

MEMORIA DEL TRABAJO FIN DE GRADO

Crecimiento y deuda: una visión panorámica sobre el caso español
Growth and debt: an overview of the Spanish case

Autores: D. David Pérez Rodríguez DNI: 43380079D
D. David Sarabia Ballesteros DNI: 43380163R

Tutor: D. Carlos Javier Rodríguez Fuentes

Grado en ECONOMÍA
FACULTAD DE ECONOMÍA, EMPRESA Y TURISMO
Curso Académico 2016/17

San Cristóbal de La Laguna, a 8 de junio de 2017

RESUMEN

Tras la crisis económica que se inicia en 2007 se produce un notable ascenso en la ratio deuda/PIB, así como un deterioro sostenido en los saldos presupuestarios de las administraciones públicas. Desde entonces, muchos autores han intentado analizar los factores que explican este inesperado cambio. El objetivo de este trabajo es doble. Por un lado, el trabajo analiza la trayectoria de las ratios de endeudamiento y del PIB de la economía española, distinguiendo entre diferentes períodos temporales y agentes institucionales. En segundo lugar, en el trabajo se analiza la evolución e influencia de otras variables, con el objetivo de alcanzar alguna conclusión, aunque sólo sea tentativa, sobre el efecto que el nivel de endeudamiento ha podido ejercer sobre el crecimiento de la economía española. Entre los resultados que alcanzamos en nuestro trabajo, encontramos que en el periodo 1995-2007 coexisten elevados niveles de deuda y crecimiento, por lo que no se aprecia la existencia de una relación negativa que se ha insinuado a nivel teórico y empírico en otros trabajos. Tras analizar las variables presentadas en el trabajo, hemos concluido que los posibles efectos adversos del aumento de la ratio deuda/PIB, podrían operar más a través de su efecto composición, que a través de su magnitud absoluta o relativa.

Palabras clave: deuda, PIB, crecimiento

ABSTRACT

After the economic crisis that began in 2007, there was a notable increase in the debt-to-GDP ratio, as well as a sustained deterioration in the government's budget balances. Since then, many authors have tried to analyse the factors that explain this unexpected change. This paper has a double goal. On one hand, the paper analyses the debt ratios and GDP trajectories of the Spanish economy, distinguishing between different time periods and institutional agents. On the other hand, at a tentative of reaching some conclusion, the paper analyses the evolution and influence of other variables on the influence that the level of indebtedness has been able to exert on the growth of the Spanish economy. Among the results achieved in our work, we have found that in the period 1995-2007 coexist high levels of debt and growth, so it's not appreciated the existence of a negative relationship that has been insinuated at the theoretical and empirical level in another works. After analysing the variables presented in the paper, we have concluded that the possible adverse effects of the increase in the debt-to-GDP ratio could operate more through its composition effect than through its absolute or relative magnitude.

Keywords: debt, GDP, growth

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	5
2. LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA ESPAÑOLA Y SU RELACIÓN CON EL PIB.....	6
2.1. CORRELACIÓN Y CAUSALIDAD EN LA RELACIÓN DEUDA Y PIB	7
3. LA DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO: ORIGEN Y EFECTOS	10
3.1. EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS.....	10
3.2. LA DEUDA POR SECTORES INSTITUCIONALES	14
3.2.1. <i>Administración Central del Estado</i>	14
3.2.2. <i>Comunidades Autónomas</i>	15
4. LA DEUDA DEL SECTOR PRIVADO	16
4.1. EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES: DETERMINANTES Y POTENCIALES REPERCUSIONES SOBRE EL CRECIMIENTO	16
4.1.1. <i>Evolución del mercado laboral</i>	17
4.1.2. <i>El endeudamiento de los hogares</i>	19
4.2. EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS	23
5. CONCLUSIONES	25
6. BIBLIOGRAFÍA.....	26
7. ANEXO.....	28

Gráfico 1. Deuda pública y privada y su relación con el PIB (1995-2015)	6
Gráfico 2. Variación porcentual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de endeudamiento del total de la economía en relación al PIB (eje de abscisas)	8
Gráfico 3. Variación porcentual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de variación interanual de la tasa de endeudamiento del total de la economía en relación al PIB (eje de abscisas)	9
Gráfico 4. Evolución de los Ingresos y gastos del Estado (base 1999=100).....	10
Gráfico 5. Saldo presupuestario en porcentaje del PIB (1980-2018)	11
Tabla 1. Partidas presupuestarias en porcentaje del total (las cuatro mayores)	13
Gráfico 6. Deuda del Sector Público en porcentaje del PIB, desagregada por sectores institucionales (1995-2016)	14
Gráfico 7. Deuda, en porcentaje del total, de las Comunidades Autónomas (1995-2016)	15
Gráfico 8. Tasas de empleo y desempleo, y total de ocupados (en millones de personas) (1980-2017)	17
Gráfico 9. Empleo total y sector de la construcción (1991-2016)	18
Gráfico 10. Coste salarial total por hora (en euros) (tendencia) (2000-2016)	18
Gráfico 11. Tasa de desempleo y deuda privada en porcentaje del PIB (1995-2015)....	19
Gráfico 12. Valor de la vivienda libre y deuda privada en porcentaje del PIB (1995-2016)	20
Gráfico 13. Distribución de la deuda de los hogares.....	21
Gráfico 14. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de endeudamiento de los hogares y las ISFLSH respecto al PIB (eje de abscisas)	22
Tabla 2. Nivel de endeudamiento de los hogares y tasa de crecimiento interanual del PIB	23
Gráfico 15. Tasa de endeudamiento de las empresas no financieras respecto al PIB en tanto por ciento	24
Gráfico 16. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de endeudamiento de las empresas no financieras en relación al PIB (eje de abscisas)	24
Anexo 1. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de endeudamiento del sector público respecto al PIB (eje de abscisas).....	28
Anexo 2. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de variación interanual del endeudamiento del sector público en relación al PIB (eje de abscisas)	28
Anexo 3. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa del endeudamiento del sector privado en relación al PIB (eje de abscisas)	29
Anexo 4. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de variación interanual del endeudamiento del sector privado respecto al PIB (eje de abscisas)	29

1. INTRODUCCIÓN

En la última década hemos asistido a un debate acerca de si España se encuentra en un estado de sobreendeudamiento que ha provocado que se agudicen los efectos de la crisis y que nuestra economía crezca a un menor ritmo. Desde el comienzo de la crisis económica y financiera mundial de finales de 2007, el debate sobre cuáles son las medidas que debemos adoptar para poder superar esta etapa de recesión ha sido uno de los asuntos más tratados; tanto por la clase política, como por los medios de comunicación. Mucho se ha hablado, pero poco se ha sacado en claro, y buen ejemplo de ello es la polémica que suscitó un trabajo publicado en enero de 2010 por los economistas norteamericanos Carmen Reinhart y Keneth Rogoff sobre la relación existente entre los niveles de deuda existentes en un Estado y el crecimiento potencial de la economía nacional (Reinhart & Rogoff, 2010).

En una intención de seguir ahondando en el análisis del efecto que tienen la deuda en el crecimiento de la economía, hemos decidido centrarnos en el caso de España para así poder ser más exhaustivos en nuestro análisis. De este modo, no nos limitaremos a reproducir aquí cuál ha sido el comportamiento de la deuda y el PIB durante las últimas décadas. Por el contrario, intentaremos encontrar en los datos cuales han podido ser los factores realmente determinantes en la evolución de nuestra economía.

Para ello, en el epígrafe 2, comenzaremos analizando la relación entre el PIB español y el endeudamiento total de la economía para los años 1995-2015. De este análisis intentaremos encontrar evidencias de alguna relación entre ambas variables.

Posteriormente, en el epígrafe 3, realizaremos un análisis de la deuda del sector público en particular y de sus efectos en la evolución del PIB. Para ello también estudiaremos las Comunidades Autónomas y su contribución al endeudamiento.

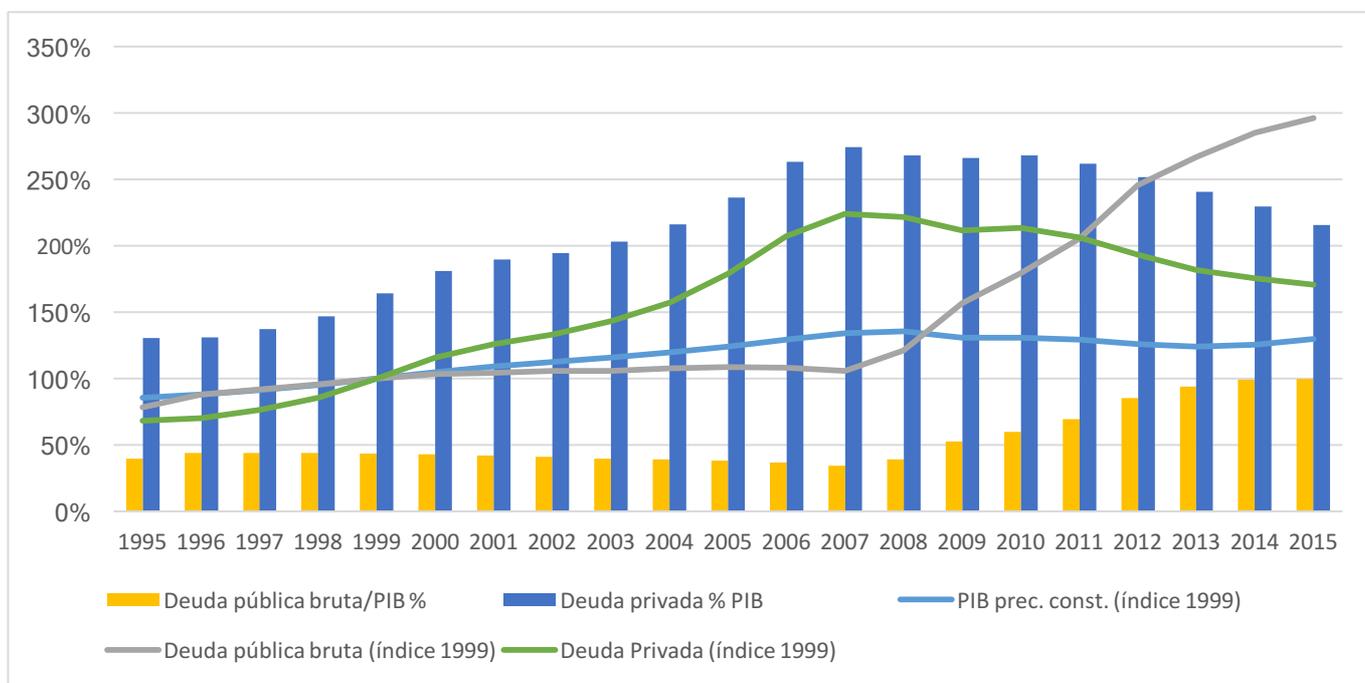
A continuación, en el epígrafe 4, procederemos a estudiar el caso del sector privado. Aquí pondremos el foco en los hogares debido a la relación de la crisis con el “boom inmobiliario” y los préstamos hipotecarios. Finalizaremos con una breve pincelada acerca del endeudamiento de las empresas no financieras.

2. LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA ESPAÑOLA Y SU RELACIÓN CON EL PIB

En la última década han proliferado los artículos acerca de la insostenibilidad de la deuda española. Algunos apuntan a que es el sector privado el que ha incurrido en una excesiva deuda que, con el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, se ha vuelto insostenible (Sánchez, 2013). Otros apuntan a que es el Sector Público el que debería haber controlado el gasto durante la crisis para compensar la caída de los ingresos (Carrascal & Tello, 2014).

Para entender las relaciones entre la deuda existente en la economía española y el PIB, nos disponemos a presentar los datos de deuda pública bruta y deuda privada en relación al PIB, y las series de deuda y PIB, expresadas en números índices con base 1999, entre los años 1995 y 2015.

Gráfico 1. Deuda pública y privada y su relación con el PIB (1995-2015)



Fuente: (FMI, 2017)
Elaboración Propia

Observando el gráfico presentado, si analizamos los datos de forma puntual, se advierte que en los periodos en los que la variación porcentual de la deuda pública bruta entre años es más alta, coincide con periodos de menor crecimiento interanual del PIB, y viceversa. Por ejemplo, en el periodo 2008-2012, la variación interanual media de la deuda bruta fue del 18,48%, mientras que para el PIB fue del -1,21%. No ocurre lo mismo entre 2001 y 2007, periodo en el que dichas cifras fueron un 0,36% y un 3,56%. Es por esto, por lo que podríamos pensar que sí existe una relación entre ambas variables.

Si observásemos la serie del PIB desde el año 1980, el periodo comprendido entre el año 1997 y el inicio de la crisis financiera actual, es el que corresponde con la etapa más larga de crecimiento del PIB de la serie y con una etapa de relativa estabilidad en cuanto al montante de la deuda; ya que la variación interanual en esos años es incluso negativa en algunos ejercicios (Malo de Molina, 2005). Para entender el porqué del comportamiento de las variables de deuda y PIB, podemos atenernos al contexto histórico de dicho periodo, y de esta forma, obtener más información de la que proporcionan los datos de por sí.

Durante la década de 1970 se producen dos crisis del petróleo (1973 y 1979) que azotan fuertemente a la economía española. Estos años están marcados por un incremento generalizado de los precios y de los niveles de desempleo. Pero tras esta década de recesión, la economía española logra recuperarse y en la segunda mitad de la década de los 80, logra unas tasas de crecimiento del PIB de hasta el 5,7% interanual. Esto comparado con la primera mitad de los años ochenta, donde la economía creció a un ritmo medio del 1,31%.

El 1 de enero de 1986, España entra en la Comunidad Económica Europea (CEE), lo cual supone un impulso para su economía (Estrada, Jimeno, & Malo de Molina, 2009). Esto es fácilmente observable si nos atenemos a que la tasa de crecimiento del PIB del 5,7% interanual mencionada anteriormente coincide con el posterior año de entrada en la CEE y va seguida de un 5,28% en 1988 y un 5% en 1989.

Todo esto genera un entorno macroeconómico que propicia unos tipos de interés realmente bajos. En este contexto de bajos tipos de interés y una liberalización del suelo propiciada por el Gobierno, apreciamos cómo se duplica el nivel de endeudamiento del sector privado (de un 130,78% del PIB en 1995 a un máximo del 274,52% en 2007), lo que parece no afectar al ritmo de crecimiento del PIB en el periodo. Esto claramente no va en consonancia con el estudio de Reinhart y Rogoff, ya que nos encontramos los mayores niveles de deuda de la serie conviviendo con un ritmo de crecimiento anual del PIB del 3,81% de media.

Como vemos, en ocasiones encontramos información contradictoria, es decir, periodos de crecimiento del PIB acompañados de niveles de deuda tanto altos como bajos. Es por esto, por lo que nos disponemos a analizar la relación estadística existente entre las variables, de forma que podamos ver si existe correlación y en qué grado.

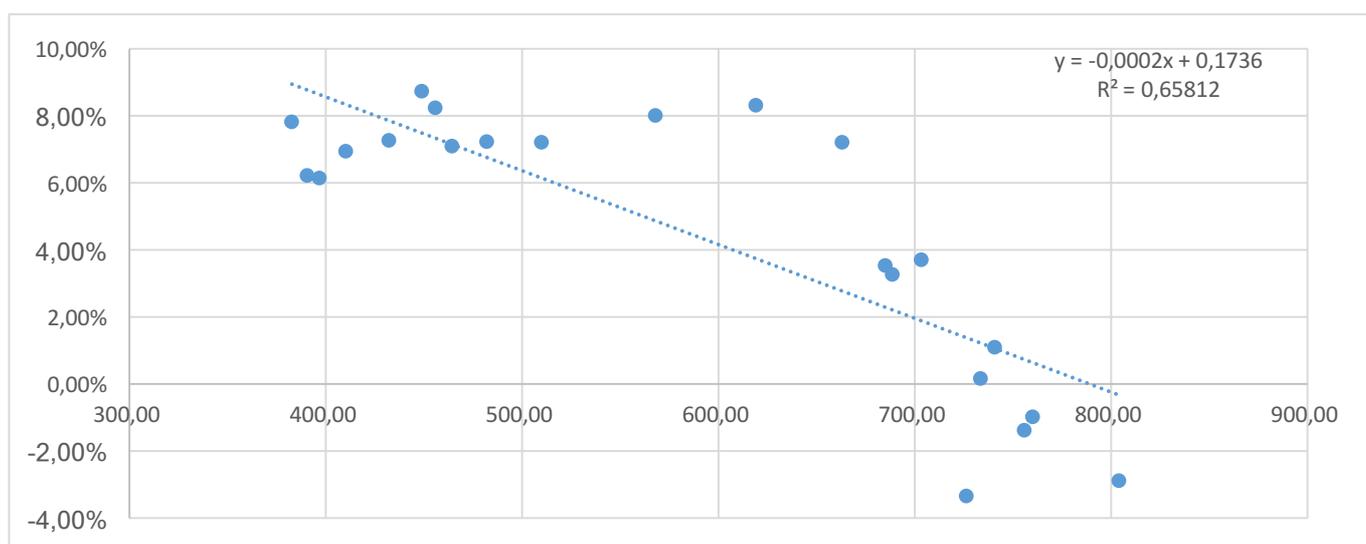
2.1. CORRELACIÓN Y CAUSALIDAD EN LA RELACIÓN DEUDA Y PIB

Pese a que gráficamente puede intuirse cierta relación entre los comportamientos de la deuda y el PIB, esta evidencia visual no es suficiente para dar respuesta a la cuestión de si la primera

influye en la evolución de la segunda. Para responderla hemos recurrido al análisis econométrico. Con ello no pretendemos realizar un estudio estadístico intensivo de ambas variables sino, más bien, hacernos una idea de en qué medida un modelo en que el endeudamiento explique la evolución del PIB es válido.

En la regresión que mostramos a continuación en el gráfico 2, hemos analizado la relación entre la tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y la tasa de variación interanual de la deuda del total de la economía en relación al PIB (eje de abscisas) entre los años 1996 y 2016.

Gráfico 2. Variación porcentual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de endeudamiento del total de la economía en relación al PIB (eje de abscisas)

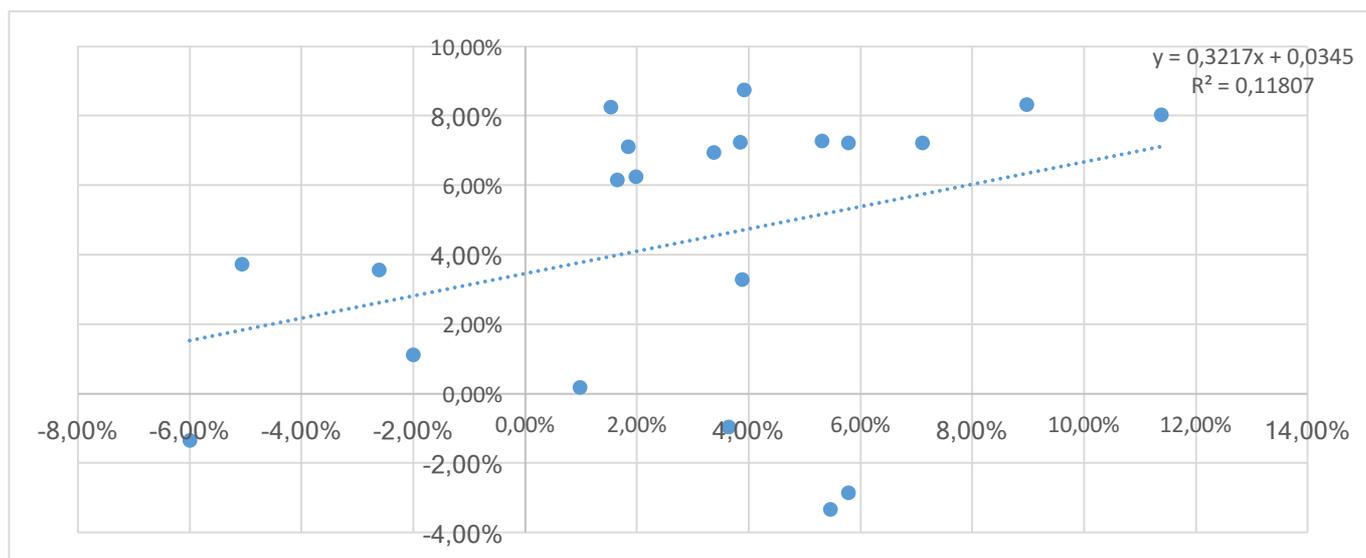


Fuente: (OCDE, 2017)
Elaboración propia

Para esta regresión hemos obtenido un $R^2=0,6581$. Esto quiere decir que la variación porcentual de la deuda explicaría el 65,81% de la variabilidad del PIB. Por otro lado, el coeficiente de correlación de Pearson nos indica que existe una relación inversa del 81,12% entre ambas variables. Por tanto, podemos concluir que, a mayores niveles de endeudamiento, el crecimiento de la economía es menor. Sin embargo, observando el gráfico 2, puede comprobarse que el crecimiento empieza a ser negativo con tasas de endeudamiento superiores al 700%. Esto contradice en cierta medida la idea de que el endeudamiento tiene un efecto negativo en el crecimiento ya que, de hecho, durante el periodo estudiado, el endeudamiento de la economía no ha descendido del 380%.

De forma análoga también realizamos una regresión, esta vez escogiendo como variable explicativa la tasa de variación interanual de la tasa de endeudamiento de la economía, la cual se muestra en el gráfico 3.

Gráfico 3. Variación porcentual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de variación interanual de la tasa de endeudamiento del total de la economía en relación al PIB (eje de abscisas)



Fuente: (OCDE, 2017)
Elaboración propia

En este caso, puede observarse que la bondad del ajuste es mucho menor que en el modelo anterior. Por lo tanto, podemos concluir que el nivel de endeudamiento tiene más valor como variable explicativa del crecimiento del PIB que la variación del endeudamiento. Sin embargo, podemos observar que la relación entre estas variables es positiva y, como consecuencia, que altas tasas de crecimiento del PIB se han visto acompañadas de altas tasas de crecimiento del endeudamiento.

Para ser más exhaustivos hemos realizado otras regresiones analizando por separado la deuda pública y la de los hogares (ver anexo). De este modo hemos podido comprobar que el efecto del endeudamiento del sector público y del sector privado¹ afecta negativamente al crecimiento. Sin embargo, nos encontramos con que la variación interanual guarda una relación positiva en el caso del sector privado y una relación negativa en el caso del sector público.

A la luz de los resultados obtenidos en este apartado, hemos creído conveniente realizar un análisis del sector público y el sector privado por separado. De esta forma podremos explicar con más detalle la composición de la deuda y los factores que provocan alteraciones en los niveles de la misma.

¹ Según criterio de OCDE, el sector privado está compuesto por los hogares, las instituciones sin fines lucrativos al servicio de los hogares y las empresas no financieras.

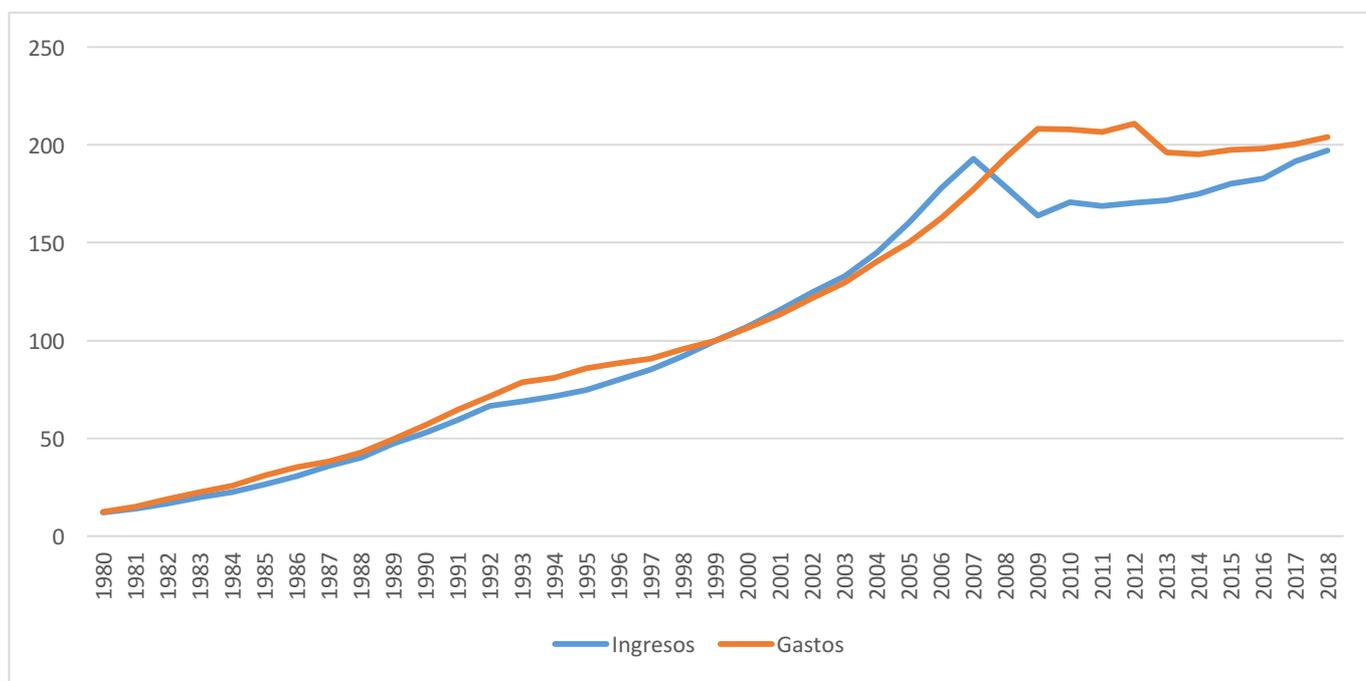
3. LA DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO: ORIGEN Y EFECTOS

Si el estado incurre en déficit de forma constante o incrementa sus necesidades de financiación, se ve obligado a emitir deuda. Es por esto, por lo que, en primer lugar, analizaremos la relación de ingresos y gastos, y cómo esta relación influye en el déficit de las cuentas del Estado. Y, por otro lado, hay que tener en cuenta que el sector público está compuesto de varios elementos, ya que no solo nos encontramos con la Administración Central de Estado, sino también con las Corporaciones Locales, las Comunidades Autónomas o la Administración de la Seguridad Social. Por tanto, llevaremos a cabo un estudio de la Administración Central de Estado y de las Comunidades Autónomas por separado. Esto es porque, como veremos a continuación, la deuda en porcentaje del PIB media de las Corporaciones Locales y la Administración de la Seguridad Social entre 1995 y 2016 ha sido del 3,33% y el 2,14% respectivamente, con una varianza casi nula. Por lo que los mantendremos fuera del análisis.

3.1. EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS

En este apartado relativo a la recaudación y el gasto del Estado daremos un breve vistazo a la evolución de las variables de ingresos y gastos per se, para luego adentrarnos en un estudio más detallado del saldo resultante de las mismas.

Gráfico 4. Evolución de los Ingresos y gastos del Estado (base 1999=100)



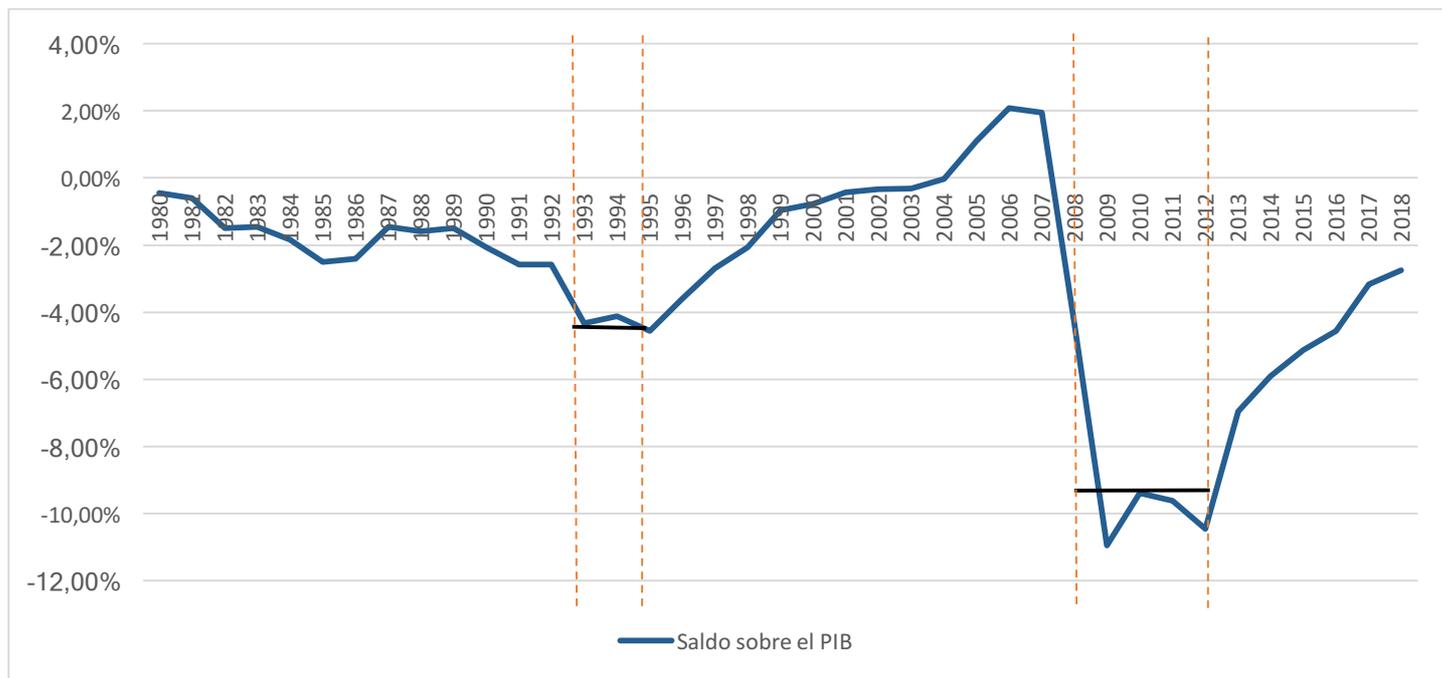
Fuente: (FMI, 2017)
Elaboración propia

Como observamos, para prácticamente todo el periodo, ambas variables crecen de forma ininterrumpida. Este crecimiento se ve frenado para el caso de los ingresos con el inicio de la crisis, pero no es hasta dos años más tarde cuando el gasto interrumpe su crecimiento. Este desfase en la reacción de las variables está provocado por la actuación de los estabilizadores automáticos, los cuales afectan de forma inmediata a los ingresos; no siendo el caso para los gastos, los cuales necesitan un poco más de tiempo para adaptarse al ciclo.

Pasado el golpe inicial de la recesión, ambas variables retoman un ritmo de crecimiento similar al del periodo pasado, aunque notoriamente más lento. Si bien es cierto que la brecha existente entre ingresos y gastos se agrava tras el inicio de la crisis, conforme pasan los años, dicha diferencia disminuye con cada ejercicio que pasa. La tasa de variación interanual media de los ingresos para el periodo 2009-2018 es del 2,11%, mientras que la de los gastos cae hasta el -0,19%. Este ritmo de crecimiento del gasto se explica por los esfuerzos realizados por parte del Gobierno para reducir el déficit hasta niveles aceptados por la Unión Europea.

Una vez comentados los datos de ingresos y gastos, pasaremos a analizar el saldo resultante entre ambas expresado en porcentaje del PIB.

Gráfico 5. Saldo presupuestario en porcentaje del PIB (1980-2018)



Fuente: (FMI, 2017)
Elaboración propia

Lo primero que puede observarse en este gráfico es que, salvo en el periodo que comprende los años 2004 a 2007, en todos los años analizados el saldo presupuestario del Estado fue negativo. Atendiendo a la evolución de este saldo se pueden observar cuatro grandes etapas.

La primera transcurre desde 1980 hasta 1995 y en ella se observa un crecimiento progresivo del déficit en relación al PIB que pasa de valores cercanos al 0% en 1980 a casi el 5% en 1995. En cuanto al comportamiento de los ingresos y los gastos, éstos presentan una tasa de variación positiva durante toda la etapa. Sin embargo, esta tasa tomaba valores más altos en los primeros años (casi un 30% para el gasto en 1982), que en los últimos de esta etapa (en torno a un 4% para el ingreso en 1993). Los ejercicios en los que el incremento de los ingresos ha sido mayor que el de los gastos son pocos, solo 6 años de los 15 que comprende este periodo. De modo que esa tendencia decreciente del déficit se debe a que los gastos han crecido en mayor medida que los ingresos.

La segunda etapa comprende los años 1996 a 2006. En esta etapa se observa una reducción progresiva del déficit hasta 2004, donde el saldo comienza a ser positivo. Este superávit llega a su máximo en 2006, donde llega a representar el 2,07% del PIB de ese año. En cuanto al comportamiento de ingresos y gastos, los primeros comienzan a crecer a una tasa mayor que los gastos, manteniéndose este comportamiento a lo largo de toda la etapa. Por tanto, podemos concluir que la reducción del déficit y su transformación en superávit se debe a la reducción del ritmo de crecimiento del gasto respecto al de los ingresos.

La tercera etapa está definida por el inicio de la recesión, que comienza en 2007 y se prolonga hasta 2012. En esta etapa, el Estado vuelve a incurrir en déficit presupuestario. Ésta vez más agudizado que en la primera etapa, ya que alcanza su peor dato en el 2009, suponiendo más de un 10% del PIB; el mayor de toda la serie. En los siguientes años se mantendrá en unos niveles similares.

Pueden observarse dos etapas de crisis en los años estudiados. La primera, entre 1993 y 1995, presenta un déficit medio del 4,33% del PIB, mientras que para esta última crisis (que en el gráfico hemos acotado entre 2008 y 2012) el déficit medio ha sido del 8,96% del PIB. De modo que puede verse cómo los efectos de esta última crisis se han dejado notar más en el déficit presupuestario que la que se observa en la década de los noventa.

El comportamiento de ingresos y gastos es dispar. Como ya comentamos en el apartado de ingresos y gastos, los gastos tardan un poco más en reaccionar al ciclo que los ingresos. Esto

provoca un desfase entre ambas variables, que cuando se comienza a revertir nos conduce a la cuarta y última etapa de esta serie.

Esta etapa comienza en 2013 y discurre hasta la actualidad. Se observa cómo el déficit comienza a reducirse y cómo los ingresos vuelven a crecer a un porcentaje mayor que los gastos, a pesar de que en 2013 y 2014 experimenten variaciones negativas. Esto es un 2,46% de variación interanual media para los ingresos y un -0,49% para los gastos.

Dicho esto, puede comprobarse cómo las distintas etapas coinciden aproximadamente con los cambios de legislaturas. Así, vemos cómo la segunda etapa coincide con el primer gobierno del Partido Popular y la primera legislatura de Rodríguez Zapatero. En estos años el sector de la construcción y el mercado inmobiliario fueron el motor de la economía española. Sin embargo, en la segunda legislatura de Zapatero estallaría la burbuja inmobiliaria, derivando en una crisis en la que para estimular la economía se aumentó el gasto público (a través de acciones como el Plan E), a pesar de que los ingresos caían. En el año 2013, a raíz de los segundos presupuestos del PP, se observa una caída del gasto de más del 5% y al año siguiente una tasa negativa en torno al 0%, como resultado de los “recortes” y las políticas de austeridad.

En cuanto a la estructura del gasto, no podemos decir que haya cambiado de forma significativa a lo largo del tiempo.

Tabla 1. Partidas presupuestarias en porcentaje del total (las cuatro mayores)

	Servicios generales de las AA.PP.	Asuntos económicos	Salud	Protección social
1996	19,11%	11,35%	12,35%	32,88%
1999	16,64%	11,90%	12,84%	32,61%
2002	14,95%	12,52%	13,25%	32,80%
2005	13,26%	12,98%	14,71%	33,20%
2008	12,41%	13,14%	14,65%	33,46%
2011	13,53%	12,36%	14,12%	36,74%
2014	15,61%	10,18%	13,64%	39,41%

Fuente: (SEPG, 2017)
Elaboración propia

En esta tabla hemos reflejado las principales partidas presupuestarias, con los mismos conceptos que proporciona la SEPG. En ella observamos con claridad que la partida que más peso tiene es la de gasto social, la cual ha experimentado un incremento de casi el 20% entre 2008 y 2014. Esto se debe principalmente al aumento de las prestaciones por desempleo y programas de protección social provocado por los efectos de la crisis sobre el mercado de trabajo; el cual, como

comentaremos más adelante, ha perdido a casi el 17% de los puestos de trabajo entre 2007 y 2013.

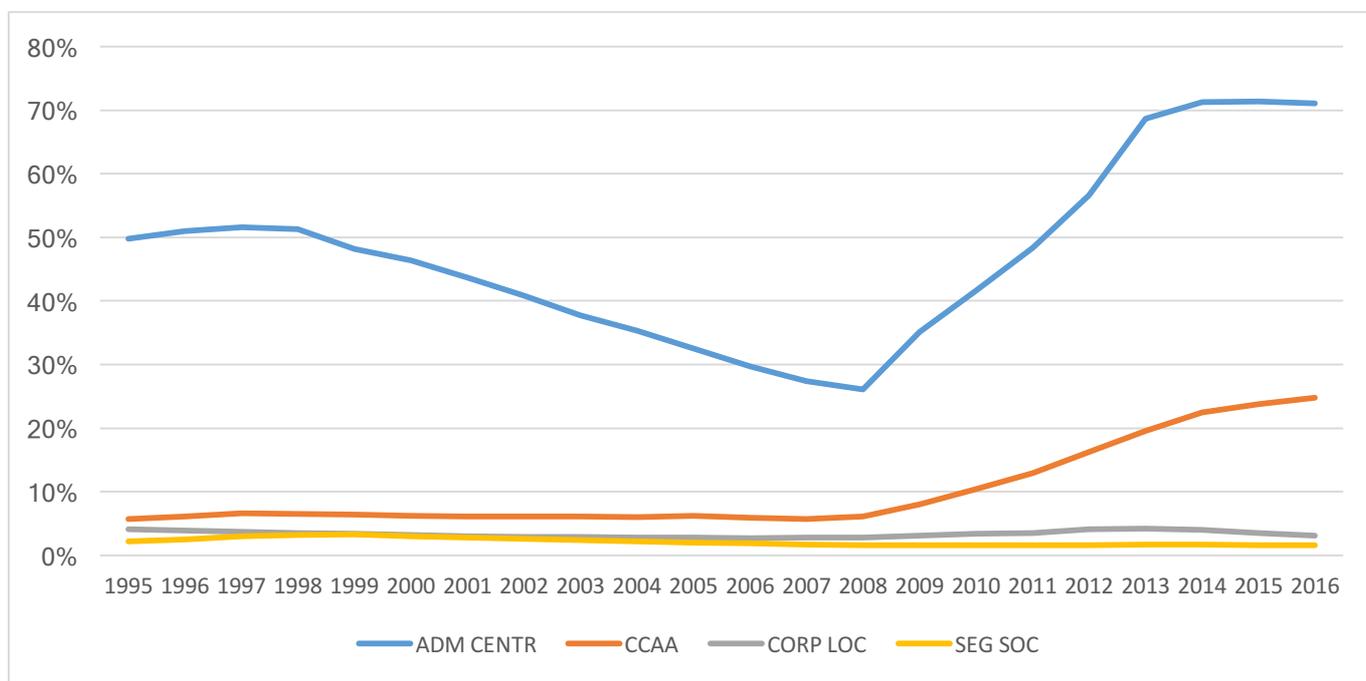
Ahora nos disponemos a realizar un breve análisis por sectores institucionales de la administración española, de tal forma que podamos identificar el origen de la deuda pública.

3.2. LA DEUDA POR SECTORES INSTITUCIONALES

3.2.1. Administración Central del Estado

Como ya hemos visto en el gráfico 1, entre 1995 y el inicio de la crisis, el Estado logró frenar el crecimiento de la deuda bruta situándola entre el 35% y el 45% de PIB. Si observamos este gráfico en el que se representa la deuda pública por sectores institucionales en porcentaje del PIB, podemos afirmar que el principal causante de dicha estabilización fue la Administración Central del Estado, quién entre 1995 y 2007 pasó de tener unas obligaciones financieras que representaban la mitad del PIB, a un 25%. Observando al resto de elementos que componen el Sector Público, vemos cómo no han tenido un impacto significativo en el comportamiento de la deuda en ese periodo.

Gráfico 6. Deuda del Sector Público en porcentaje del PIB, desagregada por sectores institucionales (1995-2016)



Fuente: (Banco de España, 2017 A)
Elaboración propia

Observando diversas variables a lo largo de este trabajo, hemos observado que es en 2007 cuando se rompe la dinámica existente hasta el momento, y los niveles de deuda comienzan a

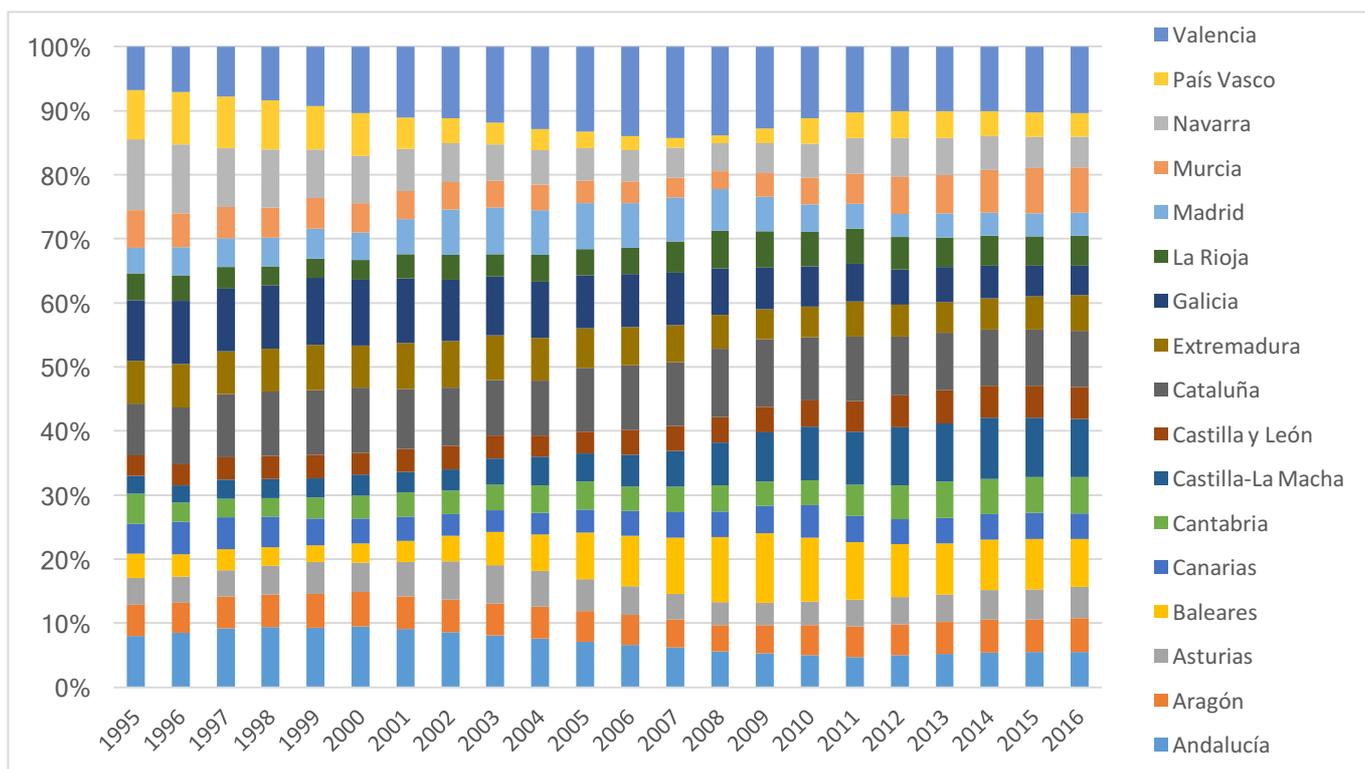
incrementarse. Si bien la Administración Central había hecho un esfuerzo por reducir la deuda, a partir de esta fecha clave, ve cómo se incrementa hasta el 70% del PIB.

Es por esto, por lo que se observa que el inicio de la crisis afecta al Sector Público de forma significativa, pero asimétrica. Esto es porque tiene un efecto mucho mayor sobre la Administración Central del Estado y las Comunidades Autónomas que sobre el resto.

3.2.2. Comunidades Autónomas

En el gráfico anterior observamos cómo, a pesar de no experimentar prácticamente ninguna variación significativa en las tenencias de deuda, las Comunidades Autónomas quintuplican sus obligaciones financieras entre 2008 y 2016. Por tanto, entendemos que las Comunidades Autónomas son un elemento importante para la comprensión de cómo la crisis ha afectado al Sector Público.

Gráfico 7. Deuda, en porcentaje del total, de las Comunidades Autónomas (1995-2016)



Fuente: (Banco de España, 2017 A)
Elaboración propia

Las comunidades con una mayor deuda en porcentaje del PIB media a lo largo del periodo son Valencia, Cataluña y Castilla la Mancha con un 16,5%, 14,53% y 11,23%, respectivamente. Este problema puede estar explicado por partidas de gasto estructurales como la de sanidad, las cuales son susceptibles a pocos cambios. Por citar un ejemplo, el gasto de la Comunidad Valenciana en

sanidad en el año 2014 fue de 5,37 miles de millones de euros, mientras que el presupuesto total de la Comunidad Autónoma para ese año fue de 16,03 miles de millones, es decir, casi 1/3 del presupuesto de ese año fue destinado a sanidad (Generalitat Valenciana, 2013). Como este gasto es poco susceptible a cambios, la disminución de ingresos de las CCAA tuvo que compensarse con la emisión de deuda para poder financiar el gasto.

Por todo esto, podemos concluir que los niveles de deuda que ha mantenido el Estado Español vienen explicados por el déficit crónico que experimenta la Administración Española, lo cual supone un gran lastre al cual no se le pone remedio.

4. LA DEUDA DEL SECTOR PRIVADO

Tras analizar el sector público nos disponemos a analizar el sector privado. Sin embargo, teniendo en cuenta que la crisis de la que aún continuamos recuperándonos está estrechamente relacionada con las hipotecas y el mercado inmobiliario, creemos conveniente centrarnos en los hogares y en los componentes de su deuda. De este modo, realizaremos un análisis menos exhaustivo no solo de las empresas no financieras sino también de las financieras y completar así el análisis por sector.

4.1. EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES: DETERMINANTES Y POTENCIALES REPERCUSIONES SOBRE EL CRECIMIENTO

Comenzamos estudiando el caso particular del comportamiento de los hogares españoles, centrándonos en el periodo comprendido desde la década de los noventa hasta la actualidad. Hemos escogido este periodo porque creemos que es el que presenta una mayor relevancia para nuestro estudio, ya que es entonces cuando acontece el fenómeno de la burbuja inmobiliaria, y es el mismo en el que hemos encontrado altos niveles de deuda privada coexistiendo con un holgado crecimiento del PIB durante casi tres lustros.

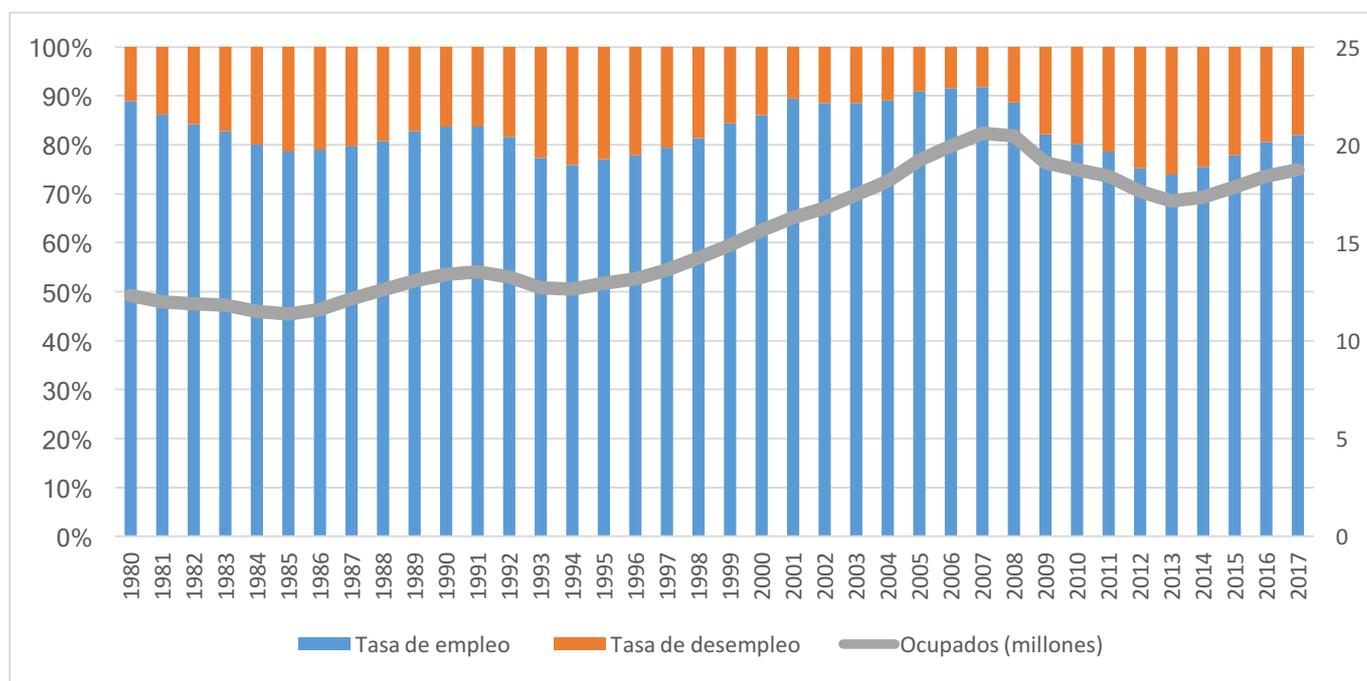
En primer lugar, analizaremos cuál era la situación del mercado de trabajo español, para hacernos una idea de la capacidad de gasto y endeudamiento de los hogares españoles. Esto lo haremos teniendo en especial consideración al sector de la construcción, ya que fue el más afectado por la crisis de 2007. Y luego, atenderemos al endeudamiento de los hogares, y al destino de dicha deuda mediante el análisis de los datos de la Encuesta Financiera de las Familias.

4.1.1. Evolución del mercado laboral

Como se observa en las gráficas 8 y 9, el mercado de trabajo español seguía una tendencia de crecimiento sólida. Ejemplo de esto es el periodo 1994-2007, en el que casi se duplica el número de ocupados en la economía.

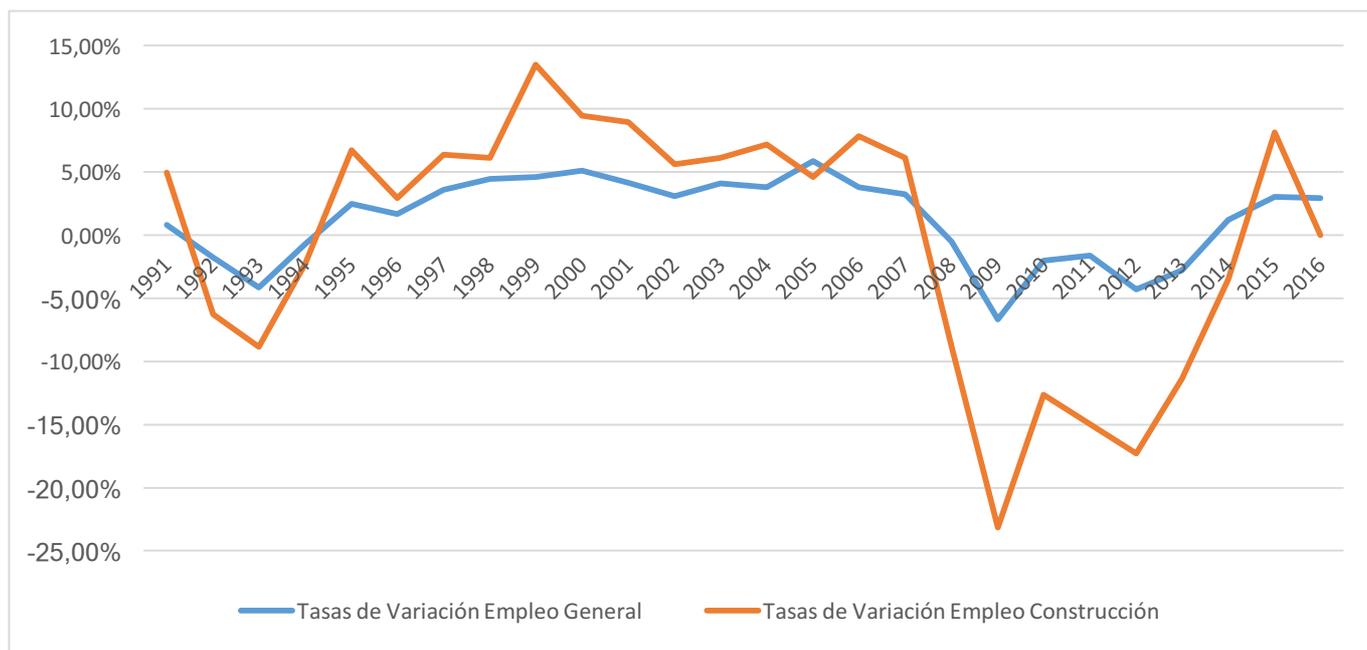
Es a mediados de la década de los 80 cuando podemos observar que la economía se ha recuperado de las crisis del petróleo, y esto se refleja en la cantidad de empleos que se crean. Una etapa de especial relevancia, como comentamos antes, es la comprendida entre 1994 y el inicio de la crisis actual, en la que vemos cómo la tendencia es claramente alcista. Esto es uno de los factores que explican el crecimiento del PIB a lo largo del mismo periodo. Al existir cada vez menos desempleo, los hogares podían gastar más, o como veremos a continuación, pedir préstamos a las entidades de crédito para financiar consumo e inversión. Y para el caso particular de la construcción, observamos cómo las tasas de crecimiento del empleo en el sector son superiores a la media, lo que nos da una pista de la importancia del sector en el conjunto de la economía. Con el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2007 vemos cómo la tendencia se revierte y comienzan a desaparecer puestos de trabajo, y en especial en el sector de la construcción.

Gráfico 8. Tasas de empleo y desempleo, y total de ocupados (en millones de personas) (1980-2017)



Fuente: (FMI, 2017)
Elaboración propia

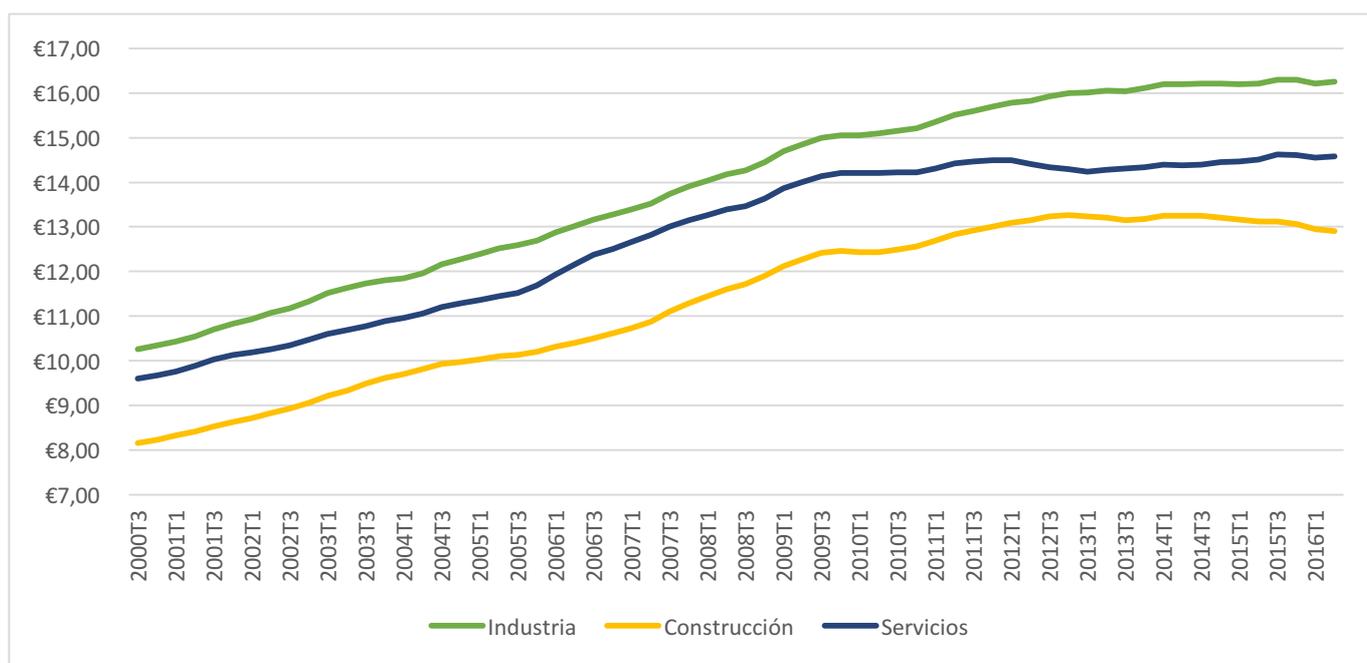
Gráfico 9. Empleo total y sector de la construcción (1991-2016)



Fuente: (FMI, 2017), (Ministerio de Fomento, 2017)
Elaboración propia

Para observar el verdadero impacto del incremento en las tasas de desempleo sobre la riqueza de las familias podemos atender al coste salarial total por hora. De esta forma podremos saber si el deterioro de las rentas familiares son una consecuencia del incremento en las tasas de desempleo, o también viene explicado por una mayor precariedad laboral.

Gráfico 10. Coste salarial total por hora (en euros) (tendencia) (2000-2016)



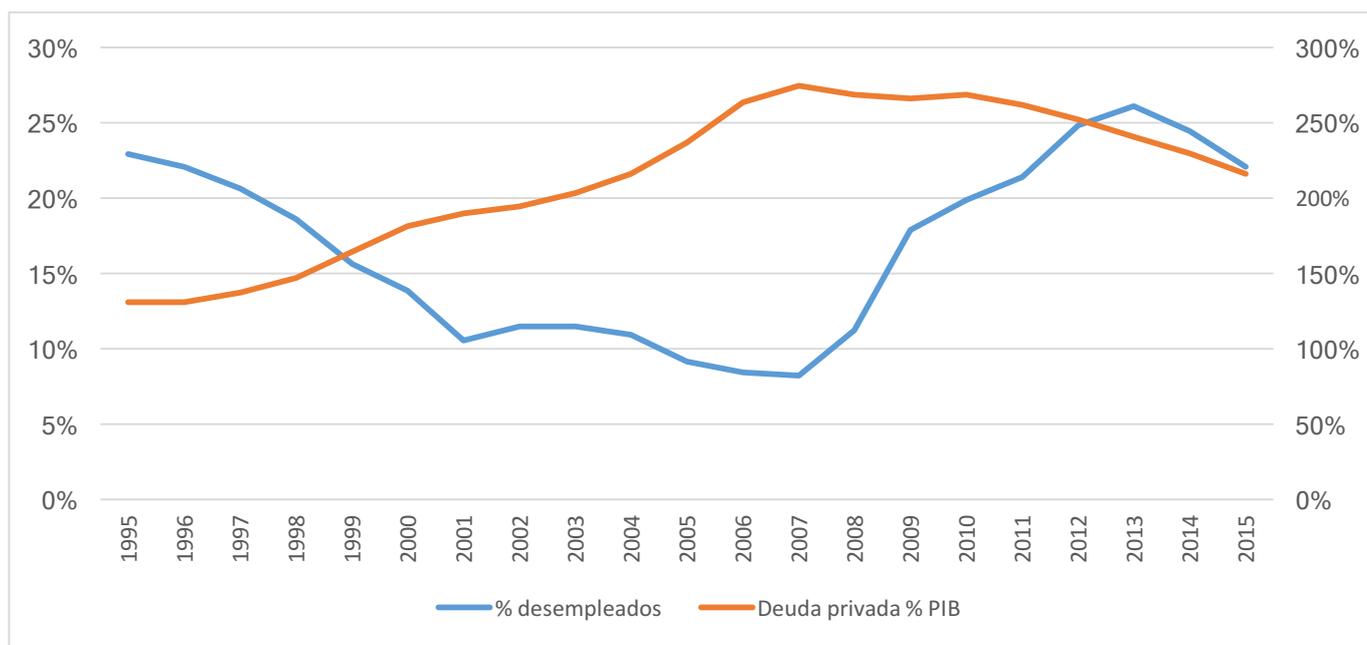
Fuente: (INE, 2017)
Elaboración propia

Observando la tendencia de la serie trimestral desde el primer trimestre del año 2000 hasta el del 2016, observamos un comportamiento creciente con una variación trimestral media del 0,72% para el sector de la industria, un 0,76% para la construcción y un 0,67% para los servicios. Comparando estas tasas con las correspondientes al periodo 2000-2007 vemos como se produce una ralentización tras la crisis. Dichas tasas son del 1,06%, 1,1% y 1,14%, en el mismo orden que fueron presentadas antes. El efecto más dramático lo sufrió el sector servicios, el cual ve como su tasa de variación media para el siguiente periodo cae hasta el 0,23%. Esto representa aproximadamente 1/5 del ritmo del crecimiento del periodo anterior. Es por esto, por lo que podemos deducir que la capacidad de gasto y ahorro de los hogares se ve mermada por la escasez de trabajo, y la precariedad del existente.

4.1.2. El endeudamiento de los hogares

Para el caso de la financiación de los hogares se observa cómo durante el periodo en el que las tasas de desempleo fueron más bajas, el sector privado incrementó considerablemente la cantidad de deuda contraída. Por tanto, este incremento de los préstamos de las entidades bancarias hacia dicho sector podría estar justificado por la buena situación en la que se encontraban las familias en aquel momento. Al existir un número menor de desempleados, las familias tenían un mayor poder adquisitivo y sus expectativas de ingresos a largo plazo permitían un mayor consumo y un mayor gasto en inversión, especialmente en el sector inmobiliario.

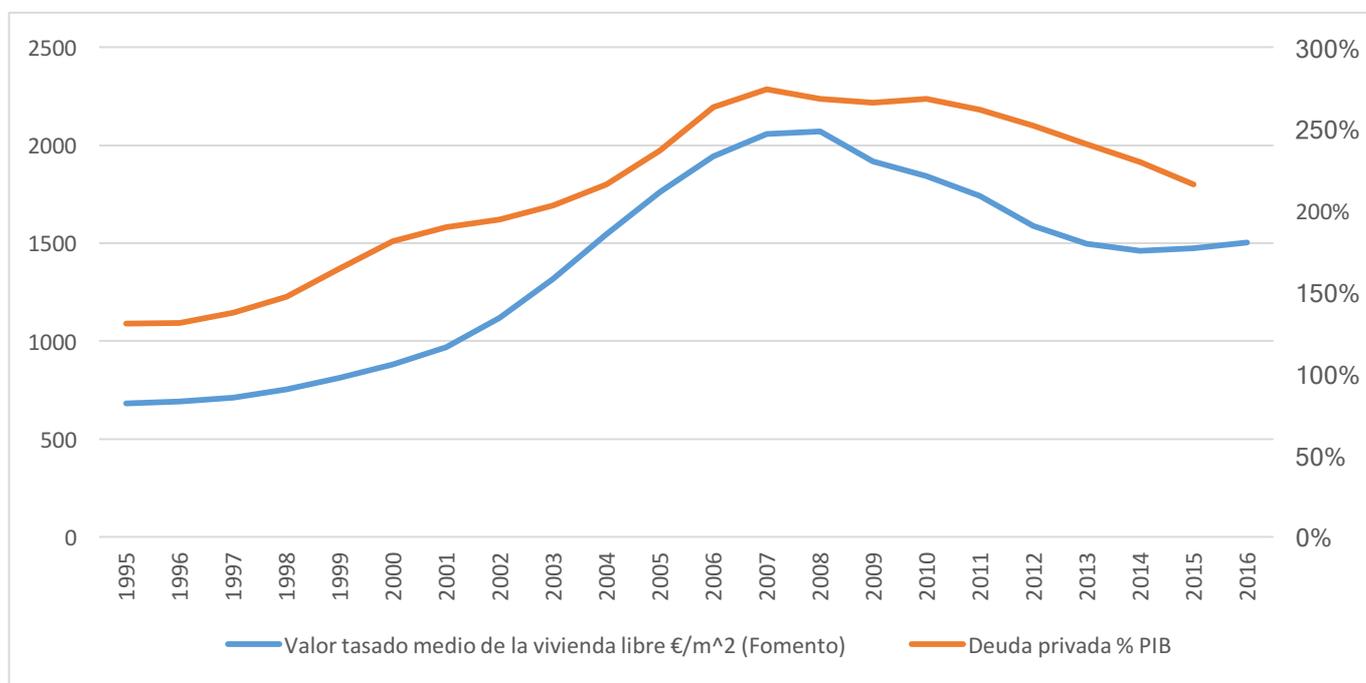
Gráfico 11. Tasa de desempleo y deuda privada en porcentaje del PIB (1995-2015)



Fuente: (FMI, 2017), (OCDE, 2017)
Elaboración propia

Con la intención de descubrir el destino de las rentas de los hogares españoles, hemos tomado como indicadores el volumen de deuda privada y el precio de la vivienda, y nos disponemos a observar cómo es la relación entre ambas variables.

Gráfico 12. Valor de la vivienda libre y deuda privada en porcentaje del PIB (1995-2016)



Fuente: (Ministerio de Fomento, 2017), (OCDE, 2017)
Elaboración propia

Si calculamos el Coeficiente de Correlación de Pearson entre el valor de la vivienda libre y la deuda privada en porcentaje del PIB, obtenemos como resultado $r = 0,97$; lo cual es un nivel de correlación de casi el 100%. El motivo de la existencia de un nivel de correlación tan alto son las expectativas de los inversores en relación al mercado inmobiliario. Como el precio de la vivienda no paraba de subir, la adquisición de un inmueble era una inversión segura; ejemplo de esto es que entre 2001 y 2002 el precio de la vivienda se incrementó en aproximadamente un 15%.

Esto es fácilmente apreciable a simple vista si observamos cómo a medida que el precio de la vivienda sube, la deuda privada lo hace a la par; y en el año 2007, cuando pincha la burbuja, el precio de la vivienda cae, y las familias ya no solicitan más préstamos. Ésta caída en la solicitud de préstamos viene explicada no solo por el desvanecimiento de las expectativas de los inversores, sino también por la gran destrucción de empleo, lo que eliminaba la capacidad de los hogares de adquirir una vivienda.

Con objeto de ahondar un poco más en la explicación del destino del ahorro de los hogares, presentaremos los datos de la Encuesta Financiera de las Familias; elaborada por el Banco de

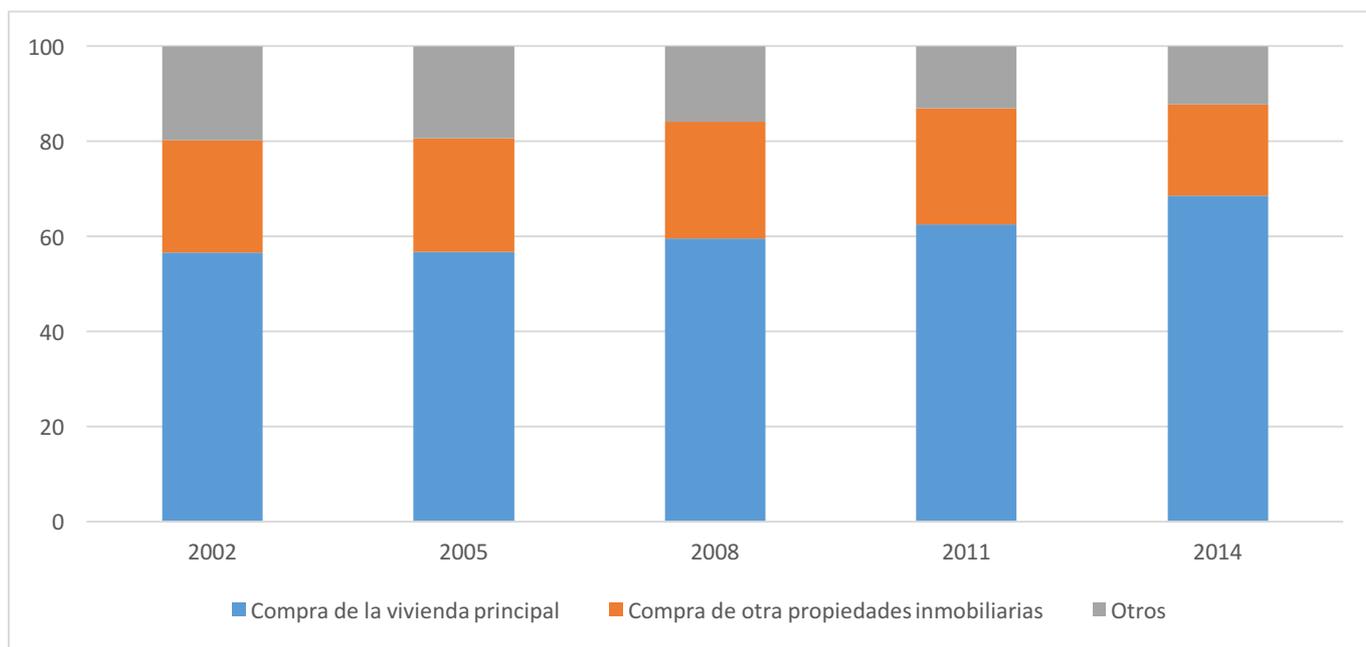
España, quien la define como: “una encuesta oficial del Banco de España incluida en el Plan Estadístico Nacional que se viene realizando desde el año 2002 con el fin de obtener información directa sobre las condiciones financieras de las familias españolas.” (Banco de España, 2017 B)

4.1.2.1. La composición de la deuda

Según la encuesta, la deuda de los hogares está compuesta principalmente por la compra de la vivienda principal. Así, en el año 2002, en pleno proceso de crecimiento de la burbuja, este concepto suponía el 56,6% de la deuda de los hogares. Para la última encuesta publicada (la de 2014) este dato se eleva hasta el 68,6%.

Tras la compra de la vivienda principal, la otra partida con más peso es la compra de otras propiedades inmobiliarias. Este concepto suponía el 23,6 % de la deuda de los hogares en el 2002, alcanzando un máximo del 24,6% en 2008. Sin embargo, en el año 2014 alcanza el valor mínimo de 19,2%, que es el valor más bajo de toda la serie. Esta disminución se explica por la erosión de la capacidad de endeudamiento de los hogares en 2007, los cuales podían acceder a préstamos para segundas viviendas mientras el mercado laboral generaba mayores expectativas de ingresos en etapas previas a la crisis.

Gráfico 13. Distribución de la deuda de los hogares



Fuente: (Banco de España, 2017 A)
Elaboración propia

Por otro lado, las ratios de endeudamiento de las familias también han crecido. Así, los pagos por deuda han pasado de suponer más de un 15,2% de la renta anual del hogar al menos para la

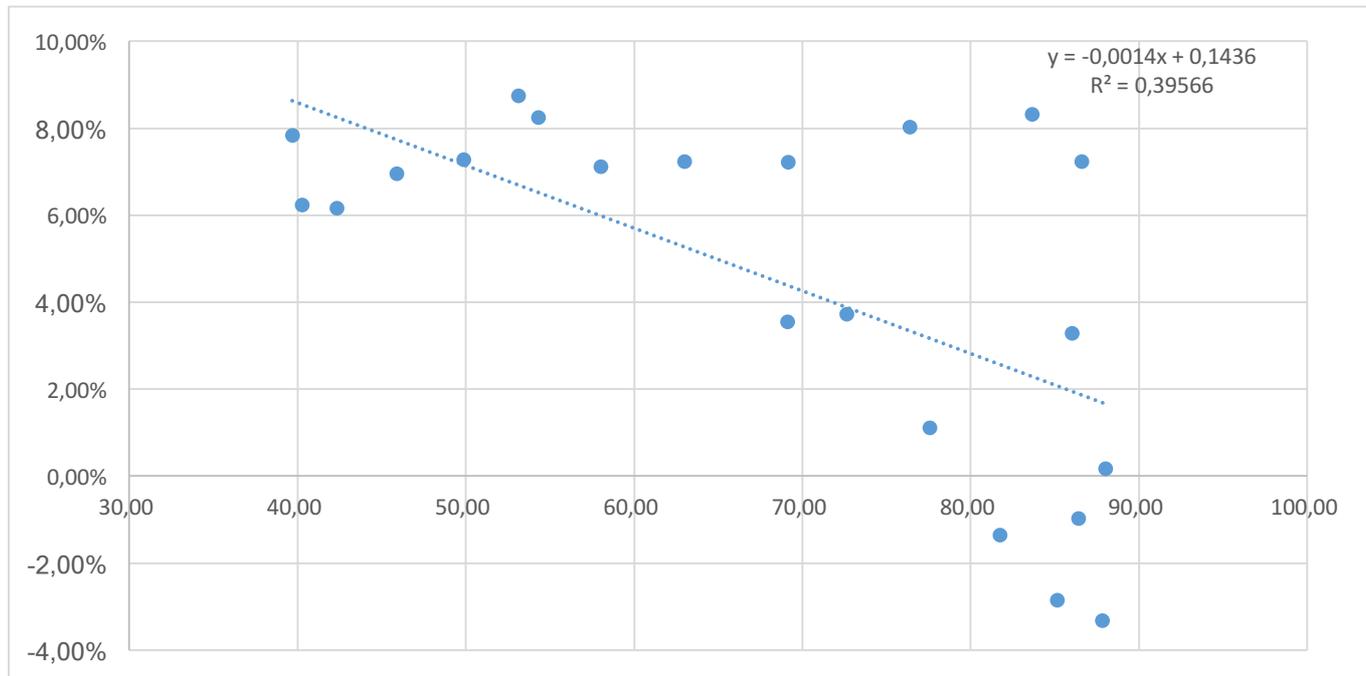
mitad de las familias en el año 2002, al 18,1% en el 2014. De forma más evidente, el porcentaje de hogares para los que esta ratio es superior al 40 % ha pasado de ser el 7,2% al 14,2%.

Así mismo, en el año 2002, la mitad de las familias españolas tenían una deuda que suponía más del 73,3% de su renta anual. En 2014 este dato era del 152,1%. Análogamente, el porcentaje de hogares cuya deuda triplica su renta anual ha pasado del 8,5% en el año 2002 al 29,6% en el 2014.

En cuanto a la renta, esta se mantuvo creciente en términos nominales hasta 2011. Sin embargo, si analizamos los datos en euros constantes, vemos cómo de la EFF de 2005 a la de 2008 se ha pasado de una renta media de 36.400€ a una de 35.800€ (euros del año 2011). Si tomamos los datos de la EFF de 2014 también podemos observar una caída en términos nominales de unos 4.700€ respecto a 2011. En términos reales, pasamos de una renta de 36.100€ en 2008 a una de 30.400€ en 2014. Esto supone una caída del 15,79%.

Teniendo estos datos en cuenta hemos realizado una regresión para analizar de qué manera ha influido el endeudamiento de los hogares españoles en el crecimiento del PIB

Gráfico 14. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de endeudamiento de los hogares y las ISFLSH respecto al PIB (eje de abscisas)



Fuente: (OCDE, 2017)
Elaboración propia

Tal y como puede observarse en el gráfico 14, el efecto del endeudamiento de los hogares sobre el PIB es, a priori, negativo. Sin embargo, si atendemos a las tasas de endeudamiento más altas

podemos comprobar que en esos casos el PIB se ha comportado de formas muy diferentes: desde tasas de crecimiento negativo hasta tasas positivas superiores al 8 % (de las más altas observadas en la serie).

Tabla 2. Nivel de endeudamiento de los hogares y tasa de crecimiento interanual del PIB

	Deuda de los Hogares y las ISFLSH como porcentaje del PIB	Tasa de crecimiento nominal interanual del PIB
2006	83,66%	8,32%
2007	86,62%	7,23%
2008	86,04%	3,28%
2009	87,83%	-3,33%
2010	88,04%	0,17%
2011	86,43%	-0,97%
2012	85,17%	-2,86%
2013	81,76%	-1,36%

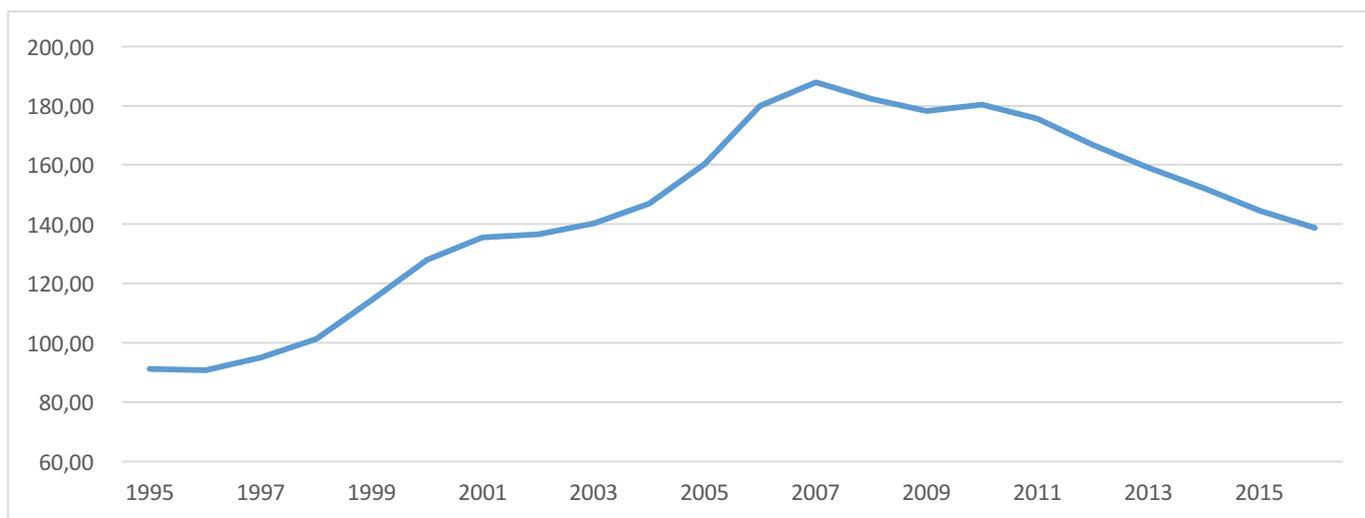
Fuente: (OCDE, 2017)
Elaboración propia

Si analizamos particularmente aquellos pares de datos donde la tasa de endeudamiento de los hogares respecto al PIB es superior al 80% nos encontramos con que todos ellos se sitúan en el periodo 2006-2013. Concretamente, aquellos donde la tasa de crecimiento interanual del PIB es mayor son los de 2006 y 2007. Esto es una evidencia de cómo el estallido de la burbuja inmobiliaria hace que la deuda que estaba invertida en activos que hasta ese momento eran rentables (viviendas y otros activos inmobiliarios) empiece a lastrar el crecimiento al empezar a perder valor esos activos. De este modo se demuestra que no es el endeudamiento en sí mismo lo que hace frenar el crecimiento del PIB, sino que esta deuda esté invertida en activos poco o nada rentables.

4.2. EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

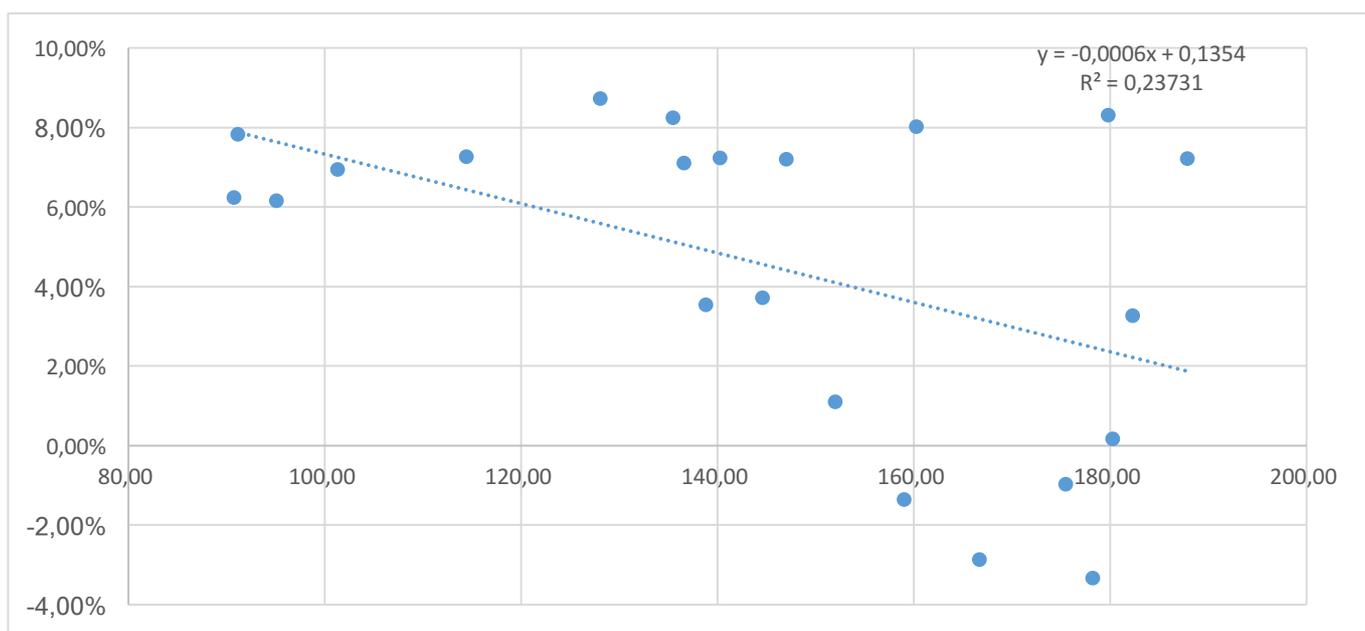
Por su parte, las empresas no financieras experimentan cambios similares a los hogares, que a partir de la crisis hacen un esfuerzo por sanear sus balances (Carrascal & Tello, 2014). Esto puede comprobarse en el gráfico 15, donde el endeudamiento de las empresas respecto al PIB comienza a descender, tendencia que continúa hasta la fecha.

Gráfico 15. Tasa de endeudamiento de las empresas no financieras respecto al PIB en tanto por ciento



Fuente: (OCDE, 2017)
Elaboración propia

Gráfico 16. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de endeudamiento de las empresas no financieras en relación al PIB (eje de abscisas)



Fuente: (OCDE, 2017)
Elaboración propia

Por último, en el gráfico 16 podemos comprobar que la relación entre el crecimiento del PIB y el endeudamiento de las empresas es también negativa. Al igual que observábamos en los hogares, para las tasas más altas de endeudamiento, la evolución del PIB presenta tanto tasas de crecimiento negativas como tasas de crecimiento altas. Sin embargo, este modelo solo explicaría el 23,73% de la variabilidad del crecimiento del PIB, lo cual es un resultado poco significativo.

5. CONCLUSIONES

A raíz de la última crisis financiera, la economía española ha experimentado la mayor recesión desde el inicio de la democracia. La recesión económica que se vive en España en esos años tuvo un efecto inmediato, y prolongado, en las ratios de deuda y déficit de las administraciones públicas, lo que supuso un cambio drástico con respecto a los niveles alcanzados durante el período de expansión anterior. De ese modo, el importante deterioro que se registran en las finanzas públicas en la mayoría de los países europeos atrajo la atención de numerosos investigadores, que se han ocupado de estudiar la relación entre los niveles de deuda y el PIB. Es por esto, por lo que hemos decidido centrar nuestro estudio de la economía española en la evolución de las variables mencionadas. En nuestro trabajo hemos calculado el coeficiente de determinación entre las tasas de crecimiento del PIB y los niveles de endeudamiento de la economía española con la finalidad de hacernos una idea de en qué medida el endeudamiento puede explicar la evolución del PIB. A continuación, hemos creído conveniente realizar un análisis del sector público y el sector privado por separado, lo cual nos ha permitido conocer mejor la estructura de la deuda y los factores que afectan a su volumen.

De los resultados obtenidos en nuestro trabajo, podríamos destacar varios hechos. En primer lugar, se observa un periodo de crecimiento del PIB (1995-2007) acompañado de un creciente endeudamiento de la economía, lo que no va en consonancia con la tesis de que altos niveles de endeudamiento lastran el crecimiento de la economía. En segundo lugar, hemos comprobado que la adquisición de la vivienda principal y otras inversiones inmobiliarias han ido ganando peso en la composición de la deuda de las familias durante todo el periodo analizado. En último lugar, comprobamos cómo a partir de 2007 (cuando “pincha” la burbuja inmobiliaria) esas elevadas tasas de endeudamiento comienzan a verse acompañadas de variaciones negativas del PIB. Por todo esto, hemos advertido la posibilidad de que sea la composición de la deuda lo que realmente compromete el potencial de crecimiento de la economía, y no necesariamente su volumen. Con ello no tratamos de contradecir las tesis que afirman que unos niveles de endeudamiento elevados afectan negativamente al crecimiento del PIB. Más bien, pretendemos apuntar a que es el elevado endeudamiento en inversiones improductivas lo que puede llegar a ralentizar o incluso acabar con el crecimiento de la economía.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España. (2017), "Boletín Estadístico", Recuperado el 20 de abril de 2017, de www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest.html
- Banco de España. (2017), "Encuesta Financiera de las Familias", Recuperado el 22 de mayo de 2017, de http://www.bde.es/bde/es/areas/estadis/Otras_estadistic/Encuesta_Financi/
- Berges, A. y Baliña, S. (2015), "El mapa de la deuda en España: ¿quién debe a quién?", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 244, págs. 23-32.
- Carrascal, C. M., & Tello, P. (2014), "El Endeudamiento de la Economía Española", *Análisis Financiero*, núm. 126, págs. 69-102.
- Estrada, A., Jimeno, J. F. y Malo de Molina, J. L. (2009), *La economía española en la UEM: los diez primeros años*. Banco de España, Documentos Ocasionales núm. 0901.
- Feito, J. L. (2012), "La sostenibilidad de la deuda pública y privada española: una visión macroeconómica", en F. Fernández Méndez de Andes (dir.), *La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o del euro?*, págs. 143-149. Fundación de Estudios Financieros, Madrid.
- FMI. (2017), "World Economic Outlook October 2016", Recuperado el 5 de abril de 2017, de www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/
- Generalitat Valenciana. (2013), "Presupuestos Anuales de la Comunidad", Recuperado el 20 de abril de 2017 de <http://www.hisenda.gva.es/web/presupuestos/hacienda-presupuestosanteriores>
- Heredero, D. M. y García, A. C. (2012), "La crisis de la deuda soberana europea: una visión general", en: F. Fernández Méndez de Andes (dir.), *La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o del euro?*, págs. 95-105, Fundación de Estudios Financieros, Madrid.
- INE. (2017), "Encuesta trimestral de coste laboral", Recuperado el 26 de mayo de 2017, de <http://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=11219&L=0>
- Malo de Molina, J. L. (2005), *Una larga fase de expansión de la economía española*. Banco de España, Documentos Ocasionales núm. 0505.
- Ministerio de Fomento. (2017), "Estadísticas de Valor Tasado de la Vivienda", Recuperado el 20 de abril de 2017, de <http://www.fomento.gob.es/BE2/?nivel=2&orden=35000000>

OCDE. (2017), "Better Policies For Better Lives", Recuperado el 18 de abril de 2017, de stats.oecd.org

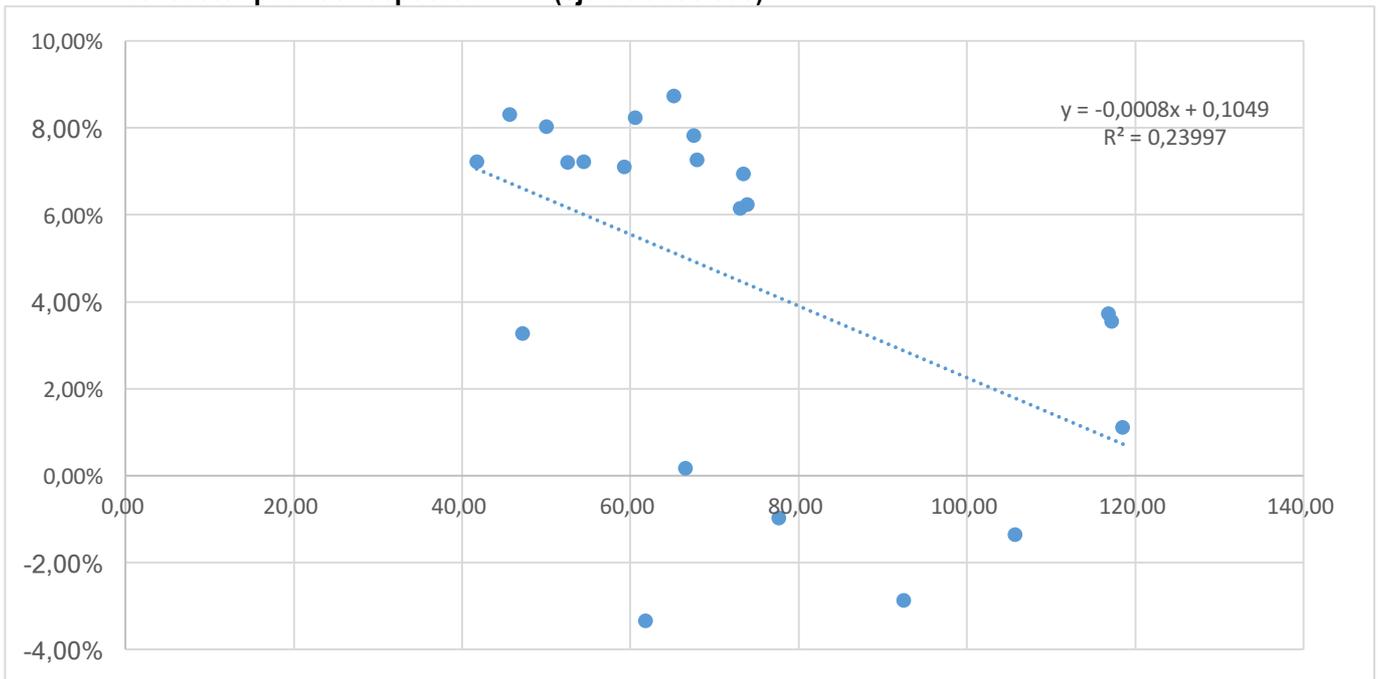
Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010), Growth in a Time of Debt, Working paper 15639, NBER.

Sánchez, C. (2013), La insostenible evolución de la deuda de la economía española. ATTAC Madrid.

SEPG. (2017), "Presupuestos Generales del Estado", Recuperado el 1 de mayo de 2017, de <http://www.sepg.pap.minhfp.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/PresupuestosEjerciciosAnteriores/Paginas/PresupuestosEjerciciosAnteriores.aspx>

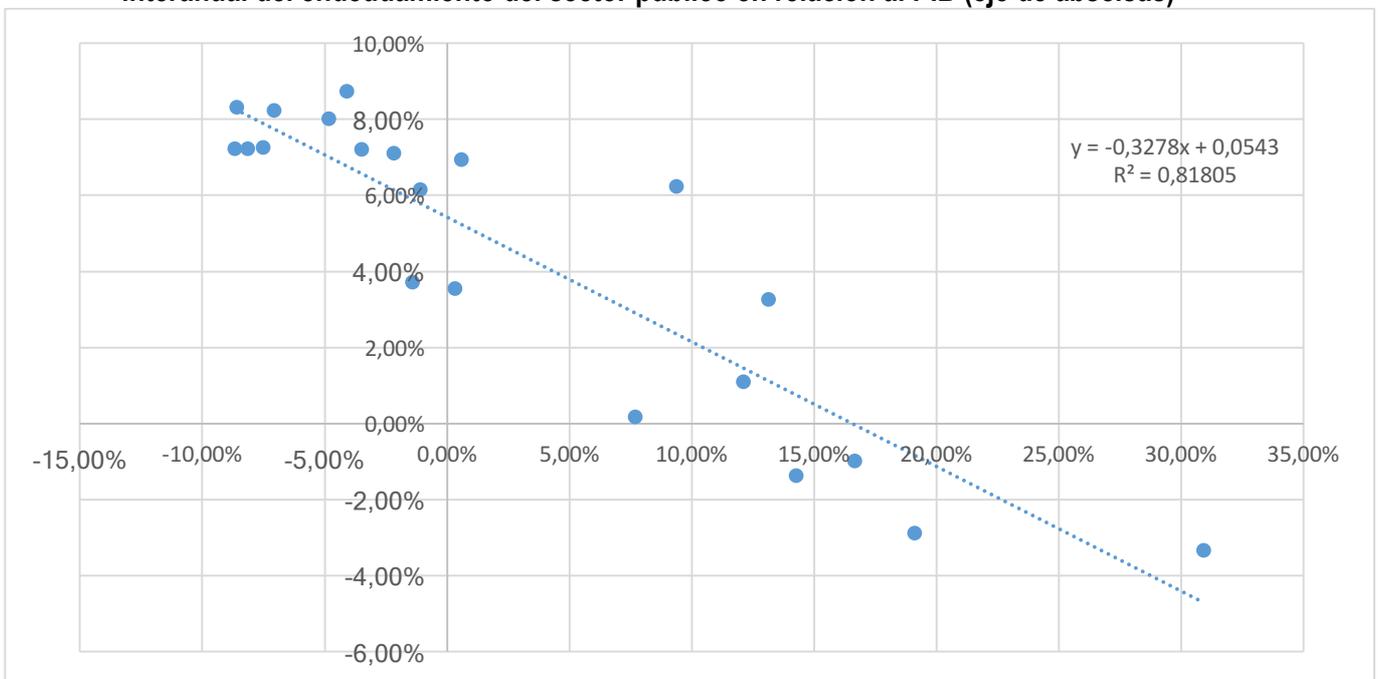
7. ANEXO

Anexo 1. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de endeudamiento del sector público respecto al PIB (eje de abscisas)



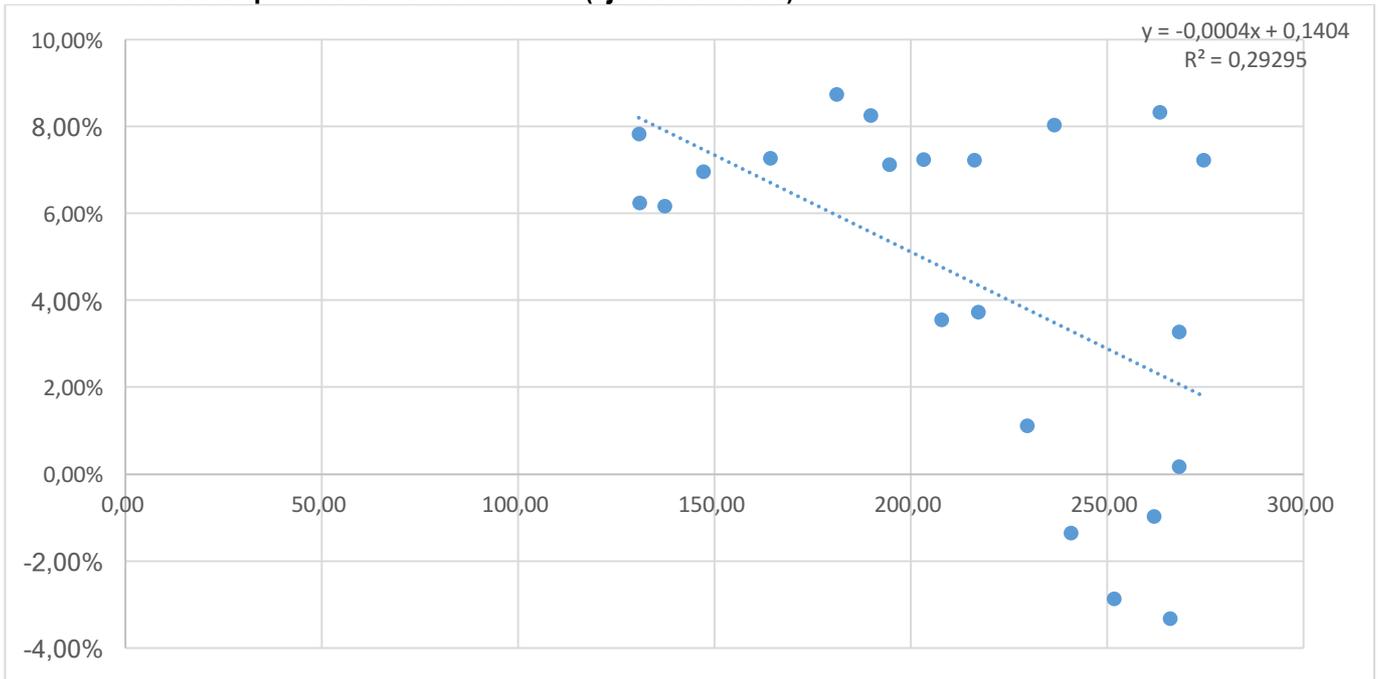
Fuente: (OCDE, 2017)
Elaboración propia

Anexo 2. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de variación interanual del endeudamiento del sector público en relación al PIB (eje de abscisas)



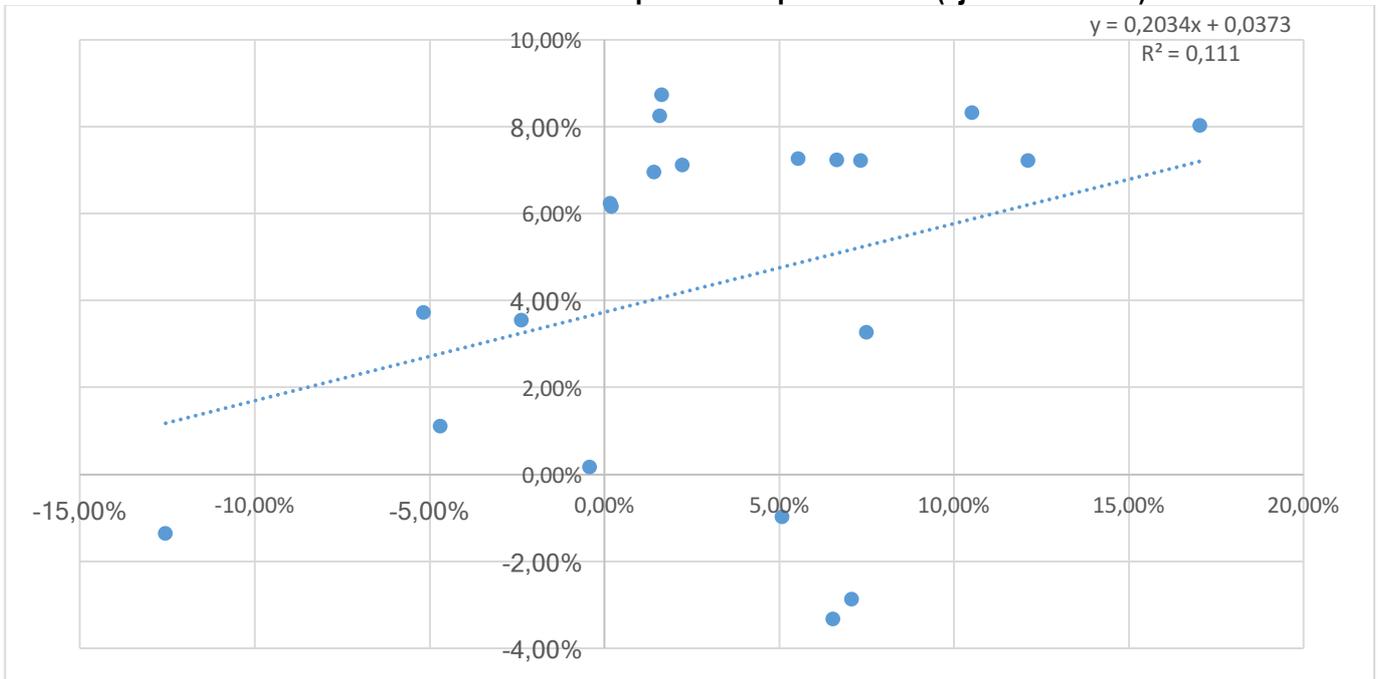
Fuente: (OCDE, 2017)
Elaboración propia

Anexo 3. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa del endeudamiento del sector privado en relación al PIB (eje de abscisas)



Fuente: (FMI, 2017)
Elaboración propia

Anexo 4. Tasa de variación interanual del PIB (eje de ordenadas) y tasa de variación interanual del endeudamiento del sector privado respecto al PIB (eje de abscisas)



Fuente: (FMI, 2017)
Elaboración propia