entre otros factores, de la alta dependencia energética y del elevado contenido importador de las propias exportaciones. La brecha de crecimiento favorable a España respecto a sus principales socios comerciales también contribuyó a este avance más intenso de las importaciones que de las exportaciones. Finalmente, al deterioro del déficit por cuenta corriente también contribuyó la ampliación del déficit de rentas primarias, que pasó del 0,7% del PIB al 2,7% a lo largo del periodo 2000-2008, en consonancia con el ascenso de la PIIN deudora.

La acumulación de necesidades de financiación crecientes durante la anterior etapa expansiva dio como resultado un abultado crecimiento del endeudamiento exterior, de modo que, en 2008, la PIIN deudora ascendió al 80% del PIB, frente al 35% en el año 2000. Como se aprecia en el Gráfico 1, en 2008, la PIIN sobrepasaba sustancialmente la que mostraban la economías francesa e italiana (14% y 22% del PIB, respectivamente), situándose en niveles comparables a los de algunas economías más vulnerables y de menor tamaño de la UEM, como Grecia y Portugal (76% y 95% del PIB, respectivamente).



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

GRÁFICO 1



Fuente: FMI, Banco Mundial, OCDE, BIS, y fuentes nacionales.

a. ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; PT: Portugal; GR: Grecia; UK: Reino Unido.

Desde la perspectiva de la evolución del ahorro y la inversión, el deterioro de la PIIN durante este periodo tuvo lugar en un contexto de fuerte crecimiento del endeudamiento del sector privado (véase Gráfico 2), tanto de los hogares como de las sociedades no financieras, con aumentos muy apreciables de las exposiciones al sector de la construcción residencial. La deuda de ambos sectores se duplicó entre los años 2000 y 2007, de manera que, en conjunto, superó en este último año el 190% del PIB. El intenso crecimiento de las necesidades de financiación de los hogares y sociedades no financieras más que compensó la reducción de la deuda pública que se produjo durante aquel periodo, equivalente a 23 puntos porcentuales de PIB, hasta situarse en el 36% del PIB a finales de 2007. Las necesidades de financiación del sector privado se cubrieron mediante el recurso creciente al ahorro externo, que se canalizó principalmente a través de las entidades de crédito y de los fondos de titulización.

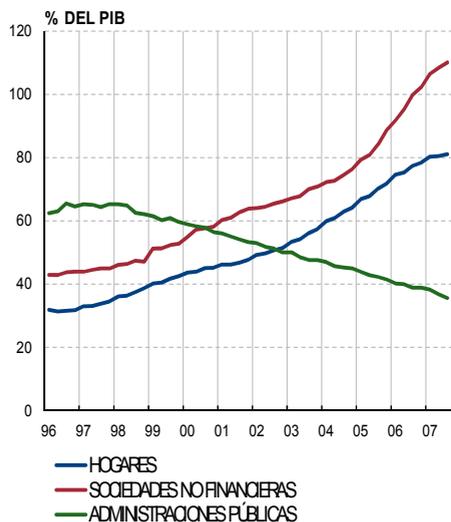
Por otro lado, la incorporación de España a la UEM propició un descenso de los tipos de interés en nuestro país, al mismo tiempo que las cotizaciones bursátiles españolas se revalorizaron sensiblemente, lo que determinó una notable revalorización de los pasivos exteriores tanto de renta fija como de renta variable. Todo ello, unido a la tendencia apreciatoria que mostró el euro durante sus primeros años de vida frente a las principales monedas, propició un fuerte efecto valoración negativo sobre la PIIN española.



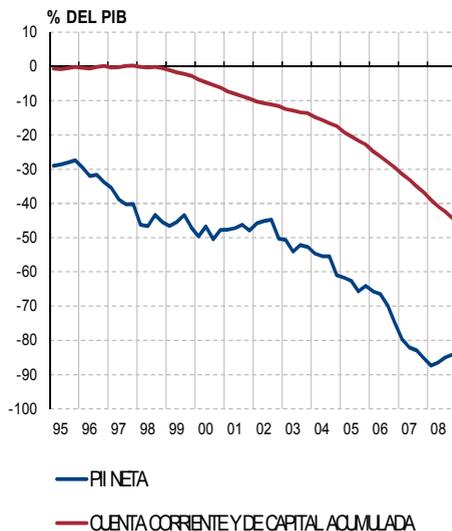
### 3. La posición de inversión internacional de la economía española: Tendencias, análisis y evaluación

GRÁFICO 2

#### RATIOS DE ENDUDAMIENTO



#### PII Y NECESIDAD/CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN



Fuente: Banco de España.

El aumento de la posición deudora internacional en los años que antecedieron al estallido de la crisis también se explica en parte por el impacto de efectos de valoración, que fueron sistemáticamente negativos, contribuyendo al aumento del saldo deudor. En concreto, entre 2000 y 2008, estos efectos de valoración explicarían alrededor del 35% del aumento de los pasivos exteriores netos.

#### *La PIIN en las primeras etapas de la crisis*

Tras el estallido de la crisis financiera internacional y hasta 2012, la PIIN deudora continuó aumentando, aunque a menor ritmo menor que el mostrado en el periodo anterior. Esta dinámica reflejaba las necesidades de financiación que seguía mostrando la economía española en el nuevo entrono recesivo. Así, en 2012, la PIIN se situaba en el entorno del 90% del PIB (véase Gráfico 3). Durante esta primera etapa de la crisis, se produjo un cambio muy pronunciado en la pauta seguida por las necesidades de financiación de algunos de los principales sectores institucionales. Así, el conjunto de hogares y sociedades no financieras pasó a mostrar una capacidad de financiación mientras que las cuentas públicas comenzaron a registrar cuantiosos défi-

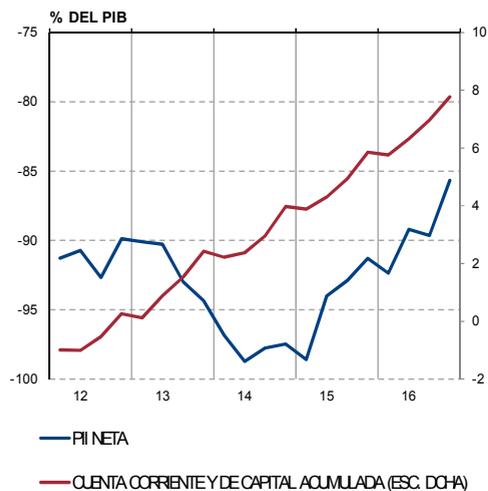


## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

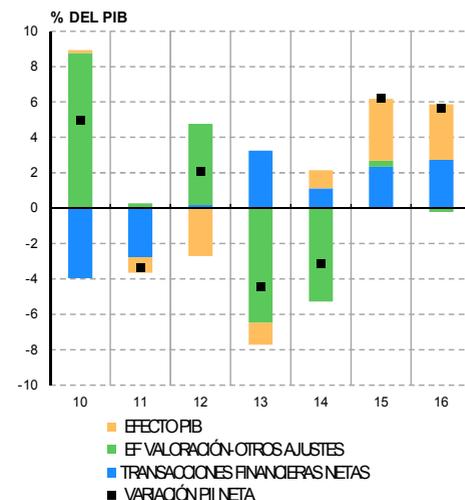
cits, de modo que, entre 2008 y 2012, la ratio de deuda pública sobre PIB aumentó en alrededor de 40 pp.

### GRÁFICO 3

#### PII Y NECESIDAD/CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN



#### DETERMINANTES DE LA PII NETA



Fuente: Banco de España.

Por su parte, los efectos valoración acumulados entre 2008 y finales de 2012 fueron positivos, en un contexto de caída de la valoración de los activos españoles. La evolución negativa en los valores relativos de los instrumentos financieros de emisores españoles, tanto públicos como privados, fue la consecuencia de la incertidumbre inversora ante el impacto de la recesión experimentada por la economía española, sus efectos sobre la fortaleza del sector bancario y el rápido deterioro de las finanzas públicas. Estos desarrollos adversos tuvieron lugar en un contexto de fuerte tensionamiento en los mercados de deuda soberana de la UEM, que fue particularmente intenso en aquellos países considerados financieramente como más vulnerables, entre los que se incluía España. A partir de 2012, la acumulación de superávits por cuenta corriente (cifrada en torno al 6% del PIB) se ha traducido tan solo parcialmente en un ajuste de la PIIN deudora (véase Gráfico 4), que todavía se sitúa en niveles muy elevados (en el primer trimestre de 2017, se aproximaba al 87% del PIB, tan solo 3,4 pp menos que en 2012). En términos internacionales, el endeudamiento exterior de España continúa siendo espe-

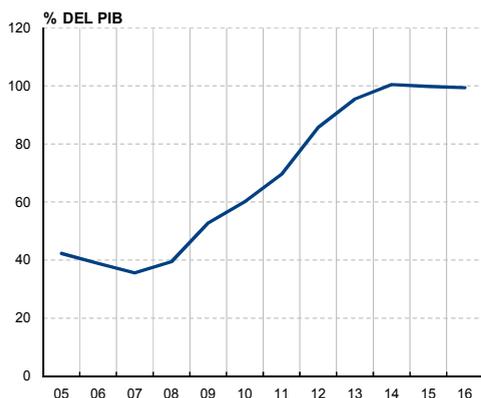


### 3. La posición de inversión internacional de la economía española: Tendencias, análisis y evaluación

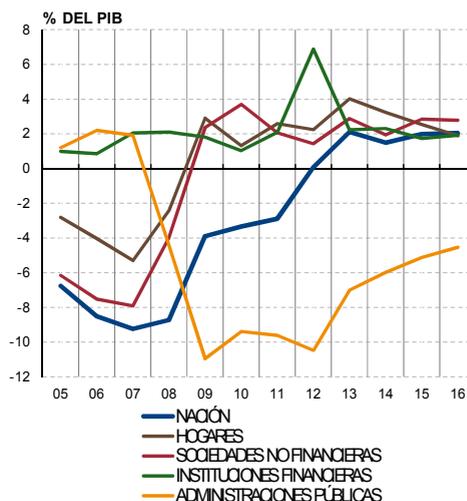
cialmente acusado en términos netos, ya que permanece entre los más elevados de las economías avanzadas.

GRÁFICO 4

#### DEUDA PÚBLICA



#### CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN



Fuente: Banco de España.

#### *El ajuste del saldo externo desde 2012*

La evolución de la PIIN española durante los últimos años ha estado determinada por la presencia de tres aspectos clave: el papel del Eurosistema tras los sucesivos episodios de crisis en los mercados de deuda soberana de la UEM y la creciente fragmentación financiera del área en 2011-2012, la dinámica asimétrica de desapalancamiento del sector privado y de endeudamiento del público, y el impacto de los efectos valoración.

Los flujos financieros con el exterior a lo largo de los últimos años han estado muy condicionados por las medidas extraordinarias adoptadas por Banco Central Europeo –BCE– (véase Gráfico 5). La abundante liquidez generada por las políticas monetarias no convencionales de expansión cuantitativa puestas en marcha por la autoridad monetaria desde 2014 han vuelto a generar salidas netas de fondos en la economía española, aunque de naturaleza muy distinta a las que se produjeron con motivo del episodio de crisis de la balanza de pagos de 2012. Efectivamente, estas salidas de fondos recientes

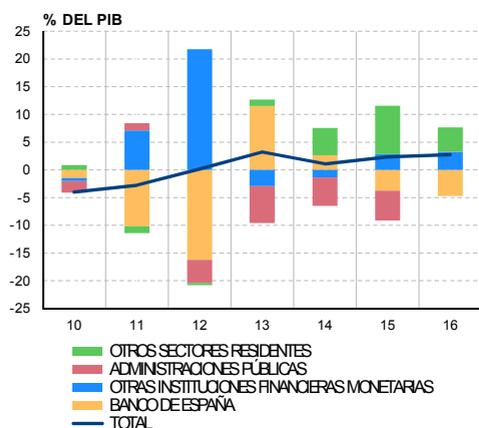


## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

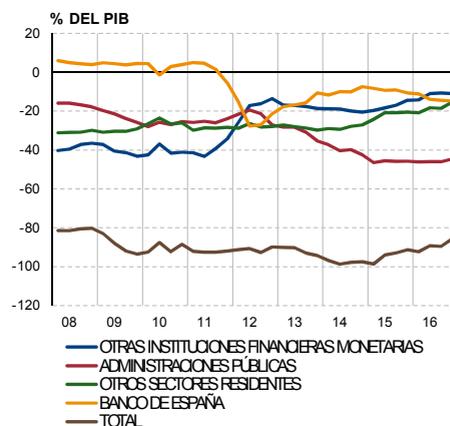
se enmarcan en un contexto en el que la economía española ha generado capacidad de financiación durante cinco años consecutivos, por lo que deben ser interpretadas como el resultado la redistribución de la abundante liquidez inyectada por el Eurosistema entre entidades y países. En este sentido, dichas salidas de fondos no están vinculadas con un endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación exterior ni con un empeoramiento del sentimiento económico en relación a la economía española tal y como sucedió durante el episodio de 2012 (véase Martínez-Pagés, 2016).

### GRÁFICO 5

TRANSACCIONES FINANCIERAS NETAS (VNA – VNP)



PII NETA. DESGLOSE SECTORIAL



Fuente: Banco de España.

Desde el punto de vista de los sectores institucionales, cabe destacar que, a partir de 2013, los Otros sectores residentes (OSR) pasaron de captar fondos netos en los años previos a la crisis a realizar inversiones netas en el exterior. Por su parte, las AAPP, a raíz de la materialización recurrente de déficits públicos, requirieron captar fondos que, en parte, fueron financiados por inversores internacionales a través de inversiones en cartera. De este modo, la evolución de las transacciones financieras con el resto del mundo en los últimos años ha reflejado en buena medida la dinámica de desapalancamiento del sector privado residente y de creciente endeudamiento del sector público. Como resultado de todo ello, se ha producido una intensa recomposición sectorial de la PIIN. Así, el Banco de España mantiene pasivos exteriores netos de alrededor del 19% del PIB (3 pp menos que en 2012) mientras que el saldo deudor de las AAPP se ha ampliado sensiblemente (en alrededor de 17 pp de PIB, hasta aproximadamente el 45%



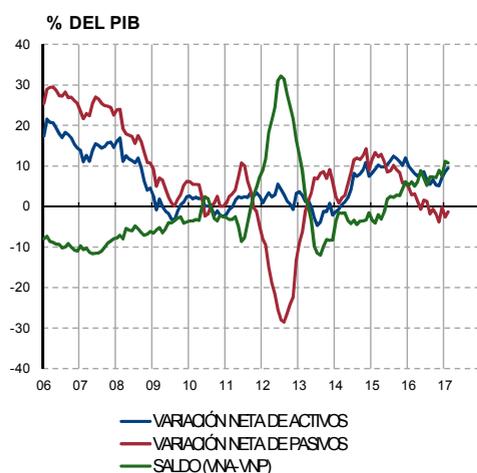
### 3. La posición de inversión internacional de la economía española: Tendencias, análisis y evaluación

del PIB). En sentido contrario, en los últimos cinco años, se ha producido una corrección de las posiciones deudoras del sector privado frente al exterior, cifrada en torno a 20 pp de PIB, hasta situarse en el 24% del PIB.

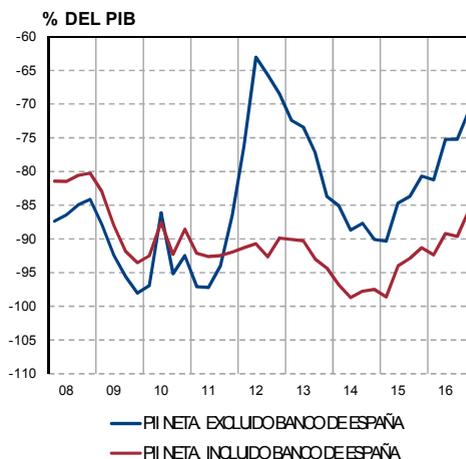
En cuanto al tercer elemento citado anteriormente, los efectos valoración acumulados durante los últimos años han sido, en su conjunto, negativos, de tal modo que han compensado parcialmente el efecto positivo tanto de los sucesivos superávits por cuenta corriente registrados desde 2012 como de la aportación del crecimiento del PIB durante la recuperación actual. Dichos efectos valoración negativos se concentraron en el bienio 2013-2014, hasta alcanzar una magnitud acumulada durante ese periodo de alrededor de 10 pp de PIB, coincidiendo con la revalorización de los activos financieros españoles que siguió al inicio de la normalización de los mercados financieros una vez superada la crisis del euro (véase Gráfico 6). En este sentido, los efectos negativos de valoración de la PIIN en los últimos años no deben interpretarse *per se* como un aumento del grado vulnerabilidad externa, sino más bien como el reflejo de la mejora de las perspectivas de la economía española y la consiguiente revalorización de los activos emitidos por los sectores residentes.

#### GRÁFICO 6

##### CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (Excluido BdE)



##### PII NETA. DESGLOSE SECTORIAL



Fuente: Banco de España, INE.



### 3. Posición inversora internacional y vulnerabilidad financiera

A pesar de los progresos recientes tanto en términos de la corrección de los déficits externos como de los avances que ha experimentado la construcción institucional de la UEM, el elevado nivel de endeudamiento con el exterior que todavía mantiene la economía española representa un elemento de vulnerabilidad ante eventuales situaciones de deterioro de las condiciones de acceso a la financiación procedente del resto del mundo. El episodio de crisis de balanza de pagos que se produjo en los meses centrales de 2012, aunque de naturaleza muy extraordinaria, pone de relieve los riesgos asociados a la necesidad de apelar continuamente a los mercados financieros internacionales para financiar volúmenes elevados de vencimientos de pasivos o cubrir nuevas necesidades presupuestarias. En efecto, el deterioro de la confianza en nuestra economía durante aquel episodio derivó en un abrupto tensionamiento de las condiciones de financiación y dio lugar a cuantiosas salidas de fondos hacia el exterior. Concretamente, en el punto álgido de las tensiones, los flujos de fondos hacia el exterior llegaron a representar cerca del 30% del PIB, lo que derivó en una severa crisis de financiación exterior con consecuencias de primer orden sobre la estabilidad macrofinanciera del conjunto de la economía.

Desde el episodio de 2012, no obstante, han ganado relevancia varios factores relativos a la estructura del endeudamiento exterior que potencialmente permiten mitigar algunos de los riesgos que supone el nivel de endeudamiento frente al resto del mundo relativamente elevado que todavía mantiene nuestra economía. En primer lugar, como se ha descrito anteriormente, en ausencia de los efectos de valoración tan negativos de los últimos años, la corrección de la PIIN provocada por la corrección de los cuantiosos déficits por cuenta corriente y la recuperación de la actividad económica habría sido más intensa de lo que se deduce a partir del valor corriente de la PIIN. Por otro lado, las implicaciones del endeudamiento exterior de un determinado nivel de pasivos exteriores están determinadas, en buena medida, por la composición de los pasivos, los sectores emisores, el plazo de vencimiento y la moneda de emisión. En principio, bajo condiciones generales, los riesgos de refinanciación tenderán a ser más pronunciados en la medida que i) sea más elevada la proporción de instrumentos exigibles, que, como la renta fija, implican la realización futura de pagos por amortización, por intereses o por ambos; ii) los plazos de vencimiento sean más breves, y iii) una mayor proporción de los pasivos estén denominados en una moneda extranjera. Las implicaciones de la estructura por sectores institucionales sobre la vulnerabilidad exterior son normalmente menos claras que en el caso de los factores anteriores, si bien, en general, los pasivos públicos suelen presentar un perfil de riesgo más moderado que los del emisor privado promedio.

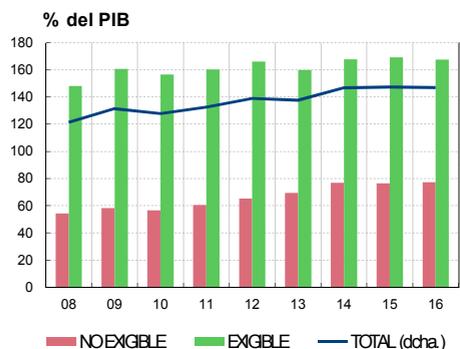


### 3. La posición de inversión internacional de la economía española: Tendencias, análisis y evaluación

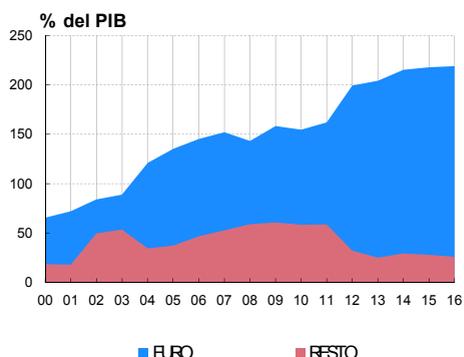
En cuanto al plazo de vencimiento, cabe mencionar que alrededor del 59 % de los pasivos exteriores totales está materializado en instrumentos de largo plazo, con un plazo de refinanciación menos vulnerable ante perturbaciones transitorias en los mercados de capitales. En este sentido, cabe destacar que, entre 2008 y 2016, la proporción de pasivos exigibles sobre el total de pasivos se ha moderado en 8,4 pp. En cuanto a la composición por monedas, el conjunto de la economía española mantiene una posición acreedora neta en monedas distintas del euro, habida cuenta de que el 90% de sus pasivos exteriores están denominados en la moneda común, lo que reduce considerablemente los riesgos cambiarios directos (véase Gráfico 7).

GRÁFICO 7

#### PASIVOS EXTERIORES. EXIGIBLES Y NO EXIGIBLES



#### PASIVOS EXTERIORES POR MONEDA



Fuente: Banco de España, INE.

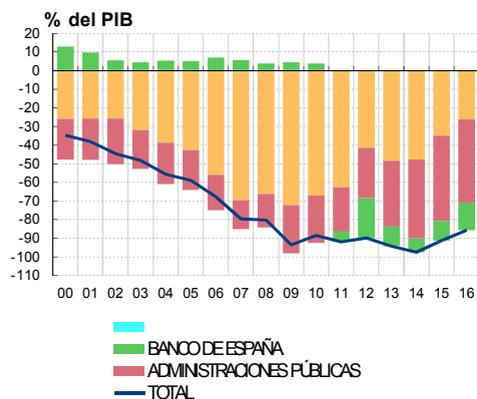
En cuanto a la composición del endeudamiento exterior por instrumentos y sectores institucionales (véase Gráfico 8), hay que tener en cuenta, en primer lugar, que el Banco de España mantiene pasivos exteriores netos cercanos al 20% del PIB, que en términos brutos se elevan al 39% del PIB, y que no están sujetos a riesgo de refinanciación. Una vez excluida la autoridad monetaria, el incremento acumulado desde 2012 de los pasivos exteriores brutos (12 pp de PIB, hasta el 211% del PIB) se ha materializado sobre todo en pasivos no exigibles (renta variable, derivados financieros e inversión extranjera directa, excluidos los instrumentos de deuda entre empresas relacionadas). Por lo que se refiere a los pasivos exteriores en renta fija, desde 2012 han aumentado los correspondientes a la deuda pública mientras que han disminuido los del sector privado, tal como se ha señalado previamente. En concreto, en el periodo 2012-2016, se ha ampliado la posición deudora de las AAPP en 16,5 pp de PIB, lo que ha sido compensado por el descenso del saldo deudor del sector privado en 17 pp de PIB.



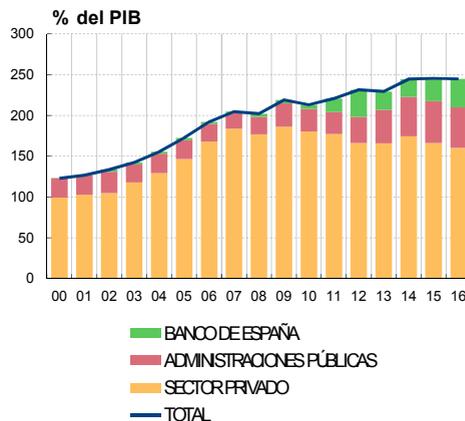
## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

GRÁFICO 8

PII NETA. COMPOSICION POR SECTORES INSTITUCIONALES



COMPOSICION DE LOS PASIVOS EXTERIORES POR SECTORES



Fuente: Banco de España, INE.

### 4. Perspectivas sobre la evolución futura de la PII

La convergencia de la PIIN hacia niveles más moderados y comparables con los de los países de nuestro entorno, como Francia e Italia, requiere mantener una trayectoria de superávits exteriores sostenidos. Estos últimos vienen determinados, a su vez, por la evolución de la capacidad de financiación, el crecimiento del PIB nominal y de la rentabilidad implícita de los pasivos exteriores netos.

El Gráfico 9 muestra distintas sendas hipotéticas para la evolución futura de PII española, construidas, a título puramente ilustrativo, a partir de varias hipótesis acerca del comportamiento de los factores anteriores<sup>2</sup>. Los resultados de un ejercicio de estas características muestran que una reducción apreciable de la PIIN deudora, bajo los supuestos considerados, requiere de un horizonte temporal relativamente dilatado.

<sup>2</sup> Sin considerar posibles efectos de valoración, la evolución de la PII en porcentaje del PIB se puede aproximar por la siguiente expresión:  $pii_t - pii_{t-1} \approx pii_{t-1} (i_t - g_t) + cc_t$ , donde  $i$  es la rentabilidad implícita de los pasivos exteriores netos,  $g$  es la tasa de crecimiento del PIB nominal y  $cc$  es el saldo por cuenta corriente en términos de PIB. En los ejercicios del gráfico 9, se suponen unas tasas de largo plazo para el crecimiento del PIB real y del deflactor del PIB, del 1,3 % y el 1,8 %, respectivamente. El valor de largo plazo de la rentabilidad implícita de los pasivos exteriores netos empleado en la simulación es del 3,2 %. Las variables convergen gradualmente desde sus niveles actuales hacia los de largo plazo.

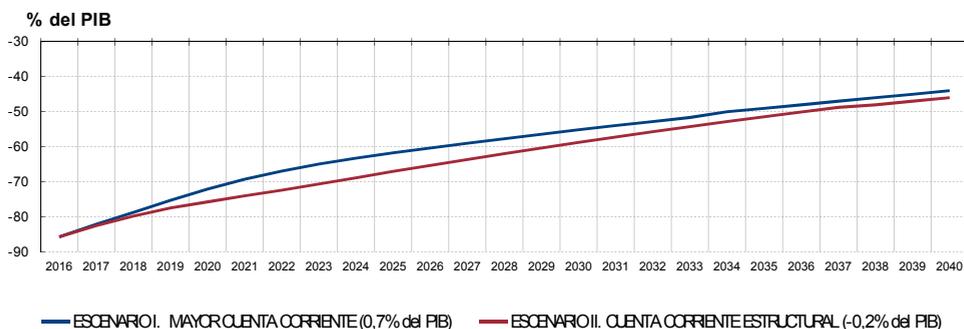


### 3. La posición de inversión internacional de la economía española: Tendencias, análisis y evaluación

Por ejemplo, suponiendo que el saldo por cuenta corriente se mantiene a medio plazo en el nivel ajustado de ciclo estimado para 2015 por el Banco de España en su Informe Anual 2016 (-0,2 % del PIB, frente a un -6,9% en 2008), la PII deudora neta se situaría en el 70 % alrededor del próximo lustro, y alcanzaría el 60 % del PIB alrededor de 2030.

GRÁFICO 9

SENDAS A LARGO PLAZO DE LA PII NETA (a)



ESCENARIO 1: CALIBRADO PARA ALCANZAR EL 60% DEL PIB EN 2025

ESCENARIO 2: CALIBRADO DE ACUERDO A LA ÚLTIMA ESTIMACIÓN DEL SALDO ESTRUCTURAL DE LA CUENTA CORRIENTE (-0,2 %, 2015)

RESTO DE SUPUESTOS: EN AMBOS CASOS, LOS SUPUESTOS DE MEDIO PLAZO DE CRECIMIENTO REAL DEL PIB, DEL DEFLACTOR Y DE NIVELES DE LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINALES SON LOS MISMOS (1,3%, 1,8% Y 3,2%, RESPECTIVAMENTE)

Fuente: Banco de España, INE.

Las perspectivas de largo plazo de la PIIN, más allá de factores propios de la evolución a corto plazo de los mercados financieros, dependen principalmente del saldo estructural de la cuenta corriente. De acuerdo con estimaciones realizadas por el Banco de España (2017), alrededor del 60% de la mejora de la cuenta corriente entre 2008 y 2015 puede atribuirse a factores no relacionados con el ciclo económico (véase Gráfico 10).<sup>3</sup> En concreto, la atonía de la demanda interna durante la mayor parte del periodo considerado explicaría alrededor de un tercio del ajuste acumulado entre 2008 y 2015. Sin embargo, cabe esperar que esta contribución revierta a medida que se materialice la fase expansiva del ciclo y la brecha de producción entre en terreno positivo. La evolución del

<sup>3</sup> El lector interesado puede consultar Moral-Benito y Viani (2017) para una descripción detallada de la metodología empleada en la elaboración de estas estimaciones.



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

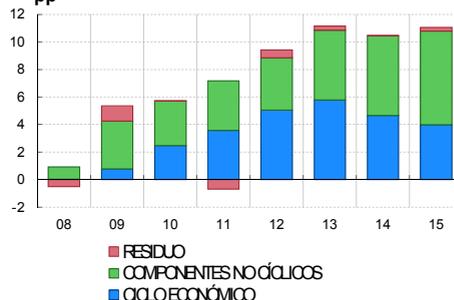
precio del petróleo también ha tenido un papel relevante en la evolución del saldo exterior (alrededor de una quinta parte de la corrección).

GRÁFICO 10

DESCOMPOSICIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (a)



EL AJUSTE ACUMULADO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE 2008-2015 (b)



Fuente: Informe Anual 2016 Banco de España.

a. Factores de cíclicos: los costes laborales unitarios y el coste de financiación (competitividad), la calidad institucional aproximada por la encuesta *International Country Risk Guide*, el envejecimiento de la población (demografía), el saldo fiscal ajustado de ciclo, el precio del petróleo y la dependencia energética (petróleo), el crecimiento del crédito privado, y las previsiones de crecimiento del PIB a medio plazo.

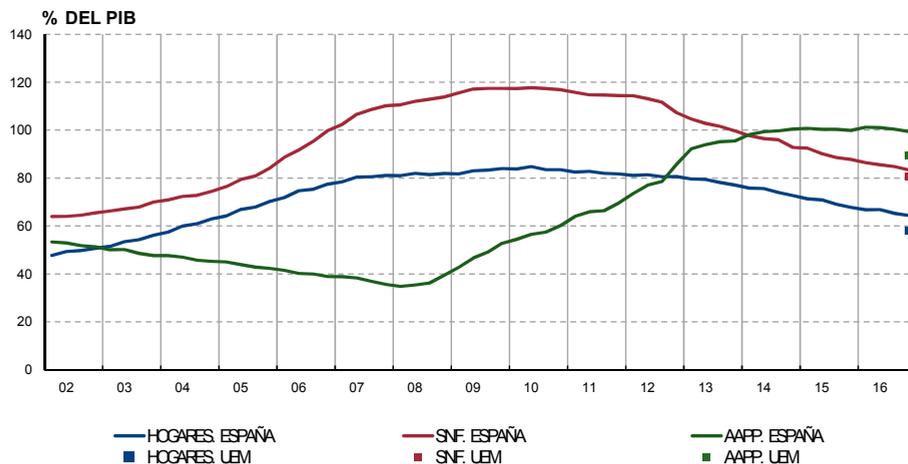
Otros factores de carácter más permanente, como las menores expectativas de crecimiento, las ganancias de competitividad, el envejecimiento y, posteriormente, los avances graduales en la consolidación fiscal, también contribuyeron al ajuste exterior. Entre estos factores, destaca el papel de la consolidación fiscal, que, gracias a la reducción acumulada del componente estructural del déficit público desde 2010, explicaría alrededor del 20% de la corrección de la balanza por cuenta corriente. Con todo, el déficit público en términos estructurales aún se sitúa por encima de los objetivos marcados por la Comisión Europea en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo cual indica que existe margen para que continúe la aportación positiva de este factor a la mejora del saldo por cuenta corriente. De hecho, a medio plazo, cabe esperar que la mayor parte del ajuste pendiente de las necesidades de financiación externas se concentre en el sector público, tal y como sugiere la elevada brecha que persiste entre el nivel de deuda pública en España y en el conjunto de la UEM (de 10 pp), a diferencia de lo que ocurre en el sector privado, sobre todo en el caso de las sociedades no financieras (véase Gráfico 11).



### 3. La posición de inversión internacional de la economía española: Tendencias, análisis y evaluación

GRÁFICO 11

RATIOS DE ENDUDAMIENTO



Fuente: INE.

## 5. Comentarios finales

La elevada PIIN deudora constituye uno de los legados más visibles de los desequilibrios acumulados por la economía española en la anterior fase expansiva y de la crisis posterior, como resultado, en el primer caso, del endeudamiento del sector privado, y, en el segundo, del aumento de la deuda pública. A pesar de la fuerte corrección del desequilibrio externo que se ha producido en los últimos años, la posición deudora de España frente al exterior continúa siendo una de las más elevadas entre las economías avanzadas. El elevado grado de dependencia financiera del exterior sigue representando un elemento de vulnerabilidad macrofinanciera relevante ante cambios en el sentimiento económico de los mercados financieros internacionales.

En línea con la evidencia para otros países, la corrección del desequilibrio en términos de la PIIN es más paulatina que la que ha experimentado el déficit de la balanza por cuenta corriente, cuyo saldo estructural ha mejorado significativamente desde 2008. A la hora de analizar los riesgos que plantea la posición deudora externa de la economía española, hay que tener en cuenta, no obstante, varios factores que han jugado un papel relevante en los últimos años, más allá del nivel de la PIIN. En primer lugar, los efectos de valoración negativos de la PIIN han moderado la traslación del ajuste por cuenta



## ¿Es la economía española financieramente vulnerable?

corriente al stock de pasivos netos externos, en buena medida debido a la revaloración de los instrumentos emitidos por los sectores residentes en nuestro país, como reflejo de la mejora de la confianza en los fundamentos de la economía española durante la actual fase de recuperación. Asimismo, la fragilidad ante eventuales tensiones exteriores también se puede ver suavizada por algunas tendencias recientes de la composición del endeudamiento del exterior, al haber aumentado en los últimos años el peso de los instrumentos de largo plazo y denominados en euros, así como el de los pasivos no exigibles del sector privado.

Con todo, cabe esperar que la PIIN se mantenga en niveles relativamente elevados durante los próximos años. Por tanto, la vulnerabilidad potencial ante perturbaciones negativas en el entorno macroeconómico o en los mercados de capitales persistirá durante un horizonte amplio. En este contexto, resulta necesario preservar las condiciones necesarias para mantener saldos externos positivos de manera recurrente y reconducir la PII hacia niveles comprobables a los de otras economías de la UEM, como Francia e Italia. Para ello es preciso incidir en el saneamiento estructural de las cuentas públicas – especialmente si se tiene en cuenta el envejecimiento previsto de la población -, y en el avance en las reformas de los mercados de factores y de productos que favorezcan la capacidad de crecimiento y la competitividad de la economía española. Al mismo tiempo, resulta necesario profundizar en el desarrollo del marco institucional de la UEM con vistas a que las economías nacionales puedan aprovecharse del enorme potencial que ofrece la pertenencia a una de las principales áreas económicas y monetarias, limitando, al mismo tiempo, los riesgos derivados de un marco institucional y operativo incompleto, como los que la última crisis puso de manifiesto.

### Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2017). Informe Anual 2016 del Banco de España; capítulo 3: El ajuste de la balanza por cuenta corriente.
- CATÃO L. A. V. y G. M. MILESI-FERRETTI (2014). “External liabilities and crises”, *Journal of International Economics*, Volume 94, Issue 1, September.
- MARTÍNEZ-PAGÉS J. (2016). “Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera”, *Boletín Económico*, Banco de España.
- MORAL-BENITO E. y F. VIANI (2017). “An anatomy of the Spanish current account adjustment: the role of permanent and transitory factors”, Banco de España, documento de Trabajo de próxima aparición.



**Relación de asistentes a la 1ª Sesión de Panel de Seguimiento Financiero  
IEAF-FEF de la Economía Española (8 de junio 2017)**

**Cirus Andreu**

*Banco Sabadell*

**Oscar Arce**

*Banco de España*

**Oriol Aspach**

*CaixaBank Research*

**Manuel Balanzat**

*Miraboud*

**Werner Bijkerk**

*IOSCO*

**José Emilio Boscá**

*Universidad de Valencia y FEDEA*

**Eudald Canadell**

*CNMV*

**Miguel Cardoso Lecortouis**

*BBVA*

**Gonzalo de Cadenas-Santiago**

*Mapfre*

**Angel de la Fuente**

*FEDEA*

**Rafael Doménech**

*BBVA Research*

**Enric Fernández**

*CaixaBank Research*

**Fernando Fernández Méndez de Andrés**

*IE BUSINESS SCHOOL*

**Javier Ferri**

*Universidad de Valencia y FEDEA*

**Domingo García Coto**

*BME*



¿Es la economía española financieramente vulnerable?

**Javier Garrido Domingo**

*BME*

**Bernardo Hernández**

*Secretaría General del Tesoro*

**Carolina Herrero**

*CEMEX*

**Alfredo Jimenez**

*IEAF-FEF*

**Miguel Marín Cozar**

*FAES*

**Jose Luis Martinez Campuzano**

*AEB*

**Javier Mendez**

*IEAF-FEF*

**Juan Antonio Mielgo Carrizo**

*Telefonica*

**Carlos Ocaña**

*FUNCAS*

**Edita Pereira**

*CEOE*

**Beatriz Pérez Galdón**

*Periodista*

**Aleix Pons**

*COTEC*

**Tomás Riestra**

*BANCO SANTANDER*

**Sofía Rodríguez Rico**

*Banco Sabadell*

**Ana Rubio**

*BBVA*

**Javier Santacruz**

*Universidad de Essex*

**Federico Steinberg**

*Real Instituto ELCANO*

**Juan José Toribio Dávila**

*IESE*



## Relación de asistentes

**Leopoldo Torralba**

*ARCANO*

**Raymond Torres**

*FUNCAS*

**Juan Carlos Ureta Domingo**

*RENTA 4*

**Sebastián Velasco**

*Fidelity International*

**Jorge Yzaguirre**

*IEAF-FEF*





**FOROS DE DEBATE – DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA  
FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS**

- Nº 1. Informe sobre el mercado hipotecario español. Febrero 2013.
- Nº 2. Las reformas como clave para impulsar la confianza y el crecimiento. Marzo 2013.
- Nº 3. Las finanzas públicas españolas en el inicio del siglo XXI: Los efectos de la crisis financiera de 2007. Julio 2013.
- Nº 4. La economía sumergida en España. Julio 2013.
- Nº 5. Las finanzas públicas españolas y los efectos de la crisis financiera. Homenaje a David Taguas. Septiembre 2014.
- Nº 6. Competitividad, eje de una expansión sostenida. Octubre 2014.
- Nº 7. El futuro de la Gestión de Activos. Noviembre 2014.
- Nº 8. Impacto económico de los cambio normativos en los seguros (LOSSEAR/ROSEAR y Baremo). Diciembre 2015.
- Nº 9. El cambio del modelo de negocio de la banca. Junio 2016.
- Nº 10. Ahorro, Pensiones y Seguros de Vida. Julio 2016.
- Nº 11. Debate sobre la evolución del Mercado del Petróleo y las Materias Primas. Junio 2016.
- Nº 12. El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía. Julio 2017.
- Nº 13. ¿Es la economía española financieramente vulnerable?





**ENTIDADES PATRONO**

de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.  
TELEFONICA, S.A.  
CITI  
BANCO SABADELL  
BANKIA  
CLIFFORD CHANCE  
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT  
INDITEX  
KPMG  
LA CAIXA  
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES  
URIA & MENENDEZ  
ACS  
BANCO POPULAR  
CAJA RURAL CASTILLA LA MANCHA  
ENDESA, S.A.  
EY  
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA  
MAPFRE  
MIRABAUD  
BAKER & MCKENZIE  
DELOITTE  
J&A GARRIGUES, S.L.  
CECA

**ENTIDAD FUNDADORA**

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

