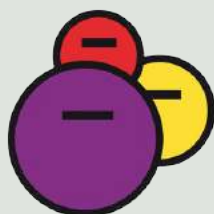
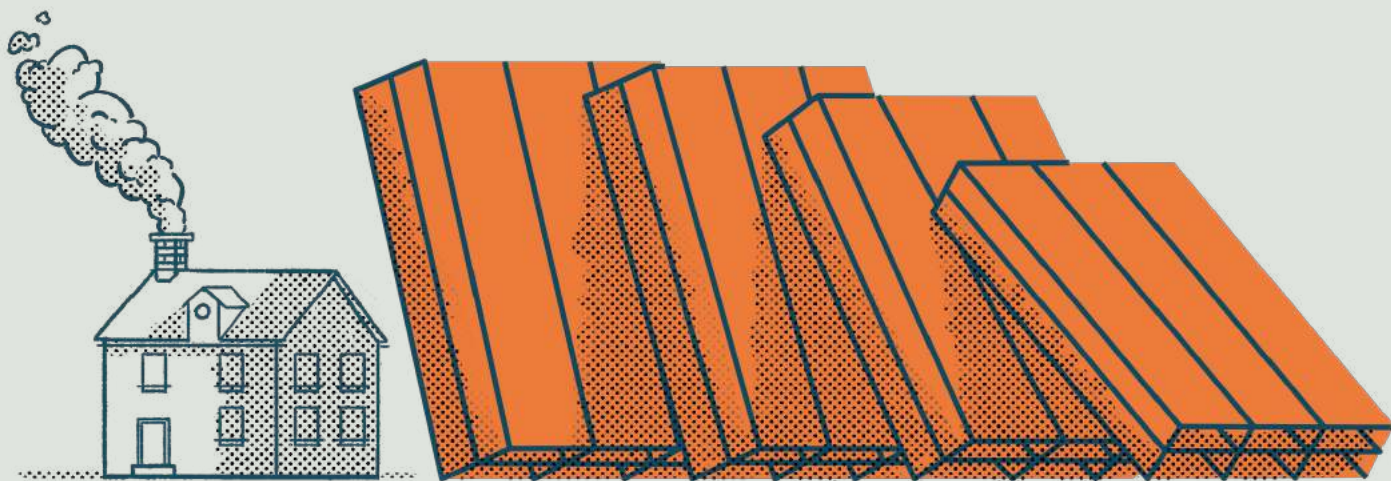


ESTUDIO SOBRE LOS FACTORES DE SOBREENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS



ADICAE

Asociación de Usuarios de
Bancos, Cajas y Seguros

ÍNDICE

PRESENTACIÓN DEL PRESIDENTE DE ADICAE	4
1. INTRODUCCIÓN	6
2. DEUDA DE LAS FAMILIAS Y FINANCIARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA	8
2.1. La “Financiarización” de la Economía Global.	9
2.2. Financiarización de Empresas y Familias.	10
3. ORIGEN Y BOOM DEL SOBREENDEUDAMIENTO FAMILIAR	11
3.1. La Deuda en Período de Entrada en el Euro (1996-2001).	11
3.1.1. La Deuda de las Familias 1996-2001: las Bases del Sobreendeudamiento.	14
3.2. La Deuda en Período del Boom Inmobiliario (2002-2007).	17
3.2.1. El Sobreendeudamiento de las Familias: 2002-2007.	21
3.3. Un Marco Teórico para Anticipar la Crisis de Sobreendeudamiento.	24
4. LA DEUDA DE LAS FAMILIAS DESDE 2008. SITUACIÓN ACTUAL	28
4.1. La Deuda Durante la Gran Recesión (2008-2014).	28
4.1.1. El Desapalancamiento de las Familias durante la Gran Recesión.	31
4.2. El Papel de la Deuda Privada Durante la Gran Recesión.	34
4.2.1. Propuestas Genéricas para Limitar la Deuda.	35
4.2.2. Propuestas para Aliviar la Deuda de Familias y Empresas.	36
4.3. La Deuda desde la Frágil Recuperación (2015-2019) hasta la Covid19.	37
4.3.1. El Covid 19 y su Impacto en la Deuda Pública.	40
4.3.2. La Deuda de las Familias desde 2015 hasta la Covid19.	43
4.4. Covid19: Reestructuración de la Deuda de Familias y Empresas.	46
5. DEUDA, RIQUEZA, RENTA Y CONSUMO DE LAS FAMILIAS	48
5.1. Marco teórico.	48
5.2. Base de Datos.	50
5.2.1. Variables Utilizadas	51
5.3. Modelo Empírico.	53
5.3.1. Análisis de los Resultados Obtenidos.	54
6. CONCLUSIONES	57
7. BIBLIOGRAFÍA	59

Juan Laborda Herrero.
Prof. asoc. Economía Financiera UC3M.

Cristina Gálvez Suárez.
Prof. Titular Econometría UAH.

Coordina: Mario Manjón Rosado.

Edita: ADICAE Asociación de usuarios de bancos, cajas y seguros.

DL: Z 1655-2020.

PRESENTACIÓN DEL PRESIDENTE DE ADICAE

El concepto de “sobreendeudamiento” fue un término que modestamente podemos atribuir su difusión en España a ADICAE. Hace más de 20 años, en el final del siglo XX ante el crecimiento desorbitado de los préstamos hipotecarios de vivienda, ADICAE comenzó a hablar del sobreendeudamiento de los consumidores como un grave peligro, como una palabra que aportaba connotaciones que “endeudamiento”. Sobreendeudamiento era una palabra nueva, que molestaba a las entidades bancarias y crediticias porque son precisamente ellas, podríamos decir, los profesionales del sobreendeudamiento. ADICAE promovió dicho concepto con diversas publicaciones algunas de las cuales datan del año 2002. Nos convertimos en paladines de la prevención y defensa de los consumidores frente al sobreendeudamiento, haciendo alusión a las deudas incontroladas que pueden tener los consumidores en general, es decir, en la economía de las familias con una visión positiva y crítica de prevención.

En este código QR se pueden encontrar las publicaciones:



Hemos repetido en muchas ocasiones como ejemplo de un endeudamiento razonable el famoso mantra popular de “deudas tengas y las pagues” pero siempre desde un punto de vista responsable y sin abusos por ninguna de las partes implicadas. Volviendo al concepto de sobreendeudamiento, se puede apuntar, que el problema deriva cuando los consumidores empezaron a tener deudas de todo tipo no soportables, principalmente de la vivienda y la hipoteca. Es ahí donde viene la palabra sobreendeudamiento, a la medida en relación a un endeudamiento insoportable, al que no se puede hacer un cumplimiento, un endeudamiento absolutamente negativo. Pues bien, esa palabra que había sido casi abandonada, entre la anterior crisis financiera y esta enorme crisis sanitaria pero también económica causada por el Covid-19 que se nos viene encima, ha vuelto de nuevo a la máxima y lamentable actualidad, tanto para la nueva pobreza generada por la pandemia del Coronavirus, como para millones de familias que lograron pagar sus hipotecas con muchos sacrificios desde la anterior crisis y ahora se ven de nuevo agobiados por la imposibilidad de seguir pagando esas hipotecas ya muy avanzadas.

Pues bien, con el presente Estudio de Factores de Sobreendeudamiento ADICAE vuelve como siempre a la vanguardia a poner en el punto de mira y en alza la prevención del sobreendeudamiento de las familias.

El contexto de la pandemia deja catástrofes sanitarias, sociales y económicas y ha vuelto a poner en primer plano las malas prácticas en torno a los créditos de los consumidores, esta vez con una gran importancia de los créditos inmediatos y las tarjetas de crédito aplazado popularmente conocidas como “revolving” denunciadas desde ya hace un tiempo por ADICAE, incluso casi en solitario.

El empobrecimiento y el sobreendeudamiento han llevado a muchas familias a una situación límite. Los dos conceptos conllevan la exclusión, el empobrecimiento total, el no poder disponer casi de ningún bien, ni siquiera de los propios que están embargados, están controlados judicialmente en muchos de los casos, incluso el sueldo del que sólo dice la ley que se puede disponer en muy

pequeña medida, es decir, todo un drama al que ADICAE ha considerado tan fuerte como el propio crédito, por ser un endeudamiento dañino hasta su planteamiento clásico del “disfrutar de bienes anticipados de su pago” que se demora en condiciones ventajosas y positivas.

La hipoteca continúa siendo la deuda más importante de su vida para la inmensa mayoría de los españoles. A la hipoteca la podríamos llamar el “cielo” y el “infierno” de los consumidores en España. Y se puede apuntar a la banca como causante del destrozo tan enorme de la economía en general y del que supuso para millones de familias en la anterior crisis. Se puede decir que se les llevó al “infierno” o están todavía alguna de ellas en él, a causa de determinadas condiciones de las hipotecas en nuestro país.

Por otra parte, la prevención del sobreendeudamiento no ha gozado de demasiadas simpatías de las entidades financieras y los sucesivos gobiernos que querían hacer ver eran el paraíso de la propiedad de la vivienda, una propiedad meramente formal o ficticia. Todo ello acompañado de la inexistencia de la necesaria legislación para que haya una verdadera “segunda oportunidad” para los consumidores de la que sí han dispuesto siempre todo el empresariado y, en particular, el gremio de promotores constructores y, últimamente, grandes especuladores con la vivienda habitual como determinados fondos de inversión. En definitiva, no se ha legislado hasta ahora que la segunda oportunidad para los consumidores sea una medida real a pesar de la insistencia y reiteración de ADICAE entre los consumidores de toda España y ante todo tipo de instituciones y entidades.

Por todo ello, les animo a reflexionar y a leer con paciencia, capacidad analítica y visión crítica el intenso contenido de estos estudios llevados a cabo en 2020 por un amplio grupo de expertos académicos, juristas y técnicos de los servicios de ADICAE con la participación de grupos de consumidores afectados por los problemas o muy interesados en su resolución. La información y análisis recopilados son de gran interés y fortalecen la idea de que los consumidores debemos seguir defendiendo y ampliando nuestros derechos y ADICAE siempre estará en la vanguardia de esa defensa.

Un saludo.

Manuel Pardos.
Presidente de ADICAE.

1. INTRODUCCIÓN

El **pinchazo** de la **burbuja inmobiliaria española** en 2008, la mayor de la historia según Thomas Pyketti (2013)¹, **tuvo unas consecuencias económicas, sociales y morales devastadoras que aún perduran en la actualidad**. La crisis económica que se inicia en 2008, de naturaleza sistémica, presenta una serie de rasgos comunes a otros episodios de crisis similares que se han dado en la historia. Por encima de todos ellos destaca el papel que jugó el sistema financiero, que se convirtió en sí mismo en un fin último de la economía, y no en un medio para mejorar el sistema productivo. El mayor peso del sistema financiero en la economía global, y en la nuestra en particular, se suele producir en períodos donde el “laissez-faire, laissez-passer” constituyen la ideología dominante, de manera que se deja que el sistema financiero, y especialmente el comportamiento de los mercados financieros y del sistema bancario, se autorregule por normas de buen comportamiento. Teniendo en cuenta que **el comportamiento de los mercados se guía por el miedo y la avaricia, y no por la racionalidad de los inversores y un papel activo de supervisores y reguladores**, estas fases suelen acabar en inflaciones de activos y sobreendeudamientos privados, tanto de hogares como de empresas, de manera que cuando se desploma el precios de los activos colaterales que soportan el endeudamiento, en el caso de España la vivienda, se produce una fuerte contracción de la riqueza, un descenso de la renta, un aumento del desempleo, un incremento de las quiebras, y posteriores períodos deflacionistas. Quien concedió la mayor parte de esa deuda, el sistema bancario, a su vez, presentará problemas de solvencia.

Es fundamental, por lo tanto, analizar el nivel y la tasa de variación del crecimiento de la deuda privada y el efecto desestabilizador de la misma en la economía de las familias.

Después de una fase de acumulación de deuda, siempre retroalimentada por una burbuja financiera, en el momento en el que esas tendencias al crecimiento de la deuda privada terminan, la economía se desploma, y los precios de los activos financieros y de las casas se hunden, produciéndose una recesión de balances. El dinero ficticio genera dinero basura. Véanse Estrada et al. (2013)² y Medialdea et al. (2013)³.

El objetivo del presente documento es estudiar los factores de sobreendeudamiento de las familias españolas y sus consecuencias. En primer lugar, en la sección 2, **se pretende relacionar el endeudamiento de las familias con el volumen de deuda total de la economía**. Para ello es necesario comprender uno de los rasgos más relevantes de la economía actual, y que también afectará de manera intensa a las familias, la “financiarización” de la economía en su conjunto.

A continuación, en la sección 3, se analizará la **dinámica de endeudamiento de nuestro país, y muy en particular de los hogares, desde 1996**, una vez que se inicia la recuperación de la crisis cíclica de 1992-1994, hasta la actualidad. Posteriormente, en la sección 3 se estudiará el origen y

el boom del sobreendeudamiento familiar con dos fases bien diferenciadas, la deuda en el período de entrada en el Euro (1996-2001), donde se formaron las bases del sobreendeudamiento de los hogares, y, posteriormente, la deuda en el boom inmobiliario (2002-2007) donde se produjo un sobreendeudamiento familiar cuyas consecuencias aún perduran en la actualidad. En esta sección se presentará un marco teórico para anticipar una crisis de sobreendeudamiento.

En la sección 4 se estudiará la deuda de las familias desde el año 2008 hasta la actualidad, con dos etapas bien diferenciadas. Por un lado, la evolución de la deuda de los hogares durante la Gran Recesión (2008-2014), donde tuvo lugar el gran **desapalancamiento, o reducción de deuda**, por parte de las familias. Se detallará, específica y sucintamente, el papel de la deuda privada como generadora de la Gran Recesión, y se presentarán una serie de propuestas genéricas para limitar la deuda y evitar nuevos ciclos de sobreendeudamiento familiar. Por otro lado, se analizará la evolución de la deuda desde la frágil recuperación (2015-2019) hasta la Covid19 cuyos efectos también han empezado a notarse en la dinámica de la deuda pública y privada.

En la sección 5 se presentará un análisis econométrico sobre las consecuencias de las dinámicas de la deuda, riqueza y renta de los hogares. Se trata de **contrastar si ese sobreendeudamiento de las familias españolas**, una vez que el colateral que alimentaba la deuda colapsa, **provocó un hundimiento del consumo privado que afectó sobre todo a las familias más endeudadas y de menos renta, lo que invalidaría toda la teoría macroeconómica neoclásica del consumo**. Estudiaremos el comportamiento del consumo de las familias durante el período 2008-2011, a partir de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) de Banco de España sobre la situación de renta, riqueza, deuda y consumo en los años 2008 y 2011 de los hogares españoles. Para ello se tendrá en cuenta la evolución de la riqueza inmobiliaria neta familias y de su riqueza financiera neta, así como los niveles de renta y riqueza neta por hogar de 2008 para la muestra de hogares de la EFF. Pero, además, controlaremos por las características idiosincráticas de los hogares, específicamente por percentiles de renta y riqueza, y determinadas características sociodemográficas (edad, nivel educativo, y situación laboral del cabeza de familia, así como el régimen de tenencia de la vivienda principal, número de adultos trabajando y número de miembros en el hogar). Los resultados obtenidos señalan que los shocks de riqueza inmobiliaria neta influyen y mucho, retroalimentando los efectos asociados las características idiosincráticas del hogar: los shocks negativos inmobiliarios en familias muy endeudadas, con menos renta, y con pérdidas de empleo entre los miembros del hogar crecen exponencialmente. Ello corrobora que los hogares más vulnerables fueron los más golpeados por la crisis inmobiliaria. Desde el punto de vista de la política económica estos resultados deberían incentivar al legislador a implementar mecanismos tendentes a contrarrestar estos efectos. Terminaremos, en la sección 6, recogiendo las **conclusiones más importantes del estudio**, así como las implicaciones que debería tener desde el punto de vista de la política económica.

¹ Piketty, T. (2013). “Capital in the Twenty First Century”. Harvard University Press

² Estrada, B., Braña, F.J., Inurieta, A. y Laborda, J. (2013): “Qué hacemos con el Poder que Tienen los Bancos y Gobiernos de crear Dinero sin ningún control democrático”, Ediciones Akal.

³ Medialdea, B., Álvarez, I., Fresnillo, I., Laborda, J., y Ugarteche, O. (2013): “Qué hacemos con la deuda”. Editorial Akal

2. DEUDA DE LAS FAMILIAS Y FINANCIARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA

En esta sección se pretende relacionar el endeudamiento de las familias con el volumen de deuda total de la economía. Para ello **es necesario comprender uno de los rasgos más relevantes de cómo se mueve la economía en la actualidad, y que también afectará de manera intensa a las familias, la “financiarización” de la economía en su conjunto.** Desde un punto de vista histórico este proceso se vio precedido por una profunda infravaloración del factor trabajo respecto al factor capital.

Las élites económicas y políticas, tras una larga secuencia de raquíticos crecimientos económicos, diseñaron, a mediados de los 90, una huida hacia adelante a través de una política monetaria excesivamente expansiva que conllevó procesos de endeudamiento y la activación de distintas burbujas financieras. Primero la tecnológica, después la inmobiliaria, y finalmente la de los balances de los Bancos Centrales. Además de sostener una expansión artificial de la demanda, que sorteaba en realidad la caída de la tasa de ganancia del capital, permitían, sobre todo, la financiación de un gigantesco proceso de acumulación y adquisición de riquezas por todo el globo a favor de las grandes multinacionales y capitales. Sin embargo, **la desigual distribución de la renta, junto a los límites físicos y energéticos del planeta, abortaron y abortarán cualquier intento de fuga hacia delante vía burbujas**, que incluso las mismas élites tecnócratas financieras valoraban peyorativamente: “las burbujas financieras, no son sino una vía para sortear artificialmente los límites que la desequilibrada distribución de la riqueza en el mundo”, decía Strauss-Kahn allá por 2010.

En realidad, esta huida hacia adelante presentaba dos fases bien diferenciadas:

En la primera fase, se compensó el vaciamiento de la economía, los bajos salarios y el aumento del subempleo, a través del crédito y la deuda, que se convirtieron en la solución para estimular la demanda y la tasa de retorno del capital. Mientras duró, los beneficios empresariales se multiplicaron, a la vez que se deprimían los salarios. Una vez que el colateral que alimentaba esa deuda estalla, entramos en una recesión de balances privados iniciándose la actual crisis sistémica.

En la segunda fase o huida hacia adelante, en plena crisis sistémica, se subsidió, financió y rescató a terceros -bancos y acreedores- mediante una expansión de la deuda soberana, a la vez que se promocionaba la austeridad fiscal y la devaluación salarial en aras de la competitividad, aderezado todo con una política monetaria tremendamente injusta.

Sin embargo, ello no se ha traducido ni se traducirá en nueva inversión productiva, incluida la formación de los trabajadores. Como consecuencia, la productividad del trabajo y del capital está cayendo y, por ende, el crecimiento económico potencial. Y este castillo de naipes es el que se puede desmoronar durante los siguientes trimestres.

2.1. La “Financiarización” de la Economía Global.

La hoja de ruta marcada por la ortodoxia neoclásica, englobada bajo el pensamiento único del Consenso de Washington, ha generado como característica más relevante la “financiarización” de la economía en su conjunto. **El sistema financiero ha evolucionado desde un modelo en el que los bancos comerciales estaban estrechamente regulados y supervisados, a otro donde los mercados financieros dominan el sistema.** Fue la consecuencia lógica de los ingentes esfuerzos bipartidistas, en época de Clinton, por y para anular las protecciones establecidas por Frank Delano Roosevelt en los días más oscuros de la Gran Depresión.

Durante este período el sistema financiero creció rápidamente en relación al sector no financiero, pasando, en el caso de los Estados Unidos, de representar un 10 por ciento del valor añadido y una participación del 10 por ciento en los beneficios empresariales, a significar el 20 por ciento del valor añadido y el 40 por ciento de las ganancias de las empresas estadounidenses. En gran medida, esto se debió a la financiarización de la mayoría de las economías occidentales, donde **el sistema financiero en lugar de financiar el capital productivo se financió asimismo para apostar en el gran casino (burbujas bursátiles, inmobiliarias, de deuda, en materias primas, en bonos corporativos).** Al mismo tiempo, la inversión en capital productivo de la economía sufrió y sufre de manera perceptible. Si aplicamos una definición amplia de capital productivo que incluya los avances tecnológicos, el aumento de la productividad del trabajo, la infraestructura pública y privada, las innovaciones y el avance del conocimiento humano, la tasa de expansión del mismo se ha ralentizado.

El último cuarto de siglo ha sido testigo, en definitiva, de la mayor explosión de innovación financiera que el mundo jamás había visto antes. La fragilidad financiera “a lo Hyman Minsky” creció hasta que la economía finalmente colapsó en la actual crisis sistémica. Hemos visto cómo gran parte de la innovación financiera se dirigió fuera de la esfera de la producción, a instrumentos financieros complejos relacionados con hipotecas titulizadas, a mercados de futuros y una amplia gama de otros derivados financieros. Lo que la ortodoxia neoclásica no entendió, ni entiende a fecha de hoy, es que **los banqueros no son meros éforos del capitalismo, sino que son su principal fuente de inestabilidad.**

Pero la imagen actual no es simplemente la de unas finanzas fuera de control. Bajo el paradigma de la maximización del valor de la acción, se ha “financiarizado” la economía real. Las grandes corporaciones hace tiempo que dejaron de adoptar un enfoque de largo plazo. Tienen una visión cortoplacista. **No se fomenta la inversión a largo plazo, solo la especulativa.** Los líderes empresariales han respondido con acciones que pueden ofrecer resultados inmediatos a los accionistas, tales como recompras de acciones o aumentos de dividendos, mientras que no han invertido suficientemente en innovación, mano de obra especializada o gastos de capital necesarios para sostener el crecimiento a largo plazo.

Como sostiene Hyman Minsky, “el capitalismo es inherentemente defectuoso, siendo propenso a auges, crisis y depresiones”, y esta inestabilidad “se debe a las características que el sistema financiero debe poseer si se quiere ser coherente con un capitalismo en toda regla”. Por eso van a ser necesarias toda una serie de reformas financieras, así como un conjunto de políticas públicas, destinadas todas ellas a promover el desarrollo del capital productivo en la economía, prestando especial atención a la financiación de los procesos de innovación⁴. Uno de esos elementos necesarios será la banca pública, cuyo potencial a fecha de hoy es muy elevado.

⁴ Véase Wray, R. and Mazzacuto, M. (2015): “Financing the Capital Development: a Keynes-Schumpeter-Minsky Synthesis” Working Paper Levy Economics Institute, wp 837. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_837.pdf

2.2. Financiarización de empresas y familias: No hay efecto riqueza, solo efecto de acceso al crédito.

Stockhammer⁵ define la financiarización como “el término utilizado para resumir un conjunto de cambios en la relación entre el sector financiero y real que da un mayor peso que antes a los motivos y actores financieros.

El término recoge a la vez fenómenos tan diversos como la orientación de las empresas hacia la maximización del valor de la acción, el incremento de la deuda de las familias, cambios en las actitudes de los individuos, incremento de las rentas derivadas de actividades financieras, aumento de las frecuencias de las crisis financieras, e incremento en la movilidad del capital internacional”. Pero analicemos específicamente los cambios que la financiarización ha producido en las empresas no financieras y en las familias.

La financiarización de las empresas no financieras se ha traducido en una reafirmación del papel del accionista en la forma de inversores institucionales que cada día tienen un mayor peso, y una oleada masiva de fusiones y adquisiciones, muchas de ellas hostiles. Bajo el objetivo último de maximizar la tasa de retorno del capital, se han incrementado los flujos destinados a dividendos y a la recompra de acciones, disminuyendo de manera significativa la tasa de inversión en capital y desarrollo empresarial. Los costes sociales de tales estrategias han sido un aumento del desempleo y una presión a la baja de los salarios. Existe una literatura empírica creciente que demuestra que el incremento de la actividad financiera de las empresas no financieras ha tenido un impacto negativo en la inversión real de tales empresas.

La financiarización de las familias ha sido más profunda incluso que en el caso de las empresas no financieras. Y ha descansado en el fuerte incremento del crédito desde principios de los 80. La deuda de las familias ha crecido de manera exponencial, especialmente las hipotecarias. Se trataría de ver si el aumento de la deuda de las familias es consecuencia de un proceso racional o el resultado de procesos culturales y sociales más amplios.

Desde un punto de vista de la Economía Política el aumento de la deuda de las familias es el resultado del incremento de las pautas de consumo en un escenario de estancamiento secular de los salarios. Por lo tanto, **la acumulación de deuda de las familias para mantener los niveles de consumo era absolutamente insostenible**, es decir, no era un proceso racional, sino más bien todo lo contrario. Es otro ejemplo más de las expectativas irracionales “a lo Shiller”. Desde este punto de vista, se puede demostrar que no existe el tan cacareado efecto riqueza sobre el consumo privado. En realidad, los datos corroboran la existencia de lo que Stockhammer ha bautizado como el efecto de acceso al crédito y su impacto en consumo.

En las secciones 3 y 4 se analizarán, en primer lugar, las dinámicas de deuda de la economía en su conjunto, y, posteriormente, el endeudamiento familiar. Ambas dinámicas son inherentes a la dinámica del ciclo económico de las últimas tres décadas. Como tales son indisolubles.

⁵ Véase Stockhammer, E. (2010): “Financialization and The Global Economy” Working Paper Series wp240, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_201-250/WP240.pdf

3. ORIGEN Y BOOM DEL SOBREENDEUDAMIENTO FAMILIAR: 1996-2007

En este apartado se analiza la dinámica de la deuda de las familias españolas desde 1996, una vez que se inicia la recuperación de la crisis cíclica de 1992-1994, hasta 2007, previo al inicio de la crisis sistémica⁶. En primer lugar, detallaremos la dinámica de la deuda familiar en el período 1996-2001, muy ligada al proceso de incorporación de España a la Unión Monetaria y a la adopción del Euro como moneda. En segundo lugar, analizaremos la dinámica de endeudamiento de los hogares en el período 2002-2007 en pleno boom económico, cuando como consecuencia de una política monetaria excesivamente expansiva del BCE se aceleró e infló hasta límites insospechados las burbujas en la periferia europea, que en el caso de nuestro país se tradujo en la mayor burbuja inmobiliaria de su historia. **La retroalimentación entre la subida del precio de la vivienda y la creciente deuda hipotecaria, a su vez, vía revalorización de las casas, facilitó el acceso a otras deudas familiares -créditos personales y de consumo-**. Este período, que comienza en 1996, termina con el **pinchazo de la burbuja inmobiliaria** y el inicio de la Gran Recesión (2008-2014) **que fuerza a las familias españolas a reducir por encima de todo sus niveles de deuda, mientras disminuía su consumo, en plena devaluación salarial, lo que se tradujo en lo que técnicamente se denomina recesión de balances privados.**

3.1. La Deuda en el Período de Entrada en el Euro (1996-2001).

La economía española comenzó la recuperación económica a finales de 1994, donde las distintas devaluaciones de la peseta a lo largo de los años 1990 hicieron más competitivas las exportaciones. A partir de aquí se inicia un período de auge económico que se acelera con la incorporación de España a la Unión Monetaria. La entrada en vigor de la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea en 1994 propició una caída de los tipos de interés, que se acentuó a partir de la instauración del euro como moneda oficial en sustitución de la peseta el 1 de enero de 1999. La bajada de los tipos de interés y la ausencia de riesgo de tipo de cambio dentro de la zona euro se tradujo en tipos de interés reales negativos, favoreciendo un aumento de la confianza de los inversores y un fuerte incremento del crédito, que conllevó la aceleración de la demanda de viviendas y de bienes de consumo duradero y posteriormente el aumento de la inversión y el empleo de las empresas favorecidas por esa mayor demanda.

Esta **bajada de los tipos de interés nominales y reales supuso el inicio del boom del sector de la construcción, donde la subida continuada del precio de la vivienda originó una burbuja que finalmente acabó atrayendo y desplazando recursos de otros sectores productivos.** En este período, además, la gran empresa española inicia un proceso de diversificación internacional, impulsado por la facilidad del comercio entre los países de la **zona euro** y las nuevas relaciones de España con **Iberoamérica y Asia.**

⁶ En las secciones 2 y 3, se utilizan los datos de deuda familiar de nuestro país publicados por Banco de España y recogidos, dentro del apartado de estadísticas, en el epígrafe cuentas financieras de la economía española, concretamente en el capítulo 2, https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/temas/sb_cfesp.html. También se acuden a los datos de financiación de los hogares y otros sectores recogidos en el capítulo 8, Magnitudes Financieras, de los indicadores económicos de Banco de España, https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/indeco.html#chapa_59

No es de extrañar, por lo tanto, que en esta fase se produzca un aumento del endeudamiento privado tanto de las familias como del sector empresarial no financiero, muy vinculado al sector inmobiliario y al proceso de diversificación geográfica de la gran empresa española (bancos, petroleras, eléctricas, constructoras etcétera).

Como se puede ver en el cuadro 1, el crecimiento acumulado de la deuda de las familias y de las sociedades no financieras en el período 1996-2001 fue, respectivamente, del 141% y del 111%, cuando el crecimiento nominal acumulado de la economía para ese período solo fue del 41%, y el de la deuda de las administraciones públicas inferior al 19%. El montante de la deuda de las familias en ese período pasó de poco más de 156.000 millones de euros (32,1% del PIB, y 20% del Total de la Deuda de España) a más de 380.000 millones de Euro (47,1% y 23,3% del Total de la Deuda de España). De este incremento la mayoría corresponde a préstamos a largo plazo, hipotecarios en su práctica totalidad, que pasan de los 141.000 millones a casi 274.000 millones de Euros.

- **La deuda de las familias y de las sociedades no financieras en el período 1996-2001 experimentó un el crecimiento acumulado, respectivamente, del 141% y del 111%, cuando el crecimiento nominal acumulado de la economía para ese período solo fue del 41%, y el de la deuda de las administraciones públicas inferior al 19%. El montante de la deuda de las familias en ese período pasó de poco más de 156.000 millones de euros (32,1% del PIB, y 20% del Total de la Deuda de España) a más de 380.000 millones de Euro (47,1% y 23,3% del Total de la Deuda de España). De este incremento la mayoría corresponde a préstamos a largo plazo, hipotecarios en su práctica totalidad, que pasan de los 141.000 millones a casi 274.000 millones de Euros**
- **La deuda de las entidades financieras pasó de 42.000 millones de euros en 1996 (8,7% PIB) a 114.000 en 2001 (16,3% PIB). Se trata de niveles muy inferiores a los de las familias y sociedades no financieras. La banca seguía financiando la expansión de su activo principalmente con depósitos.**
- **Las administraciones públicas, sujetas a los criterios de Maastricht, y en pleno boom económico con su efecto positivo en ingresos fiscales, si bien incrementaron su deuda en términos nominales, pasando de los 351.000 millones a 417.000 a finales de 2001, se redujo como porcentaje del PIB desde el 71,8% al 59,5%.**

En el gráfico 1 se refleja la dinámica de la evolución de la deuda, como porcentaje del PIB, de los sectores residentes de España para el período 1996-2001.

Cuadro 1. Evolución Deuda de España por Sectores en el período 1996-2001 (millones de euros).

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PIB a precio de mercado	489.203	519.268	555.993	595.723	647.851	700.993
Total Deuda Economía Española	782.688	846.684	950.859	1.103.266	1.265.536	1.420.146
Administraciones Públicas	351.446	373.637	402.455	398.191	410.012	416.865
Administración Central	286.432	303.116	326.406	319.952	330.215	333.009
Comunidades Autónomas	32.211	35.739	38.185	39.462	40.985	44.776
Corporaciones locales	19.023	18.434	19.341	19.818	19.981	20.375
Administraciones Seguridad Social	13.780	16.348	18.524	18.959	18.832	18.704
Otros Sectores Residentes	431.242	473.047	548.404	705.076	855.523	1.003.281
Sociedades No Financieras	231.906	251.759	282.608	366.906	469.638	558.836
Sociedades Financieras	42.522	43.417	55.216	87.333	91.844	114.176
Hogares y Familias	156.814	177.872	210.580	250.836	294.042	330.270
Préstamos a Corto Plazo	14.992	15.341	16.378	18.556	20.212	20.325
Préstamos a Largo Plazo	141.822	162.531	194.202	232.280	273.830	309.945

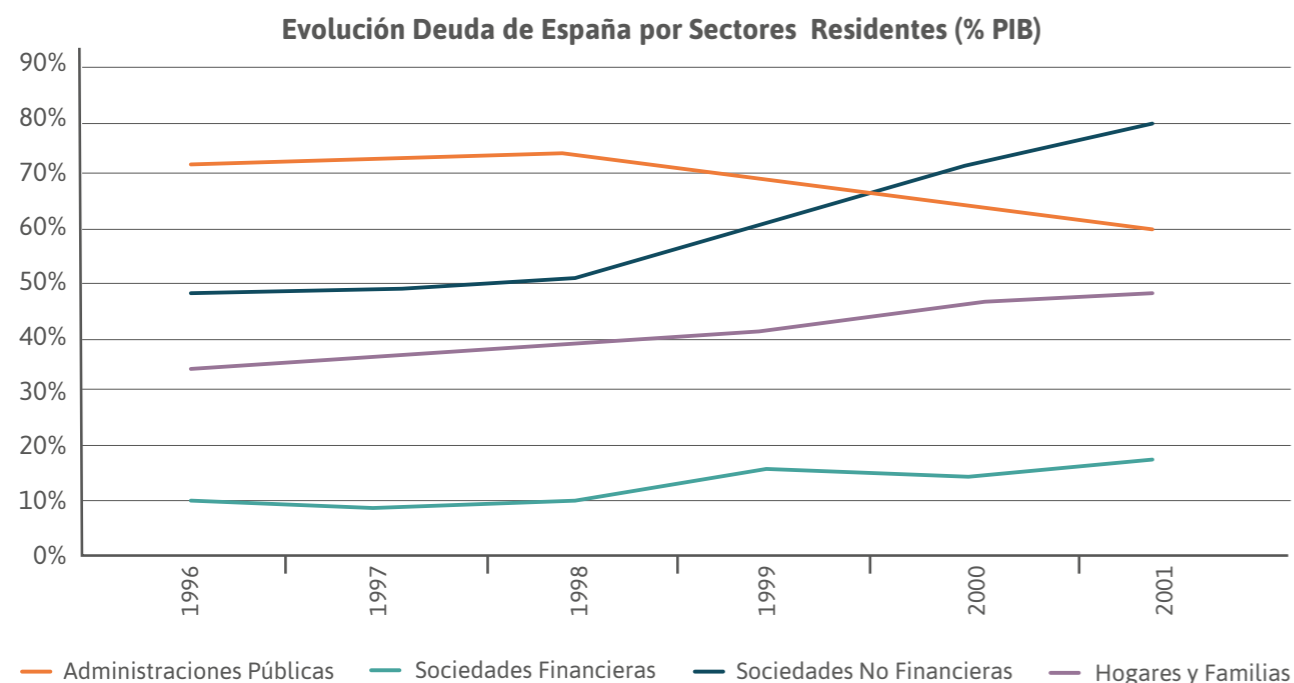
Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Cuadro 2. Composición de la Deuda de España por Sectores en el período 1996-2001 (% del Total de Deuda).

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Total Deuda Economía Española	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Administraciones Públicas	45%	44%	42%	36%	32%	29%
Administración Central	37%	36%	34%	29%	26%	23%
Comunidades Autónomas	4%	4%	4%	4%	3%	3%
Corporaciones locales	2%	2%	2%	2%	2%	1%
Administraciones Seguridad Social	2%	2%	2%	2%	1%	1%
Otros Sectores Residentes	55%	56%	58%	64%	68%	71%
Sociedades No Financieras	30%	30%	30%	33%	37%	39%
Sociedades Financieras	5%	5%	6%	8%	7%	8%
Hogares y Familias	20%	21%	22%	23%	23%	23%
Préstamos a Corto Plazo	2%	2%	2%	2%	2%	1%
Préstamos a Largo Plazo	18%	19%	20%	21%	22%	22%

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Gráfico 1. Evolución de la Deuda de España por Sectores: 1996-2001 (% PIB).



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

3.1.1. La Deuda de las Familias 1996-2001: Bases del Sobreendeudamiento.

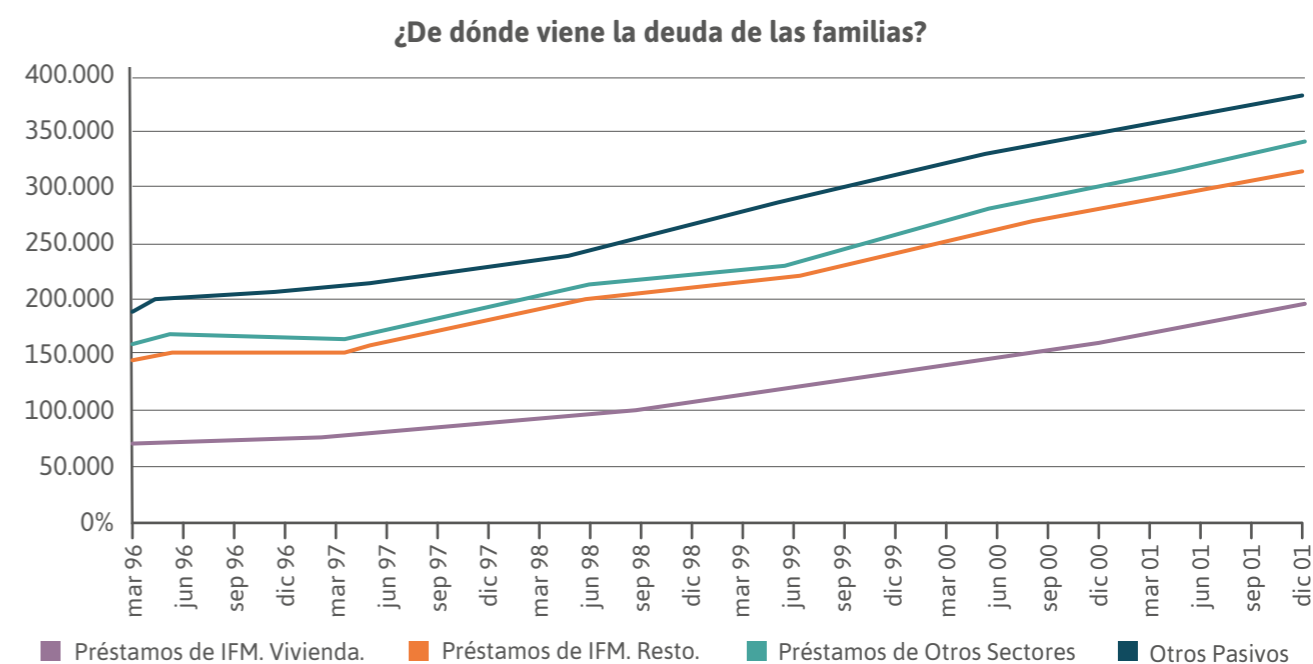
En el cuadro 3 y en el gráfico 2 se detallan la evolución del total de la deuda de los hogares de 1996 a 2001. El Banco de España clasifica los pasivos de las familias en Préstamos y Otras cuentas pendientes de pago. El primer concepto incluye préstamos a corto y largo plazo, ya sean concedidos por instituciones financieras (IFM) o por otros sectores, donde se incluyen tanto los otorgados por los organismos de las administraciones públicas, así como préstamos concedidos por entidades no residentes en España. La segunda rúbrica comprende créditos comerciales y anticipos, es decir, créditos no materializados en préstamos, los cuales pueden ser concedidos por las sociedades no financieras a las familias en base a su relación de clientes (crédito comercial) y otras cuentas deudoras con instituciones financieras como consecuencia de intereses de depósitos o préstamos devengados pendientes de pago. También incorpora impuestos y cotizaciones sociales pendientes con las administraciones públicas y la seguridad social.

Cuadro 3. Deuda Total de los Hogares 1996-2001 (millones de euros).

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Pasivos Totales	202.654	224.021	258.286	300.837	347.699	385.418
Préstamos Totales	156.814	177.872	210.580	250.836	294.042	330.270
Préstamos de IFM	151.643	172.494	202.189	238.094	279.229	311.970
Préstamos de IFM. Vivienda.	81.591	99.392	117.474	138.713	169.280	197.192
Préstamos de IFM. Resto.	70.052	73.102	84.715	99.381	109.948	114.778
Préstamos de Otros Sectores.	5.171	5.377	8.391	12.742	14.813	18.299
Otros Pasivos	45.840	46.149	47.706	50.001	53.657	55.149

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Gráfico 2. Evolución de la Deuda Total Hogares 1996-2001 (millones de euros).



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

La deuda total de las familias en el período 1996-2001 creció un 90%, cifra muy superior al crecimiento del PIB Nominal (43%). Ese crecimiento se debió sobre todo a la rúbrica préstamos, que crecieron un 111%, especialmente los préstamos de las IFM para vivienda, que repuntaron un 146%, frente al 64% del resto de préstamos de las IFM. La rúbrica otros pasivos apenas se expandieron en un 20%. Estas cifras corroboran el impulso de la deuda hipotecaria iniciada en esta fase.

A continuación, se analizará los préstamos de los hogares, que es el concepto de deuda desde la perspectiva de la Contabilidad Nacional, procedentes del sistema crediticio. Además, se estudiará la distribución del crédito no solo para personas físicas, hogares, sino también entre las distintas actividades productivas –agricultura, industria, construcción, y servicios–, con el objetivo de comprender como conforme avanzaba el ciclo expansivo, y subía el precio de la vivienda, muchas empresas fueron derivando parte de su actividad hacia la construcción, por su mayor rentabilidad, iniciándose una fase de inestabilidad financiera que acabará afectando a los hogares. Esta dinámica se acelerará en el período 2002-2007 y terminará con el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en 2008, inicio de la Gran Recesión. En los cuadros 4 y 5 se presentan, respectivamente, la financiación a hogares, y la evolución del crédito a actividades productivas y a personas físicas –hogares–. El cuadro 4 incorpora a las cifras del cuadro 5 los préstamos titulizados fuera de balance y los préstamos transferidos a una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

Si bien el crecimiento de la financiación a hogares repuntó un 113% en el período, los préstamos destinados a vivienda lo hicieron en un 153%, mientras que el resto de préstamos “solo” un 63%. Como consecuencia, si en 1996 los préstamos destinados a hipotecas representaban un 57% de la financiación a hogares y entidades sin ánimo de lucro, en 2001 significaban el 67%. Estas ideas del cuadro 4 quedan reforzadas con el análisis de los datos del cuadro 5. El crédito para la adquisición y rehabilitación de viviendas representaba en 1996 el 69% del correspondiente a personas físicas y el 27% del total, cifras que en 2001 superan el 73% y el 33% respectivamente. Si añadimos la financiación a la actividad productiva construcción y a los servicios inmobiliarios, los créditos destinados a la construcción y vivienda pasan de representar el 40% del total en 1996 al 47% en 2001. Nos encontramos en los inicios de la burbuja inmobiliaria.

Cuadro 4. Evolución Financiación Entidades de Crédito a Hogares 1996-2001 (millones de euros).

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Financiación a Hogares e ISFLSH, Residentes en España	152.226	173.384	205.560	245.507	288.426	324.551
Préstamos entidades crédito residentes y otros ^a (VIVIENDA)	86.292	105.309	126.755	152.516	185.308	217.098
Préstamos entidades crédito residentes y otros ^a (OTROS)	65.934	68.075	78.805	92.992	103.119	107.453
Promemoria: préstamos titulizados fuera de balance para vivienda	700	1.014	3.499	7.331	8.656	11.307
Promemoria: préstamos titulizados fuera de balance distintos vivienda				211	671	1.404
a) Otros hace referencia a préstamos titulizados y préstamos transferidos a SGA.						

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Cuadro 5. Evolución del Crédito a Actividades Productivas y a Personas Físicas 1996-2001 (millones de euros).

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Crédito de Entidades de Crédito y otras EFC	311.374	354.346	413.855	476.966	559.407	624.854
Financiación actividades productivas	177.057	198.417	227.867	257.974	302.034	330.591
Agricultura	8.815	9.482	10.358	11.887	13.141	13.320
Industria, excepto construcción	52.893	57.789	64.321	71.187	78.588	82.959
Construcción	24.267	24.701	29.270	35.112	42.627	46.412
Servicios	91.083	106.445	123.919	139.788	167.678	187.900
Del cual, servicios inmobiliarios	14.861	16.647	18.671	24.669	33.559	41.840
Otras financiaciones a personas físicas	123.077	145.447	175.008	207.090	243.837	281.789
Adquisición y rehabilitación vivienda	85.592	104.292	123.254	145.184	176.653	205.790
Adquisición vivienda	81.591	99.392	117.474	138.713	169.280	197.192
Rehabilitación vivienda	4.001	4.899	5.780	6.471	7.372	8.598
Bienes consumo duradero	13.654	15.948	20.625	23.371	26.885	33.076
Resto ^a	23.831	25.208	31.130	38.536	40.299	42.922
Financiación instituciones privadas sin ánimo lucro	1.120	1.313	1.780	2.335	2.342	2.394
Sin Clasificar	10.120	9.168	9.199	9.566	11.194	10.079
Promemoria: Crédito de Entidades de crédito a construcción y vivienda	124.720	145.640	171.194	204.965	252.839	294.042

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

3.2. La Deuda en el Período del Boom Inmobiliario (2002-2007).

La elección de 2002 no es caprichosa. Para poder entender la dinámica de la deuda española en el período 2002-2007, nos remitimos a una excelente nota publicada por el economista jefe de Nomura, Richard Koo en 2012 bajo el sugerente título "The entire crisis in Europe started with a big ECB bailout of Germany". Ver Koo (2012)⁷.

Según Koo el denominado "problema de competitividad" de los países del sur de Europa fue consecuencia de una política monetaria excesivamente expansiva del BCE a partir de 2002, tras el pinchazo de la burbuja tecnológica a principios de los 2000. Esta tenía como objetivo último estimular la economía con el fin de que Alemania no tuviera que expandir su crecimiento vía política fiscal. Sin embargo, el impacto sobre la demanda interna de Alemania fue nulo, al encontrarse en recesión de balances. Por el contrario, aceleró e infló hasta límites insospechados las burbujas en la periferia, especialmente la inmobiliaria, lo que impulsó las importaciones alemanas, rescatando al país teutón de los miedos provocados por el estallido de la burbuja tecnológica, de la que apenas se beneficiaron los países europeos del sur.

No hubiera habido necesidad de una política monetaria tan expansiva por parte del BCE, y, por lo tanto, ninguna razón para que la brecha de competitividad con el resto de la zona euro se ampliara a los niveles actuales, si Alemania hubiera utilizado el estímulo fiscal para hacer frente a la recesión de balances. Los creadores del Tratado de Maastricht no preveían una recesión de balances en la elaboración de dicho documento. El actual problema de competitividad sólo es atribuible al límite del 3% del Tratado sobre el déficit fiscal, lo que coloca exigencias poco razonables en materia de política monetaria del BCE durante este tipo de las recesiones.

El análisis de los datos, véanse cuadros 6-7 y gráfico 3, corrobora este análisis.

Cuadro 6. La Explosión de la Deuda Privada de España en el período 2002-2007 (millones de euros).

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB a precios de mercado	749.552	802.266	859.437	927.357	1.003.823	1.075.539
Total Deuda Economía Española	1.587.012	1.812.198	2.156.142	2.610.174	3.149.746	3.664.821
Administraciones Públicas	435.852	434.564	457.616	466.530	448.865	435.137
Administración Central	347.366	342.339	361.002	362.894	342.858	325.646
Comunidades Autónomas	48.176	50.698	53.976	59.703	60.203	62.847

⁷ Koo, R. (2012): "The entire crisis in Europe started with a big ECB bailout of Germany", Nomura Research Institute.

Corporaciones locales	21.732	23.078	24.316	25.686	27.635	29.476
Administraciones Seguridad Social	18.577	18.450	18.323	18.246	18.169	17.169
Otros Sectores Residentes	1.151.160	1.377.633	1.698.527	2.143.644	2.700.881	3.229.684
Sociedades No Financieras	617.221	696.021	802.034	954.081	1.171.890	1.371.586
Sociedades Financieras	151.417	227.717	351.832	533.346	745.533	978.760
Hogares y Familias	382.522	453.896	544.661	656.218	783.458	879.338
Préstamos a Corto Plazo	22.815	25.583	28.205	33.175	38.362	40.792
Préstamos a Largo Plazo	359.707	428.313	516.456	623.043	745.096	838.546

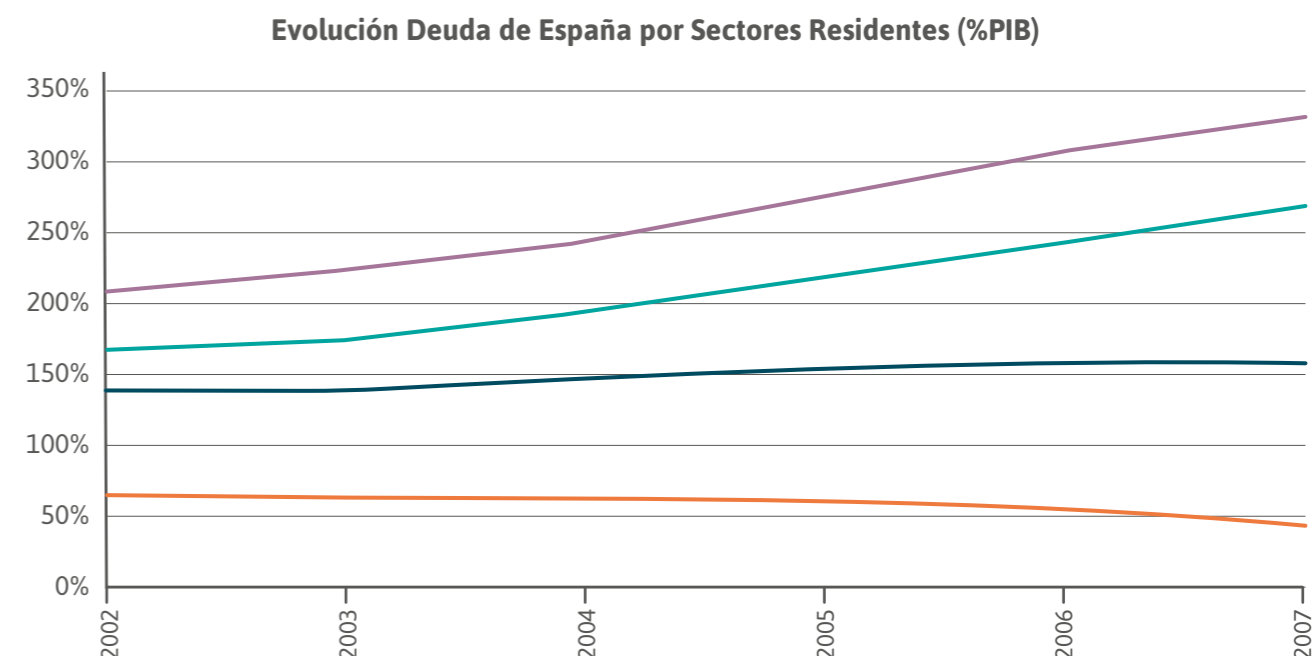
Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Cuadro 7. Composición de la Deuda de España por Sectores en el período 2002-2007 (% del Total de Deuda).

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Total Deuda Economía Española	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Administraciones Públicas	27%	24%	21%	18%	14%	12%
Administración Central	22%	19%	17%	14%	11%	9%
Comunidades Autónomas	3%	3%	3%	2%	2%	2%
Corporaciones locales	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Administraciones Seguridad Social	1%	1%	1%	1%	1%	0%
Otros Sectores Residentes	73%	76%	79%	82%	86%	88%
Sociedades No Financieras	39%	38%	37%	37%	37%	37%
Sociedades Financieras	10%	13%	16%	20%	24%	27%
Hogares y Familias	24%	25%	25%	25%	25%	24%
Préstamos a Corto Plazo	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Préstamos a Largo Plazo	23%	24%	24%	24%	24%	23%

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Gráfico 3. Evolución de la Deuda de España por Sectores: 2002-2007 (% PIB).



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

La explosión del volumen de deuda española en el período de expansión económica posterior al pinchazo de la burbuja tecnológica, 2002-2007, se debe en su totalidad al incremento de la deuda privada.

En dicho período el volumen de deuda total pasa de los 1,6 billones de euros (213,1% del PIB) a finales de 2002 a los 3,7 billones de euros (338,8% del PIB) de finales de 2007. Sin embargo, el volumen de deuda pública disminuye en términos absolutos y en relación al PIB. Si en 2002 la deuda de las administraciones públicas alcanzaba los 435.852 millones de euros (58% del PIB) en 2007 se situaba en los 435.137 millones de euros (¡sólo el 40% del PIB!). Por lo tanto, el brutal incremento de la deuda corresponde en su totalidad al sector privado, cuyo montante de deuda pasó de los casi 1,2 billones de euros (155% del PIB) en 2002 a los 3,2 billones de euros (299%) en 2007

¿Cómo puede haber economistas que echen la culpa de lo ocurrido al sector público?

Si analizamos la evolución dentro de los sectores privados -sociedades financieras, empresas no financieras y familias- se observa **el enorme crecimiento en el apalancamiento de las sociedades financieras, cuyo montante de deuda creció en ese período un 546%**, pasando de una cifra ligeramente superior a los 151.000 millones de euros en 2002 (sólo el 20% del PIB) a una cifra próxima al billón de euros en 2007 (90% del PIB). Este endeudamiento sirvió para financiar el incremento espectacular del activo bancario, en un contexto de fuertes incrementos de préstamos y créditos, especialmente hacia el sector inmobiliario, tanto para suelo y promotores, como para la adquisición de vivienda.

Las sociedades no financieras también registraron un aumento notorio de su volumen de deuda incrementándose un 123%. Mientras en 2002 sus empréstitos y obligaciones suponían una cifra superior a los 617.000 millones de euros (82% del PIB), en 2007 se aproximan a los 1,4 billones de euros (128% del PIB). Es el sector más endeudado de la economía española. En términos relativos, como porcentaje del PIB, el endeudamiento de las empresas españolas se sitúa muy por encima de sus homólogas de otros países occidentales. Sirvan dos botones de muestra: a finales de 2007 la deuda de las sociedades no financieras se situaba en Estados Unidos alrededor del rededor del 77% del PIB y por debajo del 65% en Francia. Por lo tanto, si bien diversos países de nuestro entorno (Estados

Unidos, Reino Unido, o Irlanda) desarrollaron dinámicas de endeudamiento muy parecidas a las de España, básicamente privado, un rasgo distintivo en el caso español es el excesivo endeudamiento de las empresas no financieras, muy superior al de dichos países. Las empresas no financieras se endeudaron masivamente alrededor de dos conceptos: **la vivienda y la diversificación internacional**.

Finalmente, y dentro del sector privado, las deudas de las familias se incrementaron en el período 2002-2007 un 129%. Mientras que en 2002 las deudas de las familias alcanzaban cifras próximas a los 380.000 millones de euros (50,7% del PIB), en 2007 se situó alrededor de los 876.000 millones de euros (81,1% del PIB). **Las familias acumularon deuda para comprar viviendas tremendamente sobrevaloradas**. En un contexto donde el 58% de los trabajadores, después de impuestos y cotizaciones a la seguridad social, ingresaban menos de 1.000 euros mensuales, el **acceso al crédito se convirtió para muchas familias en el único instrumento para acceder a la vivienda**. Tras el colapso económico y financiero que se inicia en 2008, esa deuda supondrá para muchas familias una auténtica losa, y en un contexto de desempleo creciente verán ejecutadas sus hipotecas, perdida la vivienda, y desahuciadas.

De este análisis podemos sacar **dos conclusiones**:

Por un lado, el sector público no fue quien se endeudó en pleno boom económico, y, por lo tanto, no fue el responsable de la Gran Recesión.

Por otro lado, dentro del sector privado, fueron las élites financieras quienes guiadas por unas expectativas de rentabilidad desmesuradas se endeudaron en exceso alrededor de la burbuja inmobiliaria.

El crecimiento o milagro español solo fue en realidad una burbuja inmobiliaria impulsada por el sistema crediticio español, con la connivencia de las autoridades políticas y el regulador, que llevó a un sobreendeudamiento de familias y empresas.

Los costes del estallido de la burbuja inmobiliaria van más allá del rescate bancario y la recesión de balances posterior al estallido de la burbuja inmobiliaria. Hay otros costes que no se tienen en cuenta y que obviamente aumentan la factura del mismo “ad infinitum”. Existe evidencia académica reciente que demuestra que los problemas de solvencia de los bancos más débiles de España durante la Gran Recesión tuvieron efectos reales. En el artículo “When Credit dries up: job losses in the great recession”⁸, Premio Jaime Fernández de Araoz sobre Corporate Finance, los autores (Samuel Bentolila, Gabriel Jiménez, Marcel Jansen y Sonia Ruano), utilizando los datos del registro oficial de crédito del Banco de España, indican que esos bancos restringieron los préstamos con bastante antelación a su rescate. Los autores demuestran la existencia de un choque de oferta de crédito, y evalúan su impacto comparando el cambio en el empleo entre 2006 y 2010 en aquellas empresas que eran clientes de los bancos débiles respecto a aquellas empresas que no lo eran. Sus estimaciones implican que alrededor del 24% de las pérdidas de empleos en las empresas vinculadas a los bancos débiles de la muestra utilizada se deben a esta exposición. Esto representa la mitad de las reducciones en las empresas que sobreviven y un quinto de las pérdidas debidas a las salidas expuestas.

Pero además hay más evidencia académica que muestra como las condiciones ex-ante de las **Cajas de Ahorro** eran las mismas que la de aquellos bancos aparentemente menos expuestos a la crisis. Eso de que los bancos privados estaban mejor gestionados era un mito que no responde a la realidad. En el artículo, “The fall of Spanish cajas: Lessons of ownership and governance for Banks”⁹, publicado en Journal of

⁸ Bentolila, S., Jensen, M., Jiménez, G., Ruano, S. (2018) “When Credit Dries Up: Job Losses in the Great Recession”, Journal of European Economic Association, 16(3): 650-695. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvx021>

⁹ Martín-Oliver, A., Salas, V., Ruano, S. (2017) “The fall of Spanish cajas: Lessons of ownership and governance for Banks”, Journal of Financial Stability 33: 244-260. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.02.004>

Financial Stability, los autores demuestran que el problema fue ex-post, las dificultades de recapitalización de las cajas frente a los bancos. Y allí es donde fallaron las autoridades económicas y monetarias.

¡Con lo fácil que hubiese sido replicar el rescate sueco de 1992!

Banco malo a costa de accionistas y bonistas, garantía de depósitos y nacionalización de la banca quebrada, sean cajas o bancos. Al final como las Cajas de Ahorro no podían recapitalizarse en el mercado, tanto autoridades políticas, económicas y monetarias las dejaron caer, y fueron “regaladas” a precio de saldo a los bancos en un proceso de concentración dañino para nuestra economía y profundamente oscuro.

Por lo tanto, el coste final del rescate bancario es muy superior a los 60.600 millones de euros que ya no se recuperaran. Pero entre ciertas dosis de incompetencia, y otras mayores de ideología e instinto de clase, no se hizo nada por atajar adecuadamente el problema y reducir así la factura a una ciudadanía sometida a un intenso proceso de empobrecimiento. Las cifras reales del coste del rescate bancario, si se hicieran bien los cálculos, darían cifras sensiblemente superiores a lo asumido por los organismos oficiales.

3.2.1. El Sobreendeudamiento de las Familias: 2002-2007.

Profundicemos en las dinámicas de la deuda de las familias durante el período 2002-2007, recogidas en el cuadro 8 y en el gráfico 4, donde se detallan la evolución del total de la deuda de los hogares de 1996 a 2001, que incluye, tal como explicamos en el apartado 2.1.1, los préstamos a corto y largo plazo, ya sean concedidos por instituciones financieras (IFM) o por otros sectores (administraciones públicas, entidades no residentes en España); así como otras deudas (créditos comerciales y anticipos, intereses de depósitos o préstamos devengados pendientes de pago, impuestos y cotizaciones sociales pendientes con las administraciones públicas y la seguridad social).

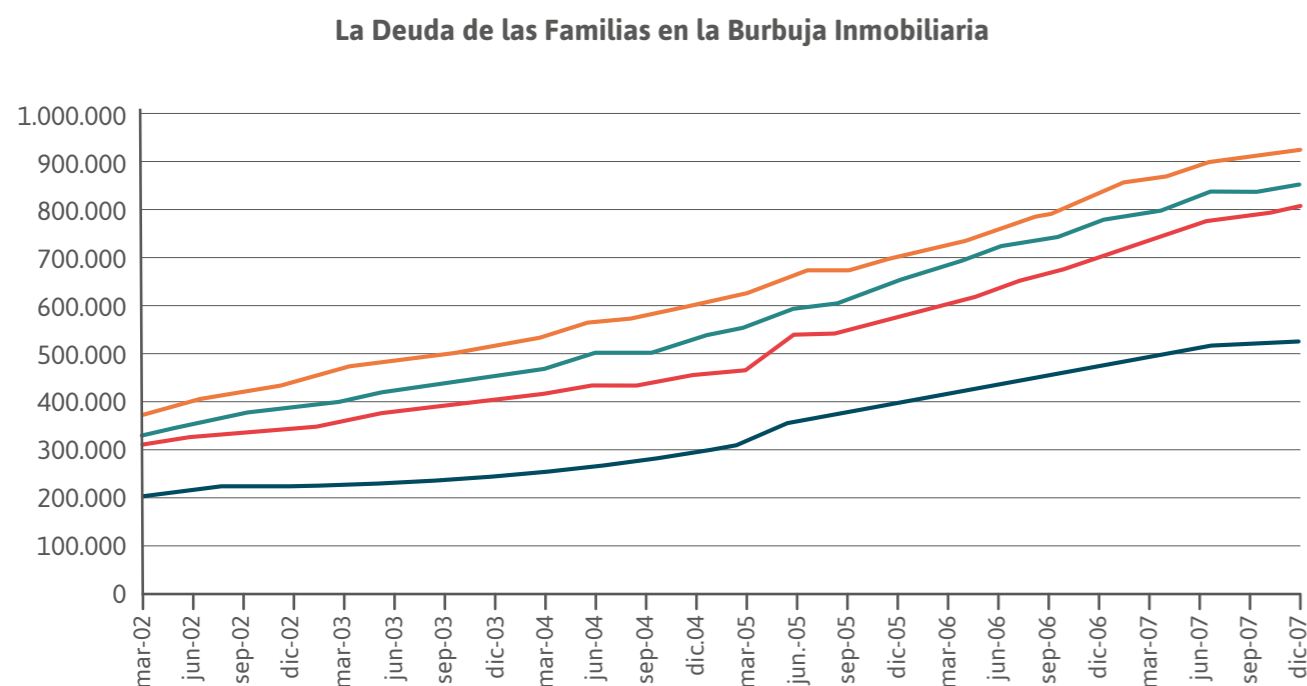
Cuadro 8. Deuda Total de los Hogares 2002-2007 (millones de euros).

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Pasivos Totales	441.850	513.814	604.196	714.779	845.471	932.798
Préstamos Totales	382.522	453.896	544.661	656.218	783.458	879.338
Préstamos de IFM	353.733	408.819	480.477	618.658	746.998	840.593
Préstamos de IFM. Vivienda.	224.830	263.192	317.268	426.954	523.595	595.929
Préstamos de IFM. Resto.	128.903	145.627	163.209	191.705	223.403	244.664
Préstamos de Otros Sectores	28.789	45.077	64.183	37.559	36.460	38.745
Otros Pasivos	59.328	59.918	59.535	58.562	62.013	53.460

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Durante el período 2002-2007, se aceleran las tendencias detectadas en la fase 1996-2001. **La deuda total de las familias en el período creció un 111%, cifra muy superior al crecimiento del PIB Nominal (44%) y de la Renta Bruta Disponible de los hogares (61%). Ese crecimiento se debió sobre todo a la rúbrica préstamos, que crecieron un 130%, especialmente los préstamos de las IFM para vivienda, que repuntaron un 165%, frente al 90% del resto de préstamos de las IFM. La rúbrica otros pasivos, por el contrario, se contrajeron en un 10%.**

Gráfico 4. Evolución de la Deuda Total Hogares 2002-2007 (millones de euros).



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Exactamente igual que hicimos en la sección 2.2.1, se analizarán a continuación los préstamos de los hogares procedentes del sistema crediticio, así como la distribución del crédito tanto para personas físicas como entre las distintas actividades productivas (agricultura, industria, construcción, y servicios), con el objetivo de corroborar la tendencia detectada en el período 1996-2001, pero que ahora se producirá de una manera mucho más explosiva: conforme avanzaba el ciclo expansivo, y subía el precio de la vivienda, muchas empresas derivaron parte de su actividad hacia la construcción, llevando a la economía en su conjunto a una fase de inestabilidad financiera que terminará con el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en 2008. Estos datos se recogen en los cuadros 9 y 10 cuyas rúbricas y explicación de cómo se construyen se detallaron en los cuadros 4 y 5.

El crecimiento de la financiación a hogares repuntó un 131% en el período, los préstamos destinados a vivienda lo hicieron en un 156%, mientras que el resto de préstamos "solo" un 81%, retroalimentando y consolidando las tendencias detectadas en el período 1996-2001. Si en 1996 los préstamos destinados a hipotecas representaban un 57% de la financiación a hogares y entidades sin ánimo de lucro, en 2007 significaban el 75%. El endeudamiento alrededor de casi un solo colateral, el precio de la vivienda, hacía vulnerable a la economía española en su conjunto. Estas ideas se complementan y refuerzan con el análisis de los datos del cuadro 5.

El crédito para la adquisición y rehabilitación de viviendas representaba en 1996 el 69% del correspondiente a personas físicas y el 27% del total, cifras que en 2007 superan el 79% y el 35% respectivamente. Si añadimos la financiación a la actividad productiva construcción y a los servicios inmobiliarios, los créditos destinados a la construcción y vivienda pasan de representar el 40% del total en 1996 al 61% en 2001.

Nos encontramos al borde de la inestabilidad financiera.

Cuadro 9. Evolución Financiación Entidades de Crédito a Hogares 2002-2007 (millones de euros).

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Financiación a Hogares e ISFLSH, Residentes en España	376.687	448.002	538.020	650.069	777.198	872.626
Préstamos entidades crédito residentes y otros ^a (VIVIENDA)	253.825	308.597	381.698	477.215	575.676	650.116
Préstamos entidades crédito residentes y otros ^a (OTROS)	122.861	139.405	156.322	172.855	201.522	222.510
Promemoria: préstamos titulizados fuera de balance para vivienda	18.740	32.639	47.873	28.527	26.937	26.576
Promemoria: préstamos titulizados fuera de balance distintos vivienda	4.349	6.679	9.802	3.030	3.421	5.625
a) Otros hace referencia a préstamos titulizados y préstamos transferidos a SGA						

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Cuadro 10. Evolución del Crédito a Actividades Productivas y a Personas Físicas 2002-2007 (millones de euros).

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crédito de Entidades de Crédito y otras EFC	701.663	802.212	945.697	1.202.628	1.508.626	1.760.213
Financiación actividades productivas	368.466	411.986	482.984	604.061	781.644	943.087
Agricultura	15.122	16.402	18.104	20.738	23.014	25.245
Industria, excepto construcción	85.762	85.829	90.487	104.695	119.488	141.571
Construcción	57.376	65.784	78.372	100.761	134.317	153.453
Servicios	210.206	243.972	296.020	377.867	504.825	622.818
Del cual, servicios inmobiliarios	55.031	77.980	112.165	162.087	244.050	303.514
Otras financiaciones a personas físicas	320.053	372.013	441.443	576.253	700.294	789.250
Adquisición y rehabilitación vivienda	235.086	275.958	333.826	448.687	548.740	623.540
Adquisición vivienda	224.830	263.192	317.268	426.954	523.595	595.929
Rehabilitación vivienda	10.256	12.766	16.557	21.734	25.144	27.611
Bienes consumo duradero	34.741	35.136	38.379	45.928	51.461	56.576
Resto ^a	50.227	60.919	69.238	81.638	100.094	109.133
Financiación instituciones privadas sin ánimo lucro	2.324	3.002	3.677	4.666	5.704	6.089

Sin Clasificar	10.819	15.212	17.594	17.648	20.983	21.788
Promemoria: Crédito de Entidades de crédito a construcción y vivienda	347.493	419.722	524.363	711.535	927.107	1.080.507

(a) Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

3.3. Un Marco Teórico para Anticipar la Crisis de Sobreendeudamiento.

Desde la ortodoxia económico-financiera dominante se hizo mucho hincapié en el carácter no previsto de la crisis económica y financiera global de 2008. En este apartado, justificaremos que dicha **crisis sistémica no era inevitable, y que era predecible en intensidad y duración.**

La mayoría de los economistas tienden a asociar las inestabilidades cíclicas a factores exógenos, y por lo tanto “naturales” e inevitables. Engloba a neoclásicos (teoría del Real Business Cycle) que dan papel predominante a los shocks tecnológicos, como a neo-keynesianos, para los cuales el papel clave son los shocks de demanda. Frente a ellos otro grupo de economistas, minoritarios, los postkeynesianos, piensan que la inestabilidad es intrínseca a la dinámica del sistema capitalista. Dichas teorías, aunque consideran que el capitalismo es el sistema más eficaz de producción, suponen que existe una inestabilidad y una tendencia a las crisis endógenas, con mecanismos de feedback o retroalimentación, que llevan a esas fluctuaciones intrínsecas. Bajo este análisis el capitalismo debe ser “regulado” y “humanizado”.

En el fondo lo que subyace bajo esta discusión es la diferente percepción de si la economía está en equilibrio, o en constante desequilibrio. Mientras que aquellos que asocian las inestabilidades a shocks exógenos consideran que la economía está en equilibrio, y que tras el shock volverá de nuevo al equilibrio, salvo que existan rigideces, la evidencia empírica del análisis de ciclo con instrumentos matemáticos (técnicas de filtrado y sobretodo análisis espectral), apoya las ideas de desequilibrio y ciclo endógeno. Obviamente, al trabajar con desequilibrio las matemáticas implícitas son mucho más complejas. Las bases teóricas de la ortodoxia dominante deben ser al menos revisadas, sino obviadas.

Volviendo al punto de partida: ¿era predecible en duración e intensidad la actual crisis? La respuesta es sí. **Para poder anticipar, entender, y tratar la actual crisis económica, era necesario, en su momento, al menos, haber echado una ojeada a la Hipótesis de Inestabilidad Financiera (HIF) de Hyman Minsky (Minsky, 1986, 1992)¹⁰, y a la Teoría de Deflación por Deuda de Irving Fisher (1933)¹¹.** Sin embargo, salvo honrosas excepciones, como el BIS o The Levy Economics Institute, los grandes organismos económicos y financieros, públicos y/o privados, los Bancos Centrales, o los distintos Tesoros, miraron a otra parte. El marco analítico desarrollado por Wynne Godley¹², economista del Levy Economic Institute, le permitió predecir con suficiente antelación la Gran Recesión¹³. Se trata

¹⁰ Minsky, H.P. (1986): “Stabilizing an Unstable Economy”. New Haven: Yale University Press ISBN: 9780300033861 Minsky, H.P. (1992). “The Financial Instability Hypothesis”. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper 74. ISSN 1547-366X.

¹¹ Fisher, I. (1933): “The Debt-Deflation. Theory of Great Depressions”. *Econometrica*, 1 (4): 337–357.

¹² Véase Godley, W., y Lavoie, M. (2007). *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Palgrave MacMillan.

¹³ Véase Godley, W. (1999). “Seven unsustainable processes: medium-term prospects and policies for the United States and the world”. *Strategic Analysis*, Levy Economics Institute of Bard College.

de los balances financieros sectoriales. La idea esencial es que dado que el ingreso tiene que ser igual al gasto de la economía en su conjunto (que es lo mismo que decir que el ahorro es igual a la inversión), las sumas de la diferencia entre los ingresos y los gastos de cada uno de los sectores de la economía también deben ser cero. Estas diferencias también pueden describirse como “balances financieros”. Por lo tanto, si un sector gasta menos que su ingreso debe acumular compras (netas) en otros sectores. El punto crucial es que, dado que los saldos sectoriales deben sumar cero, un aumento en el déficit de un sector debe ir acompañado de un cambio compensatorio en los demás. De ahí se sigue que, si el déficit fiscal aumenta, la suma de los excedentes de los otros sectores de la economía debe aumentar de manera precisamente compensada.

Godley predijo que un gran aumento en el balance financiero del sector privado al final se hace insostenible y acaba provocando una recesión y un gran aumento en los déficits gubernamentales. Godley¹⁴ fue uno de los relativamente pocos economistas en predecir la naturaleza de la recesión con bastante anticipación, y por hacerlo sobre la base de un modelo formal.

A continuación, vamos a relacionar la Hipótesis de Inestabilidad Financiera, como marco teórico explicativo de la actual crisis económica, con la Teoría de Deflación por Deuda de Irving Fisher, que permite prever la dinámica de crecimiento (recesión), y precios (deflación) en la que estamos inmersos.

La Hipótesis de Inestabilidad Financiera de Hyman Minsky afirma que los empresarios, las familias, y sus banqueros, aceptarán asumir más riesgo en períodos de auge económico o después de un largo período de crecimiento sostenido. Los bancos reducen sus exigencias para los préstamos, y aceptan unas tasas de endeudamiento más elevadas. Bancos, familias y empresas se van a conformar con una menor proporción de activos líquidos, produciéndose la paradoja de la tranquilidad: un período feliz de actividad económica terminará por hacer más frágiles los balances financieros. Esa fragilidad económica irá acompañada de comportamientos especulativos: bancos y empresas van a competir entre sí apoyándose en la palanca del endeudamiento, y las familias actuarán de manera parecida, provocando una inflación de los precios bursátiles y del sector inmobiliario. La reacción del Banco Central será o imponer restricciones de crédito, o, lo más probable, subir tipos de interés. Estas subidas harán más frágil la situación financiera de todos los sectores, pues el peso del endeudamiento se habrá incrementado. Entonces los bancos endurecerán las concesiones de créditos, agravando la fragilidad. Hay riesgo de que todo termine con un crac financiero, a menos que el Estado acepte encarar un elevado déficit financiero con el fin de sostener la demanda global.

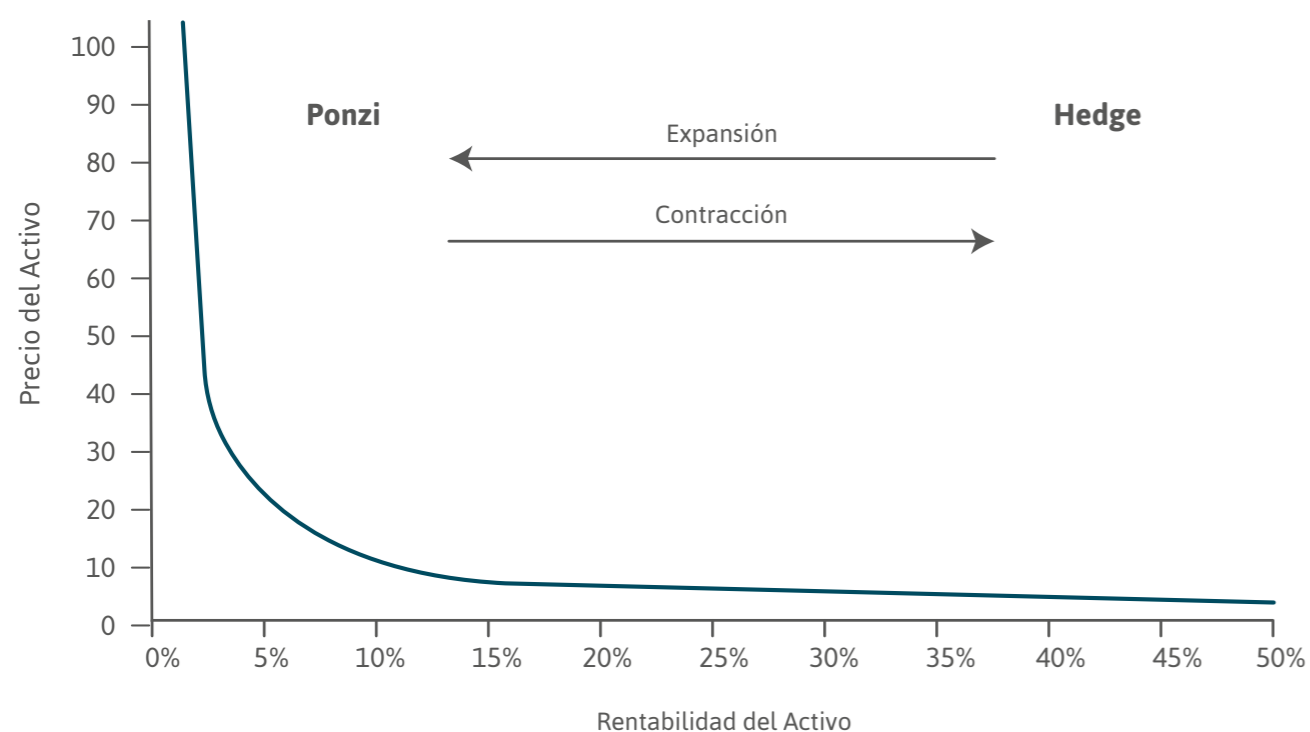
Profundizando un poco más en la **Hipótesis de Inestabilidad Financiera de Hyman Minsky** observamos que **presenta tres elementos clave.**

- El primero se refiere a la progresión del apetito por el riesgo durante una expansión económica, más concretamente a las fases de financiación / endeudamiento en la compra de activos a lo largo del ciclo económico.

Véase gráfico 5.

¹⁴ Véanse Keegan, William (20 May 2010). “Wynne Godley obituary: Economist with a flair for anticipating and responding to crises”. *The Guardian*. Schliefer, Jonathan (10 September 2013). “Embracing Wynne Godley, an Economist Who Modeled the Crisis”. *The New York Times*.

Gráfico 5. La progresión del apetito al riesgo durante una expansión económica.



Fuente: Elaboración Propia

Cuando se inicia la fase de recuperación económica los activos suelen estar baratos y la deuda que se consigue para su financiación no suele presentar problemas de devolución (Hedge Finance). Conforme aumenta la confianza y propensión al riesgo de los inversores, y nos adentramos en una fase de expansión económica, los activos son adquiridos a precios que ya no son baratos, y la deuda utilizada para ello puede presentar dos problemas de cara a su devolución: riesgo de aumento de los costes de financiación y/o restricciones de liquidez (Speculative Finance). El caso extremo de propensión al riesgo de los inversores es el Juego Ponzi (Ponzi Finance): se financia la compra de un activo fuertemente sobrevalorado con la única intención de venderlo al mercado mañana a un precio más alto (véanse las dos últimas burbujas: las puntocom y la inmobiliaria).

- El segundo elemento clave de la Hipótesis de Inestabilidad Financiera de Hyman Minsky es la estabilidad de los mercados de capital financiados con deuda. La característica clave en los mercados de activos es el proceso "mark-to-market": si se producen descensos en la demanda de dichos activos, se podrían activar pérdidas de capital mark-to-market, colocando los valores del colateral por debajo de los niveles necesarios para soportar la financiación de la deuda.
- El tercer elemento clave de la Hipótesis de Inestabilidad Financiera de Hyman Minsky son los motores de los beneficios empresariales. Minsky incorpora en su HIF la visión de beneficios de Kalecki: un incremento en los gastos de inversión expande los beneficios sobre los rendimientos previos, activando un mayor apetito por el riesgo, y más inversión.

¿Cómo se activa el Proceso de Inestabilidad Financiera? A través de la confianza de los inversores: cuando los inversores se vuelven más cautelosos demandarán retornos sobre el capital más altos. A través del proceso mark-to-market probablemente se producirán pérdidas de capital, activando una contracción en la inversión. Descensos en la inversión contraen el retorno del stock de capital ya existente. Bajo este escenario, incluso los inversores cautelosos que inicialmente habían adquirido activos sobre "Hedge Finance", podrían encontrarse manteniendo activos sobre "Ponzi Finance", incapaces de cubrir los costes del servicio de su deuda. Sobran los comentarios.

Irving Fisher describió como este proceso de desapalancamiento podría llevar a una Deflación por Deuda: la liquidación de la deuda obliga a vender los activos en una situación de dificultad o apuros ("distress"), a una contracción de los depósitos, y a una desaceleración en la velocidad de circulación del dinero. Como consecuencia se produce un descenso en los niveles de precios, de manera que si no se implementan políticas reflacionistas, se produciría aún una mayor caída en la riqueza neta de empresas y familias, precipitando bancarrotas, una reducción en la producción, comercio, y empleo, generando más pesimismo y pérdida de confianza, lo cual llevaría a una mayor desaceleración en la velocidad de circulación, y a una mayor caída de precios. Se produce, por lo tanto, aberraciones en los tipos de interés: mientras los tipos nominales caen, los tipos reales suben, de manera que la política monetaria es ineficiente.

Este esquema explica perfectamente la Gran Recesión y el los problemas del sistema bancario de los países desarrollados: **los elevados niveles de sobreendeudamiento de la mayor parte de las principales economías desarrolladas supusieron que cuando el colateral que "apoyaba" esos niveles de deuda colapsa, se inicia un desapalancamiento que implica demanda insuficiente, exceso de producción, necesidad de reducir deuda, destrucción de capital, y desempleo.** Es muy importante entender que en esta situación las empresas reaccionan infrutilizando medios de producción, destruyendo capital, y aumentando productividad vía desempleo, mientras que las familias disminuyen drásticamente el consumo, de manera que la crisis se retroalimenta.

4. LA DEUDA FAMILIAR DESDE 2008. SITUACIÓN ACTUAL

En este apartado se analiza la dinámica de la deuda de las familias españolas desde que se inicia la Gran Recesión en 2008 hasta la actualidad. Distinguiremos dos fases. En la primera, se estudiará la dinámica de la deuda familiar durante la Gran Recesión, 2008-2014, en pleno desapalancamiento de las familias y empresas. En segundo lugar, se analizará la dinámica de endeudamiento de los hogares durante la recuperación 2014-2019 hasta la irrupción de la Covid19.

4.1. La Deuda Familiar durante la Gran Recesión (2008-2014).

A finales de 2008 se inicia la Gran Recesión porque una parte del sector privado presentaba problemas de solvencia. La deuda de las familias, empresas, y entidades financieras superaba los 3,4 billones de Euros, y el precio del colateral que soportaba la mayor parte de la misma empezaba a caer. Los problemas del sistema bancario español, que relajó e incentivó la concesión de esa deuda, iban a ir más allá de meras dificultades de liquidez. Una gran parte de las entidades eran en realidad insolventes. Como consecuencia del descenso del colateral, y los elevados niveles de endeudamiento, las familias disminuyen el consumo y recuperan ahorro, las empresas no financieras no invierten, destruyen capital ya instalado, y despiden a trabajadores. Las entidades financieras cortan el grifo del crédito, en un contexto de incremento de la mora, y tratan de recapitalizarse a costa de los contribuyentes. Nos encontramos ante lo que se conoce técnicamente como una **recesión de balances**, Koo (2009, 2011, 2015)¹⁵.

El objetivo es reducir deuda. En ese contexto, los ingresos públicos se hundieron, aumenta el déficit público y se incrementa la deuda del Estado.

España, además, era un país fiscalmente desarmado. Las sucesivas exenciones y deducciones en el impuesto de Sociedades, la eliminación de Patrimonio o Sucesiones, y el escaso control sobre el fraude, implicaba una enorme vulnerabilidad a los cambios de ciclo. Veamos en los cuadros 11-12 y en el gráfico 6, bajo este escenario, cómo evoluciona la deuda de la economía española, para posteriormente analizar la deuda de las familias.

Cuadro 11. Recesión de Balances: Desapalancamiento de la Deuda Privada de España 2008-2014 (millones de euros).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PIB a precio de mercado	1.109.541	1.069.323	1.072.709	1.063.763	1.031.099	1.020.348	1.032.158
Total Deuda Economía Española	3.930.102	4.145.442	4.211.479	4.208.902	4.210.475	4.131.172	4.162.950
Administraciones Públicas	514.371	659.252	717.735	819.995	1.079.751	1.255.564	1.418.342

¹⁵ Koo, R. (2009): "The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession". John Wiley & Sons (Asia). ISBN: 9780470824948; Koo, R. (2011) "The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics" Real-World Economics Review 58, Nomura Research Institute, Tokyo. Koo, R. (2015): "The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap". John Wiley & Sons (Asia). ISBN: 9781119028123.

Administración Central	389.759	512.825	542.094	623.296	832.786	982.966	1.117.569
Comunidades Autónomas	75.572	94.482	123.082	142.825	185.856	213.227	245.104
Corporaciones locales	31.872	34.777	35.391	36.705	43.922	42.184	38.482
Administraciones Seguridad Social	17.169	17.169	17.169	17.169	17.188	17.187	17.188
Otros Sectores Residentes	3.415.731	3.486.190	3.493.743	3.388.908	3.130.723	2.875.608	2.744.607
Sociedades No Financieras	1.459.994	1.473.455	1.497.979	1.458.266	1.339.187	1.267.873	1.207.738
Sociedades Financieras	1.039.042	1.103.789	1.090.587	1.052.768	950.637	814.106	779.118
Hogares y Familias	916.695	908.946	905.177	877.874	840.899	793.629	757.751
Préstamos a Corto Plazo	42.308	38.306	33.734	31.462	31.272	28.226	26.359
Préstamos a Largo Plazo	874.388	870.641	871.443	846.412	809.627	765.403	731.392

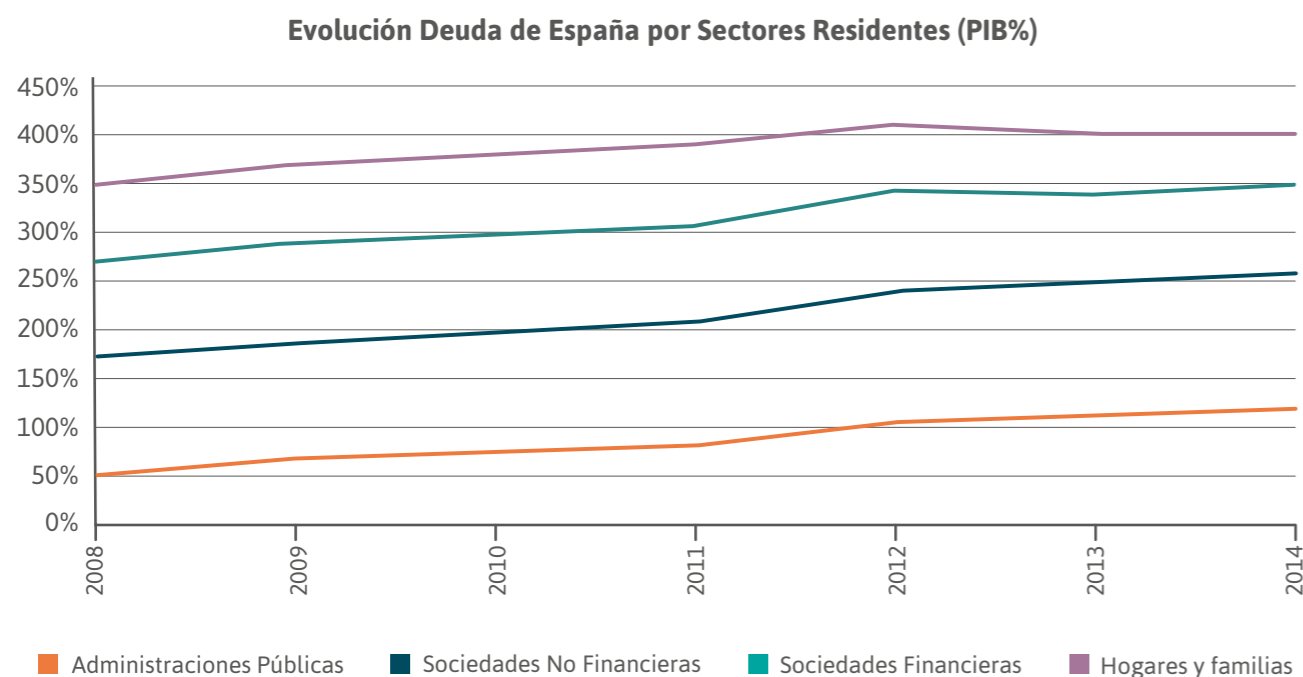
Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Cuadro 12. Composición de la Deuda de España por Sectores en el período 2008-2014 (% del Total de Deuda).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total Deuda Economía Española	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Administraciones Públicas	13%	16%	17%	19%	26%	30%	34%
Administración Central	10%	12%	13%	15%	20%	24%	27%
Comunidades Autónomas	2%	2%	3%	3%	4%	5%	6%
Corporaciones locales	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Administraciones Seguridad Social	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros Sectores Residentes	87%	84%	83%	81%	74%	70%	66%
Sociedades No Financieras	37%	36%	36%	35%	32%	31%	29%
Sociedades Financieras	26%	27%	26%	25%	23%	20%	19%
Hogares y Familias	23%	22%	21%	21%	20%	19%	18%
Préstamos a Corto Plazo	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Préstamos a Largo Plazo	22%	21%	21%	20%	19%	19%	18%

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Gráfico 6. Evolución de la Deuda de España por Sectores: 2008-2014 (% PIB).



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Desde 2008 hasta 2014 la deuda privada se redujo en más de 670.000 millones de euros. Pero, profundizando un poco en los datos, existen comportamientos divergentes entre los sectores que la componen (empresas no financieras, sociedades financieras y familias). Las familias son las primeras que empiezan a reducir su deuda, desde 2008, proceso que se acelera a partir de 2010, momento en que nuestra economía es intervenida de facto por Europa. En total, las familias disminuyeron su volumen de deuda alrededor de los 160.000 millones de euros, un 17% de la que tenían en 2008. Las empresas no financieras empiezan tarde, a partir de 2011, pero de una manera intensa. Han implementado un proceso de desinversión que ha supuesto una reducción de su montante de deuda en alrededor de los 253.000 millones de euros. Por el contrario, la deuda de las sociedades financieras residentes en nuestro país sólo empieza a descender a partir de 2012, lo cual era especialmente llamativo en pleno proceso de reestructuración bancaria y limpieza aparente de sus balances. La reducción de deuda entre 2012 y 2014 supera los 273.000 millones de euros, y se hizo a costa del dinero público, deuda soberana. La combinación de estas dinámicas contrapuestas en el sector privado provocó una contracción del crédito en nuestro país. Las empresas y familias tratan de reducir deuda a toda costa, y por lo tanto no demandan nuevos crédito; la banca, en pleno proceso de reestructuración, apenas reducía su deuda, síntoma de que en sus balances bancarios seguía habiendo activos tóxicos, y, por lo tanto, no prestaba.

Sin embargo, el hecho más destacado de los cuadros 11-12, y del gráfico 6, es el fuerte incremento de la deuda pública, en más de 903.000 millones de euros desde el inicio de la crisis. Desde 2008 el volumen de deuda pública sobre PIB aumentó más de 90 puntos porcentuales. Ello se debe básicamente a dos razones: Por un lado, el rescate bancario, que se hizo a costa de los contribuyentes; y, por otro, la intensa recesión de balances, acelerada por las políticas económicas implementadas desde mayo de 2010, y que activaron los estabilizadores automáticos.

En definitiva, la explosión de deuda pública va más allá de los estabilizadores automáticos. Turiel (2012, 2014)¹⁶ cuantificó para 2008-2013 qué parte del incremento del stock de deuda pública

¹⁶ Turiel, A. (2012). "Informe Sobre la Legitimidad de la Deuda Pública de la Administración Central del Estado de España". Mimeo. <http://www.frentecivicosomayoria.es/wp-content/uploads/2012/12/Agustin-Turiel-informe-sobre-la-deuda-ilegitima.pdf>;

Turiel, A. (2014). "Deuda Pública Ilegítima en la Administración Central del Estado de España". Mimeo. <http://www.ecosfron.org/wp-content/uploads/Agustin-Turiel-Deuda-publica-la-deuda-ilegitima.pdf>

emitida por la Administración Central se debió a fondos que se destinaban no a sufragar gastos operativos corrientes o de capital, sino a ser nuevamente prestados a terceros (reflotar entidades de crédito). Estimó que del incremento en el montante de deuda emitida por la Administración Central en el período 2008-2013, **227.091**, casi la mitad, era para financiar al sistema crediticio.

Podemos sacar dos conclusiones.:

Se produce un fuerte desapalancamiento, o reducción de deuda en el sector privado, que técnicamente genera una recesión de balances. Si la deuda privada representaba el 87% del total de la deuda de la economía española, tras el desapalancamiento, en 2014 se situó alrededor del 66%. El proceso de reducción de la deuda privada se produjo, en primer lugar, en familias y empresas no financieras. El sector financiero empezó a reducirla a partir de 2012, sobre todo con ayudas públicas. La deuda del sector público se dispara no solo porque se activan los estabilizadores automáticos, sino por la financiación a terceros, rescate bancario, que se diseñó a favor de la gerencia y acreedores, y a costa de los contribuyentes.

4.1.1. El Desapalancamiento de las Familias durante la Gran Recesión.

Se va a detallar como las familias se desapalancaron durante la Gran Recesión, es decir, cómo redujeron su deuda en el período 2008-2014. Las cifras se encuentran recogidas en el cuadro 13 y en el gráfico 7, donde se detallan la evolución del total de la deuda de los hogares de 2008 a 2014. Para una explicación de los distintos conceptos que aparecen en la tabla, véanse los apartados 2.1.1 y 2.2.1.

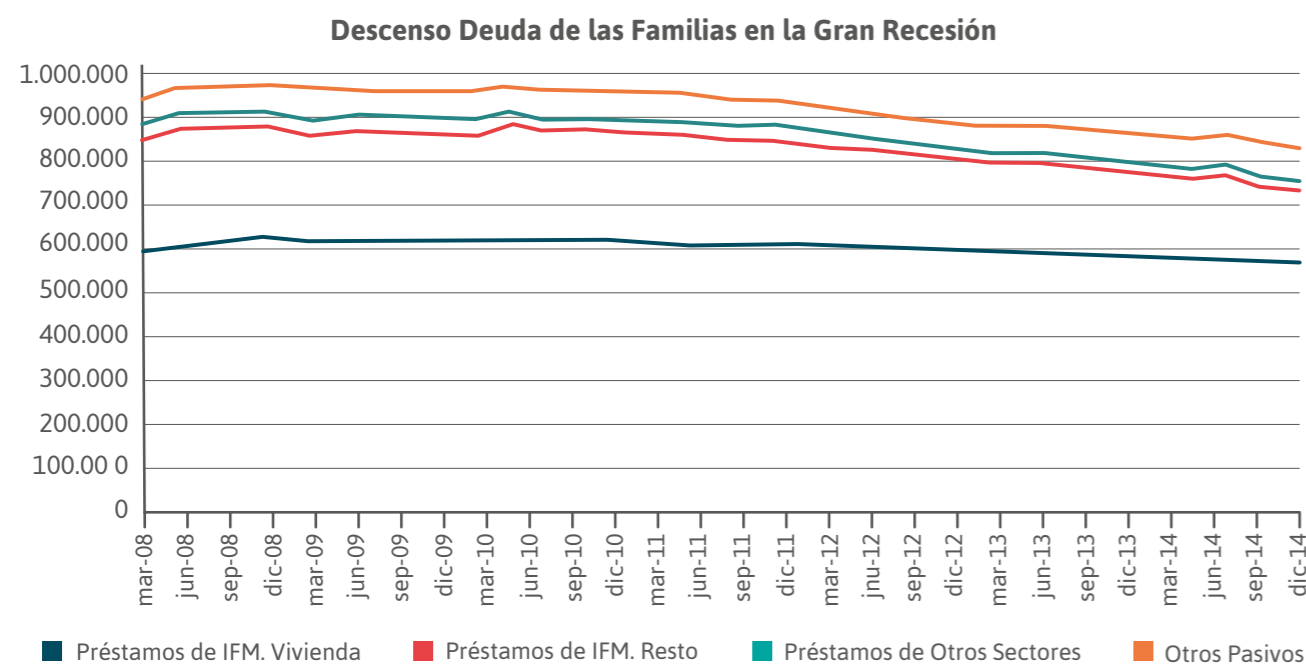
Cuadro 13. Deuda Total Hogares en la Gran Recesión: 2008-2014 (millones de euros).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pasivos Totales	964.825	955.783	960.101	930.140	892.617	844.146	807.177
Préstamos Totales	916.695	908.946	905.177	877.874	840.899	793.629	757.751
Préstamos de IFM	880.591	873.571	876.633	857.235	821.453	776.243	742.614
Préstamos de IFM. Vivienda.	626.620	624.755	632.449	626.550	605.057	580.784	557.973
Préstamos de IFM. Resto.	253.971	248.816	244.183	230.685	216.396	195.459	184.641
Préstamos de Otros Sectores	36.105	35.375	28.544	20.639	19.446	17.386	15.138
Otros Pasivos	48.130	46.837	54.924	52.266	51.718	50.517	49.426

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Durante el período 2008-2014, las familias redujeron su volumen de deuda de manera notoria. La deuda total de las familias en ese período cayó un 16%, descenso superior al del PIB Nominal (7%), mientras que la Renta Bruta Disponible de los hogares crecía un 15%. El descenso del volumen de deuda se debió sobre todo a la rúbrica préstamos, que se contrajeron un 17%, tanto los préstamos de las IFM para vivienda, que cayeron un 11%, como el resto de préstamos de las IFM que descendieron un 27%. La rúbrica otros pasivos, por el contrario, se expandieron un 3%.

Gráfico 7. Evolución de la Deuda Total Hogares 2008-2014 (millones de euros).



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

A continuación se analizarán los préstamos de los hogares procedentes del sistema crediticio, así como la distribución del crédito tanto para personas físicas como entre las distintas actividades productivas –agricultura, industria, construcción, y servicios-. Conforme avanzaba la Gran Recesión, y caía el precio de la vivienda, en un contexto de austeridad fiscal y devaluación salarial, las familias trataban de reducir la deuda, y disminuían el consumo privado. Durante este período se produce el mayor número de desahucios de nuestra historia, lo que se tradujo en un empobrecimiento de las familias españolas. Estos datos se recogen en los cuadros 14 y 15. Las rúbricas y explicación de cómo se construyen se detallaron en los cuadros 4 y 5.

La financiación a hogares durante la Gran Recesión se contrajo un 16%. Mientras los préstamos destinados a vivienda descendieron un 14%, el resto de préstamos a hogares caían todavía más, un 29%.

Al no existir la dación en pago, las familias se veían obligadas a repagar la deuda hipotecaria porque en caso contrario verían ejecutada la misma. En un contexto de aumento del desempleo, y cierre del grifo bancario, el resto de préstamos destinados a la adquisición de bienes duraderos y/o bienes corrientes se contrajo todavía con más fuerza.

Esta situación se vio amplificada en la concesión de créditos para las actividades productivas, que todavía cayeron más que el crédito a hogares, un 34%, más del doble. Ello se debió sobre todo al crédito al sector de la construcción, que se desplomó un 67%, y a los servicios inmobiliarios, que se contrajeron un 53%. En definitiva, cayó más el crédito a actividades productivas, especialmente las relacionadas con la construcción, que el correspondiente a personas físicas, y dentro de éstos últimos más los préstamos para bienes, duraderos y/o corrientes, que para la adquisición de la vivienda. Como consecuencia de estas dinámicas, los créditos para la adquisición y rehabilitación de viviendas representaban en 2014 el 40% del total, aumentando su participación en 5 puntos porcentuales respecto al inicio de la Gran Recesión a pesar de su contracción.

El circuito del crédito bancario no funcionó y se produjo un “credit crunch” o crisis crediticia en toda regla.

Cuadro 14. Evolución Financiación Entidades de Crédito a Hogares en la Gran Recesión: 2008-2014 (millones de euros).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Financiación a Hogares e ISFLSH, Residentes en España	908.161	900.376	895.244	867.932	830.879	782.982	748.760
Préstamos entidades crédito residentes y otros ^a (VIVIENDA)	678.448	678.552	679.959	666.866	641.948	610.846	585.705
Préstamos entidades crédito residentes y otros ^a (OTROS)	229.712	221.824	215.285	201.065	188.930	172.136	163.056
Promemoria: préstamos titulizados fuera de balance para vivienda	23.304	23.986	17.161	10.336	8.813	6.451	5.910
Promemoria: préstamos titulizados fuera de balance distintos vivienda	4.436	2.986	1.637	547	801	450	405

a) Otros hace referencia a préstamos titulizados y préstamos transferidos a SGA

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Cuadro 15. Evolución del Crédito a Actividades Productivas y a Personas Físicas 2008-2014 (millones de euros).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Crédito de Entidades de Crédito y otras EFC	1.869.882	1.837.038	1.843.952	1.782.555	1.604.961	1.448.244	1.380.222
Financiación actividades productivas	1.018.048	999.570	1.012.916	970.773	829.788	719.180	674.082
Agricultura	6.244	23.123	23.128	21.782	20.217	18.448	17.693
Industria, excepto construcción	156.141	152.199	152.376	143.246	131.109	115.465	112.271
Construcción	151.848	130.438	114.519	98.546	76.217	60.154	49.754
Servicios	683.816	693.809	722.893	707.198	602.246	525.113	494.364
Del cual, servicios inmobiliarios	318.032	322.984	315.782	298.323	224.015	176.822	150.328
Otras financiaciones a personas físicas	819.412	813.939	812.781	793.430	755.689	714.984	690.203
Adquisición y rehabilitación vivienda	655.145	654.566	662.798	656.452	633.138	604.395	579.823
Adquisición vivienda	626.620	624.755	632.449	626.550	605.057	580.784	558.003
Rehabilitación vivienda	28.525	29.811	30.348	29.902	28.081	23.611	21.819
Bienes consumo duradero	54.176	49.273	42.068	37.686	32.904	25.910	29.252
Resto ^a	110.092	110.101	107.916	99.292	89.647	84.679	81.128
Financiación instituciones privadas sin ánimo lucro	6.091	5.523	6.096	7.000	6.976	6.299	5.962
Sin Clasificar	26.331	18.006	12.159	11.352	12.507	7.781	9.976
Promemoria: Crédito de Entidades de crédito a construcción y vivienda	1.125.024	1.107.988	1.093.099	1.053.321	933.370	841.371	779.905

(a) Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

4.2. El Papel de la Deuda Privada en la Gran Recesión.

La Gran Recesión se debió al papel que jugó la deuda privada en la economía, mucho más importante del que están dispuestos a concederle la mayoría de los economistas (Keen, 2011, 2012a, 2012b, 2012c)¹⁷. Es fundamental analizar el nivel y la tasa de variación del crecimiento de la deuda privada y el efecto desestabilizador de la misma. Después de una fase de acumulación de deuda, siempre retroalimentada por una burbuja financiera, en el momento en el que esas tendencias al crecimiento de la deuda privada terminan, la economía se desploma, y los precios de los activos financieros y de las casas se hunden, produciéndose una recesión de balances. El dinero ficticio genera dinero basura.

Bajo este análisis, en vez producirse necesariamente una equivalencia entre la demanda agregada y la oferta agregada, la demanda agregada excederá a la oferta agregada si crece la deuda, y caerá por debajo de la oferta agregada, si cae la deuda. Por lo tanto, el volumen nominal del dinero importa, y las dinámicas bancaria y de deuda han de incluirse en los modelos macroeconómicos, en vez de ignorarlas como hace la teoría económica neoclásica. Y además deben tenerse en cuenta de cara a implementar políticas fiscales.

La aceleración de la deuda en la conducción de burbujas de activos sugiere una serie de conclusiones que se deberían tener en cuenta en la implementación de la política económica:

- La crisis no termina hasta que la deuda privada se haya reducido substancialmente.
- Los precios de los activos se reducirán con la reducción de la deuda.
- Los esquemas Ponzi son la causa de las burbujas o inflaciones de activos.
- Como la deuda no puede crecer permanentemente, todas las burbujas de activos acaban estallando.

En este proceso de expansión de la deuda privada la banca ha jugado un papel relevante, introduciéndose un problema de riesgo moral, muy típico en economía. Los beneficios bancarios son impulsados por el volumen de deuda. La banca cuanto más se apalanca, más gana; y en el caso de que se produzcan bruscos descensos en el precio del colateral que alimenta su deuda, el Estado acaba rescatándola y contaminado e incrementando la deuda pública. No vale con confiar en que los bancos aprenderán de la crisis y se comportarán de manera más responsable. Tienen un deseo innato de extender deuda y tratarán de convencer a sectores no bancarios para asumirla. Y la aceleración de la deuda es la fuente de las burbujas o inflaciones de activos.

Por lo tanto, hay que romper el nexo precio de activos-deuda para frenar las burbujas. Para ello, hay que reducir el atractivo de la especulación apalancada en los precios de los activos, pero sin ahogar la demanda de deuda para inversión.

¹⁷ Keen, S. (2011): "A Monetary Minsky Model of the Great Moderation and the Great Recession". *Journal of Economic Behavior & Organization* 86: 221-235.

Keen, S. et al. (2012a): "Radical Economic Theories of the Current Economic Crisis", Prepared for the URPE-Occupy Summer Conference, August 2012

Keen, S. (2012b): "The Debtwatch Manifesto". Mimeo. <http://www.debtdeflation.com/blogs/wp-content/uploads/2012/01/TheDebtwatchManifesto.pdf>

Keen, S. (2012c): "Instability in Financial Markets: Sources and Remedies" Prepared for INET Conference, Berlin. <http://www.debtdeflation.com/blogs/wp-content/uploads/2012/04/KeenINET2012InstabilityFinancialMarkets02.pdf>

4.2.1. Propuestas Genéricas para Limitar la Deuda.

Serían necesarios algunos cambios de política económica que podrían, por un lado, reducir cierta tendencia inexorable hacia una mayor deuda, es decir, no incentivarla; y, por otro, reducir su potencial efecto dañino cuando el colateral colapse, lo que irremediamente lleva a las economías al caos.

Del análisis hecho hasta ahora, surgen varias recomendaciones de política económica relacionadas con el sistema financiero:

- Restricciones de Crédito.** Como los ciclos de apalancamiento existen, es necesario un control de la expansión del crédito ex ante en lugar de castigar a los deudores a posteriori. Siguiendo el ejemplo de Irlanda, se podría proponer establecer dos límites conjuntos: limitar el volumen de préstamos hipotecarios al 80% el valor de tasación; y además el volumen total de préstamo hipotecario debe ser inferior al salario de 5 años de la unidad familiar.
- Reducir el atractivo de la especulación apalancada en los precios de los activos,** pero sin ahogar la demanda de deuda para inversión¹⁸. Se propone acabar con los incentivos fiscales a la deuda, reduciendo o eliminando las deducciones fiscales de los pagos de intereses corporativos siguiendo las legislaciones belga o estadounidense, ésta última especialmente para la banca. Será necesario un período o régimen transitorio de aplicación ya que su impacto en la cuenta de resultados de ciertas empresas podría ser muy relevante, de manera que finalmente éstas acabaran trasladando este incremento de costes a trabajadores –despidos- y clientes.
- Se debe **promover la separación plena entre la banca comercial y banca de inversión,** mediante el restablecimiento global de la Ley Glass-Steagall. Nuestro país debería haber desarrollado una regulación similar a La Ley de Servicios Financieros del Reino Unido¹⁹ elaborada a partir del Informe Vickers y de las críticas al mismo. Las entidades establecen un anillo de protección en torno a su negocio comercial (cuentas corrientes y de ahorro, hipotecas, préstamos a particulares y empresas...), que tendrá estatus legal propio y se gestionará de forma independiente a otras actividades más arriesgadas del banco, como las inversiones. Las autoridades reguladoras forzarán la "separación" de los bancos que no aislen adecuadamente las actividades de banca de inversión de las de banca comercial. Otras propuestas son la Regla Volcker como parte crucial de la Ley de Reforma Financiera de EEUU, también conocida como Dodd-Frank, que en principio trataba de limitar el tamaño de los bancos y restringir sus actividades de riesgo, o el Informe Liikanen para la Unión Europea^{20 21}.
- En el caso de nuestro país, al igual que ha ocurrido en la mayoría de países occidentales, la actual crisis sistémica paradójicamente ha producido una mayor concentración del sistema bancario. Ciertos bancos han alcanzado un tamaño excesivamente grande y constituyen un auténtico riesgo sistémico para la economía global. Además, aprovechándose del riesgo moral de que son "demasiado grandes para quebrar", están siendo subsidiados por los contribuyentes de las distintas naciones. Es necesario acabar con ello. Se debe estudiar la necesidad de **imponer límites** en nuestro país **a la concentración de depósitos, préstamos u otros indicadores bancarios, en definitiva al tamaño de los bancos.** La Regla Volcker en principio, además de restringir las actividades de riesgo, trataba de limitar el tamaño de los bancos, al igual que en el Informe Vickers para el caso del Reino Unido.

¹⁸ Véase distintas propuestas y referencias de distintos autores en Laborda, J. (2015): "España: ¿fue la deuda privada, estúpidos!" Revista Fundación y Cultura Fundación 1º Mayo, 68, pp 11-19 <http://www.1mayo.ccoo.es/nova/files/1018/Revista68.pdf>.

¹⁹ Véase <https://www.gov.uk/government/policies/creating-stronger-and-safer-banks>

²⁰ Véase http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013_5_es.pdf

²¹ Díez, J.L. (2013): "Reformas Financieras Estructurales (Volcker, Liikanen y Vickers): separación versus prohibición", Boletín Económico del ICE, nº3037 http://www.revistasice.com/CachePDF/BICE_3037_41-54_37457F8DECE1A45A6987B78F19D960C4.pdf

4.2.2. Propuestas para Aliviar la Deuda de Familias y Empresas.

Tal como sostienen Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff²², economistas profundamente ortodoxos, en "Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten", "(...) Las causas que han originado la actual crisis económica no solo no se han corregido sino que han empeorado. Los niveles extremos de deuda implican quiebras al estilo de los años 30. (...) La carga de la deuda en los países desarrollados se ha convertido en un evento extremo utilizando cualquier medida histórica y requerirán una ola de condonaciones de deuda, negociadas o no".

Esta tesis la suscriben también, aunque referida a la deuda privada, el **informe bianual del FMI del 10 de abril de 2012**²³ que ya **proponía la necesidad de reducir la deuda de las familias mediante quitas, estudiando diversas experiencias históricas**, HOLC de la Gran Depresión o la islandesa; y más recientemente, el Banco de Inglaterra, en *"Household Debt and Spending"*²⁴, mostraba como el canal de la deuda de las familias explica la recesión y débil recuperación de la economía británica. Por lo tanto, va a ser necesario activar, de manera paralela, varias propuestas, encaminadas a aliviar la deuda de familias y empresas. Se trata de facilitar un proceso de reestructuración de la deuda de las familias y empresas. Para ello, se activarían de manera paralela **varias propuestas**:

v. **Modelo Bancario Sueco**. Si bien se trata de políticas de ámbito estatal, se debería favorecer el modelo bancario sueco para hacer frente a los problemas de solvencia bancaria como consecuencia de una crisis de deuda provocada por el estallido de una burbuja financiera o inmobiliaria. Las pérdidas se reconocen hoy. La implementación del mismo permitiría reducir la deuda de cada prestatario a un nivel donde éste pueda permitirse el lujo de hacer frente a los pagos de la misma, pero a su vez el importe de las pérdidas asociadas a dichos préstamos se limita de forma que no suponga la creación de capital para el prestatario. Véanse además distintas experiencias históricas de quitas a la deuda de las familias exitosas²⁵.

vi. **Segunda Oportunidad y Dación en Pago**. Es necesario introducir en nuestra legislación lo que en derecho anglosajón se denomina régimen de la segunda oportunidad para personas físicas y jurídicas de forma ampliamente accesible y sin altos costes. Obviamente, esta medida lleva asociado la Dación en Pago y diferentes quitas. Debemos asumir que la Dación en Pago reduciría el crédito bancario y encarecería el mismo. Sin embargo, ello favorecería, por un lado, la búsqueda de recursos financieros alternativos por parte de las empresas, especialmente el uso de recursos propios, lo cual es tremendamente positivo -ver experiencias de aquellos países aquellos que tienen dación en pago-. Por otro lado, debería favorecer un cambio radical de visión sobre el papel de la vivienda en nuestro país, de manera que pase a ser un bien de uso y no de inversión. Debemos contribuir en este proceso con una política activa de vivienda en alquiler.

²² Véase Reinhart, C.M y Rogoff, K.S.(2013): "Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten", IMF Working Paper, WP/13/266. http://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/2014_05_28_rogoff-2-imf.pdf.

²³ Véase Leigh D. et al. (2012): "Dealing with Household Debt" edited in World Economic Outlook Series, April 2012, pp 89-124. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/text.pdf>

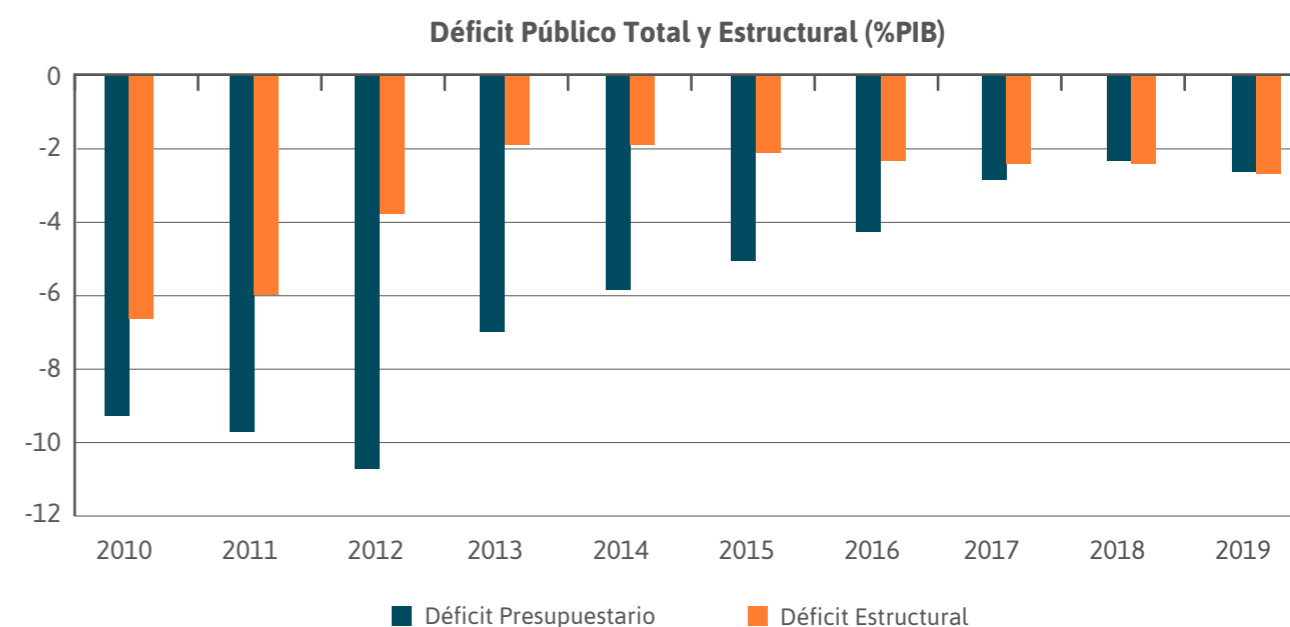
²⁴ Véase Bunn, P. and Rostom M. (2014): "Household Debt and Spending", Quarterly Bulletin 2014 Q3. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q304.pdf>

²⁵ Véase Leigh D. et al. (2012): "Dealing with Household Debt" edited in World Economic Outlook Series, April 2012, pp89-124. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/text.pdf>

4.3. La Deuda desde la Frágil Recuperación (2015-2019) hasta la Covid19.

Banco de España en el Informe Anual de 2016 detalló las razones que hubo detrás de las sorpresas positivas en nuestra economía desde finales de 2014. En las páginas 56-58 de dicho Informe Anual de 2016, concretamente en el recuadro 5.2, se analiza el efecto de los factores transitorios en la evolución de aquellos años de la economía española y su comparación con el área del euro. Por un lado, la relajación del ajuste presupuestario. Por otro, la entrada de flujos financieros foráneos en nuestra economía, derivados de la política monetaria del BCE. Pero además Banco de España añade otra relevante, la bajada no prevista del precio del petróleo y otras materias primas. Según los cálculos del regulador, estos tres elementos habrían tenido un impacto sobre la actividad más positivo del previsto. Y además todos ellos impactaron de modo menos favorable sobre el PIB del área del euro que sobre el español. La suma de los tres factores positivos no previstos en el período 2014-2016 fue espectacular para España: añadieron en 2014 0,2% al crecimiento del PIB, en 2015 1,6% y en 2016 un 3,7%. El aspecto más relevante de política económica fue la relajación de la austeridad fiscal. Véase gráfico 8.

Gráfico 8. Política Fiscal España: 2010-2015.



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Eurostat.

Frente a la dura restricción fiscal aplicada en el período 2010-2013, a partir de 2014 la política fiscal ha mantenido un tono más expansivo, con un mayor deterioro de lo previsto del saldo primario ajustado de ciclo, tanto en el área del euro como, sobre todo, en España. Se estima que este curso de la política fiscal habría añadido 1,1 puntos porcentuales acumulados al crecimiento del PIB de España en el conjunto de estos años, frente a solo 0,4 en el caso del área del euro. En realidad, el impacto en nuestro país sería mayor, próximo a los 2 puntos porcentuales.

Pero no solo hubo una relajación presupuestaria, programada con Bruselas. Las ayudas del Banco Central Europeo fueron notorias. Permitieron, en un contexto de impulso fiscal, una reactivación del crédito bancario, como luego veremos, evitado un descarrilamiento del sistema bancario. Según el regulador, las actuaciones adoptadas en política monetaria en el período 2014-2016, tanto en el ámbito de políticas convencionales como no convencionales, han contribuido a que el tipo de cambio efectivo nominal se depreciara en ese período en torno a un 14 % y a que los costes de financiación del conjunto de agentes de la economía española hayan experimentado una disminución sustancial. De acuerdo con las estimaciones de Banco de España, estas medidas de política monetaria habrían impulsado algo más el crecimiento en España (1,7 puntos porcentuales) que en el conjunto del área del euro (1,5 puntos porcentuales).

A cierre de 2019 en el Balance de Banco de España el total de activos, derivado de la aplicación del programa de compras del regulador -expansión cuantitativa-, básicamente deuda soberana, ascendía a más de 332 mil millones de euros, cifra que tras el Covid19 se aproxima, con los datos de agosto, a los 424 mil millones de euros. Banco de España ya es el primer acreedor del Tesoro. Una de las consecuencias de esta política monetaria es el déficit o necesidades de financiación del sistema bancario español, vía Eurosistema o Target 2, que alcanzó en diciembre de 2019 los 376 mil millones de euros, cifra que de nuevo el Covid19 elevó a los 455 mil millones, con datos de agosto, superando por mucho los niveles récord de 2012, en plena turbulencia financiera.

¿Cómo se ha trasladado esta dinámica económica del período de frágil recuperación a la evolución de la deuda de la economía española y de las familias? En los cuadros 16-17 y en el gráfico 9, se detalla cómo ha evolucionado la deuda de la economía española. Posteriormente nos centraremos en la deuda de las familias.

Cuadro 16. La Deuda de España por Sectores, desde la Frágil Recuperación (2015-1^{er} Trimestre 2020) hasta la Covid19 (millones de euros).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 TR.1
PIB a precio de mercado	1.077.590	1.113.840	1.161.867	1.204.241	1.244.772	1.236.884
Total Deuda Economía Española	4.004.021	3.951.948	3.955.382	3.970.748	4.072.437	4.070.441
Administraciones Públicas	1.409.362	1.457.152	1.507.020	1.552.734	1.644.062	1.657.945
Administración Central	1.087.619	1.124.773	1.157.307	1.188.080	1.265.724	1.277.988
Comunidades Autónomas	69.301	282.862	293.176	297.595	299.989	301.971
Corporaciones locales	35.254	32.344	29.144	25.864	23.325	22.961
Administraciones Seguridad Social	17.188	17.173	27.393	41.194	55.024	55.025
Otros Sectores Residentes	2.594.659	2.494.796	2.448.361	2.418.014	2.428.375	2.412.496
Sociedades No Financieras	1.183.739	1.162.761	1.150.313	1.157.426	1.159.107	1.160.816
Sociedades Financieras	677.668	613.527	587.004	550.972	560.667	547.167
Hogares y Familias	733.252	718.508	711.044	709.617	708.601	704.514
Préstamos a Corto Plazo	28.006	26.874	27.333	29.638	32.240	30.802
Préstamos a Largo Plazo	705.245	691.634	683.712	679.979	676.360	673.712

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

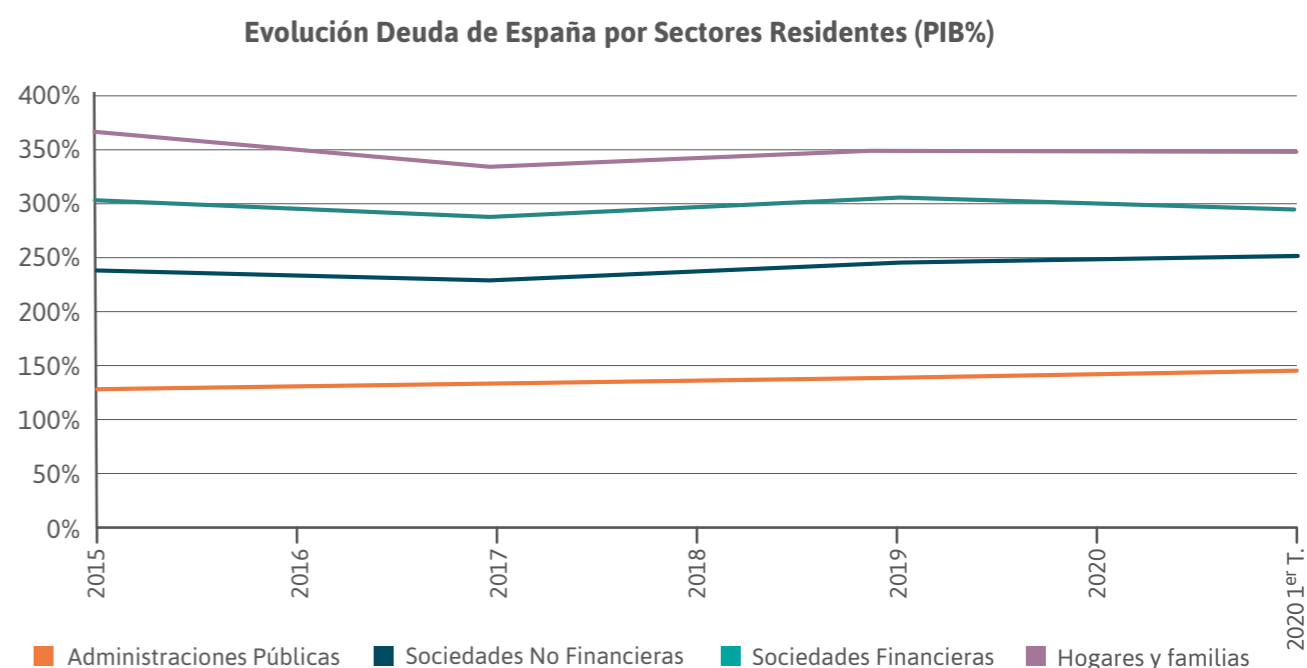
Cuadro 17. Composición de la Deuda de España por Sectores en el período 2015-1^{er} Trimestre 2020 (% del Total de Deuda).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 TR.1
Total Deuda Economía Española	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Administraciones Públicas	35%	37%	38%	39%	40%	41%
Administración Central	27%	28%	29%	30%	31%	31%
Comunidades Autónomas	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Corporaciones locales	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Administraciones Seguridad Social	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Otros Sectores Residentes	65%	63%	62%	61%	60%	59%
Sociedades No Financieras	30%	29%	29%	29%	28%	29%
Sociedades Financieras	17%	16%	15%	14%	14%	13%
Hogares y Familias	18%	18%	18%	18%	17%	17%
Préstamos a Corto Plazo	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Préstamos a Largo Plazo	18%	18%	17%	17%	17%	17%

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Gráfico 9. Evolución Deuda de España por Sectores: 2015-Actualidad (% PIB).



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Desde 2015 hasta 2019 el montante de la deuda española apenas ha variado, aumentando durante este período en 66.000 millones de Euros. Sin embargo, existen divergencias notorias entre los distintos sectores económicos. Mientras que la deuda de las administraciones públicas creció casi en 249.000 millones, la deuda privada se redujo en más de 182.000 millones de euros.

Los sectores privados continuaron desapalancándose, aunque a un menor ritmo que en la Gran Recesión. Las familias siguieron reduciendo su deuda a lo largo de todo este período, si bien dicha contracción se concentró en la deuda hipotecaria. La deuda de los hogares disminuye en algo más de 28.000 millones de euros, cayendo el volumen de préstamos a largo plazo en 31.000 millones de euros, pero aumentando los préstamos a corto plazo en casi 2.800 millones de euros.

Las empresas no financieras frenaron el intenso proceso de reducción de deuda llevado a cabo en el período 2011-2014, y apenas redujeron su deuda en algo menos de 23.000 millones de Euros. Por el contrario, las sociedades financieras residentes en nuestro país continuaron con su proceso de reestructuración bancaria y redujeron su deuda en más de 130.000 millones de Euros.

Al igual que lo sucedido a lo largo de la Gran Recesión, en el período que abarca desde 2015 hasta la actualidad, el stock de deuda pública continuó aumentando, en casi en 250.000 millones de euros. Ello se debió tanto al aumento de la deuda de la administración central, en algo más de 190.000 millones de euros; como la de las comunidades autónomas, en algo más de 32.000 millones de euros; y la de la Seguridad Social, en casi 38.000 millones de euros. Solo los ayuntamientos redujeron su deuda en algo más de 12.000 millones de euros.

4.3.1. El Covid 19 y su impacto en la deuda pública.

Las dinámicas que hemos detallado sobre la evolución del stock de la deuda pública desde 2015 se volverán a acelerar a lo largo de 2020 como consecuencia de los efectos derivados de la Covid19. Tanto por la caída de ingresos impositivos, debido a la parálisis de la actividad, como por la puesta en marcha de medidas de política económica que amortigüen el impacto de la pandemia, van a suponer un incremento notorio del montante de deuda pública.

España es uno de los países de la OCDE que más se ha visto afectado por el brote de la Covid19. Durante el primer semestre de 2020, la economía española se contrajo, respecto a finales de 2019, un 23,7%, la mayor caída dentro de los países de la OCDE. Ante estos shocks la tarea de diseñar una respuesta de política económica es bastante más compleja. El gobierno español se vio forzado, al igual que el resto de los gobiernos, véase IMF (2020)²⁶, a aprobar una serie de medidas para aliviar el impacto económico y social del COVID-19. Las respuestas en términos de política económica del gobierno español se pueden agrupar en dos grandes categorías: por un lado, medidas fiscales, entre las cuales se incluyen los esquemas diseñados para retener y proteger el empleo; por otro, medidas monetarias y macro financieras.

Las medidas fiscales adoptadas por el gobierno español representaban alrededor del 3,5% del PIB, es decir unos 37.000 millones de euros, estando sujetas a cambios tanto en la utilización como en la duración de éstas. Las principales medidas fiscales se recogen en el cuadro 18. En el cuadro 19 se reflejan otras medidas relativas a exenciones, aplazamientos, flexibilidad, ampliaciones de plazos o recortes en cotizaciones sociales o pagos de impuestos.

Cuadro 18. Principales medidas fiscales anti-Covid adoptadas por el Gobierno de España: coste estimado en millones Euros.

Principales Medidas Fiscales	Coste estimado
• Apoyo presupuestario del fondo de contingencia para imprevistos para el Ministerio de Sanidad.	1.400
• Transferencia anticipada a las Comunidades Autónomas por los servicios de salud regionales.	2.800
• Financiación adicional para la investigación relacionada con el desarrollo de medicamentos y vacunas para COVID-19.	46
• Derecho al subsidio de desempleo para los trabajadores temporalmente despedidos en virtud de los planes de ajuste del empleo temporal (ERTE) debido a COVID-19, sin que se exija una contribución mínima previa ni se reduzca el derecho acumulado.	18.000
• Aumento del subsidio por enfermedad para los trabajadores infectados por COVID-19 o los que están en cuarentena, del 60 al 75% de la base reguladora, con cargo al presupuesto de la Seguridad Social.	1.400
• Prestación extraordinaria para los trabajadores autónomos afectados por la suspensión de la actividad económica.	3.800
• Introducción de una "renta mínima vital" sujeta a comprobación de recursos.	3.000 anuales
• Refuerzo de la protección por desempleo para los trabajadores con contratos discontinuos permanentes que no puedan volver a trabajar pero que no estén cualificados para recibir prestaciones por desempleo.	99

²⁶ Véase <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>

• Ampliación de la prestación por desempleo para cubrir a los trabajadores que hayan sido despedidos durante el período de prueba (desde el 9 de marzo), así como a los que cambien de empleo pero con la nueva oferta en descenso.	42
• Ampliación de ERTE para cubrir a los trabajadores y empresas con una reducción significativa de la actividad en los sectores considerados esenciales.	N/D
• Un subsidio mensual temporal de unos 430 euros para los trabajadores temporales cuyo contrato (de al menos dos meses de duración) expire durante el estado de emergencia y no tengan derecho a percibir el subsidio de desempleo.	17,6
• Un subsidio temporal para los empleados domésticos afectados por COVID-19 con un importe equivalente al 70% de su base de cotización.	3
• Nuevos programas de ayuda al alquiler para arrendatarios vulnerables y una contribución estatal adicional al Plan Estatal de Vivienda 2018-21.	400
• Fondos presupuestarios adicionales y mayor flexibilidad presupuestaria para la prestación de asistencia a las personas a cargo.	300
• Transferencia a las comunidades autónomas para financiar las comidas de los niños afectados por el cierre de escuelas.	25
• Ampliación de la prestación social para el suministro de energía.	N/D
• Subvención para la renovación de vehículos en el marco del programa MOVE II	100
• Fondo adicional para apoyar la I+D industrial (50 millones de euros).	50
	Total: 31.542,6

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos del Fondo Monetario Internacional Banco de España

Cuadro 19. Otras medidas fiscales anti-Covid adoptadas por el Gobierno de España: coste estimado en millones Euros.

Principales Medidas Fiscales	Coste estimado
• Apoyo presupuestario del fondo de contingencia para imprevistos para el Ministerio de Sanidad.	1.400
• Transferencia anticipada a las Comunidades Autónomas por los servicios de salud regionales.	2.800
• Financiación adicional para la investigación relacionada con el desarrollo de medicamentos y vacunas para COVID-19.	46
• Derecho al subsidio de desempleo para los trabajadores temporalmente despedidos en virtud de los planes de ajuste del empleo temporal (ERTE) debido a COVID-19, sin que se exija una contribución mínima previa ni se reduzca el derecho acumulado.	18.000
• Aumento del subsidio por enfermedad para los trabajadores infectados por COVID-19 o los que están en cuarentena, del 60 al 75% de la base reguladora, con cargo al presupuesto de la Seguridad Social.	1.400
• Prestación extraordinaria para los trabajadores autónomos afectados por la suspensión de la actividad económica.	3.800
• Introducción de una "renta mínima vital" sujeta a comprobación de recursos.	3.000 anuales
• Refuerzo de la protección por desempleo para los trabajadores con contratos discontinuos permanentes que no puedan volver a trabajar pero que no estén cualificados para recibir prestaciones por desempleo.	99
• Ampliación de la prestación por desempleo para cubrir a los trabajadores que hayan sido despedidos durante el período de prueba (desde el 9 de marzo), así como a los que cambien de empleo pero con la nueva oferta en descenso.	42
• Ampliación de ERTE para cubrir a los trabajadores y empresas con una reducción significativa de la actividad en los sectores considerados esenciales.	N/D
• Un subsidio mensual temporal de unos 430 euros para los trabajadores temporales cuyo contrato (de al menos dos meses de duración) expire durante el estado de emergencia y no tengan derecho a percibir el subsidio de desempleo.	17,6
• Un subsidio temporal para los empleados domésticos afectados por COVID-19 con un importe equivalente al 70% de su base de cotización.	3

• Nuevos programas de ayuda al alquiler para arrendatarios vulnerables y una contribución estatal adicional al Plan Estatal de Vivienda 2018-21.	400
• Fondos presupuestarios adicionales y mayor flexibilidad presupuestaria para la prestación de asistencia a las personas a cargo.	300
• Transferencia a las comunidades autónomas para financiar las comidas de los niños afectados por el cierre de escuelas.	25
• Ampliación de la prestación social para el suministro de energía.	N/D
• Subvención para la renovación de vehículos en el marco del programa MOVE II	100
• Fondo adicional para apoyar la I+D industrial (50 millones de euros).	50
Total:	31.542,6

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos del Fondo Monetario Internacional Banco de España

Desde un punto de vista financiero y crediticio, las medidas implementadas para aliviar los problemas de liquidez y solvencia de las empresas y familias españolas durante la pandemia engloba tanto aquellas de política monetaria impulsadas por el Banco Central Europeo, como aquellas de naturaleza crediticia y macro-financiera llevadas a cabo por el Gobierno de España. En el cuadro 20 se detallan todas las medidas adoptadas por el Gobierno de España desde un punto de vista crediticio y macro-financiero y que pueden afectar al montante de deuda pública debido a la gran cantidad de avales concedidos.

Cuadro 20. Medidas crediticias y macro-financieras del Gobierno de España contra el Covid19.

Principales Medidas Crediticias y Macro-Financieras	
<ul style="list-style-type: none"> • Amplió hasta los 100.000 millones de euros los avales públicos para empresas y autónomos, que cubrían tanto los préstamos como los pagarés de las medianas empresas que participan en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) de España; • Lanzó una nueva línea de avales del Instituto de Crédito Oficial (ICO) para promover las actividades de inversión, especialmente en las áreas de sostenibilidad ambiental y digitalización (40.000 millones de euros); • Creó un fondo estatal de rescate para apoyar las actividades empresariales estratégicas (10.000 millones de euros); • Introdujo <ul style="list-style-type: none"> i) garantías públicas por valor de 2.000 millones de euros para los exportadores a través de la Compañía Española de Crédito para el Seguro de las Exportaciones, ii) garantías para la ampliación de los plazos de los préstamos a los agricultores mediante las líneas de crédito especiales para la sequía de 2017, iii) una línea de garantías para prestar asistencia financiera para los gastos de vivienda de los hogares vulnerables (1200 millones de euros), iv) garantías de préstamo adicionales para las PYME y los trabajadores por cuenta propia a través de la Compañía Española de Reafianzamiento (1.000 millones de euros). • Financiación adicional para las líneas de crédito ICO (10.000 millones de euros); • Ampliación de las líneas de crédito ICO para el sector del turismo (200 millones de euros); • Préstamos para el sector industrial a fin de promover la transformación y modernización digital (123,5 millones de euros); • Autorización temporal al ICO para participar como comprador de nuevo papel comercial emitido en el MARF; • Moratoria de tres meses en los pagos de hipotecas para los más vulnerables, incluidos los hogares, los trabajadores por cuenta propia y los propietarios de viviendas que hayan alquilado sus propiedades hipotecadas; • Moratoria en los pagos de alquiler para los inquilinos vulnerables cuyo propietario sea un gran propietario de viviendas públicas o privadas; • Moratoria de los préstamos y créditos no hipotecarios, incluidos los créditos al consumo, para los más vulnerables; • Suspensión de los intereses y de la devolución de los préstamos concedidos por la Secretaría de Estado de Turismo durante un año sin necesidad de solicitud previa; 	

<ul style="list-style-type: none"> • Aplazamiento de la devolución de los préstamos concedidos a las empresas por el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo; • Aumento de la capacidad de las sociedades de garantía recíproca de las comunidades autónomas; • Aplazamiento del pago de determinados préstamos concedidos por el Instituto para la Diversificación y Ahorro de la Energía (IDAE); • Adopción de un mecanismo de renegociación y aplazamiento del alquiler de locales comerciales; • Reducción de los gastos de notario para la novación de préstamos no hipotecarios; • Prohibición de venta al descubierto de acciones españolas en el mercado bursátil del 16 de marzo al 18 de mayo; • Autorización para un examen gubernamental especial de la IED en sectores estratégicos; • Adopción de un nuevo instrumento macroprudencial de liquidez que <ul style="list-style-type: none"> i) Faculta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para modificar los requisitos aplicables a las sociedades gestoras de Organismos de Inversión Colectiva; ii) Faculta al Consorcio de Compensación de Seguros para actuar como reasegurador de riesgos de seguro de crédito; iii) Permite cambios temporales en los marcos de resolución de las sociedades a fin de reducir los casos de insolvencia. iv) Además, el Banco de España aplicará a las entidades bancarias que supervisa la flexibilidad que ofrece el ordenamiento jurídico en relación con la fijación de períodos de transición y los requisitos mínimos intermedios para los objetivos de fondos propios y pasivos elegibles (MREL); y se permitirá a las entidades bancarias aplicar el juicio experto para la clasificación del riesgo de crédito de las exposiciones transmitidas, con el fin de aplicar cualquier medida para hacer frente a COVID-19.
--

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos del Fondo Monetario Internacional Banco de España

4.3.2. La Deuda de las Familias desde 2015 hasta la Covid19.

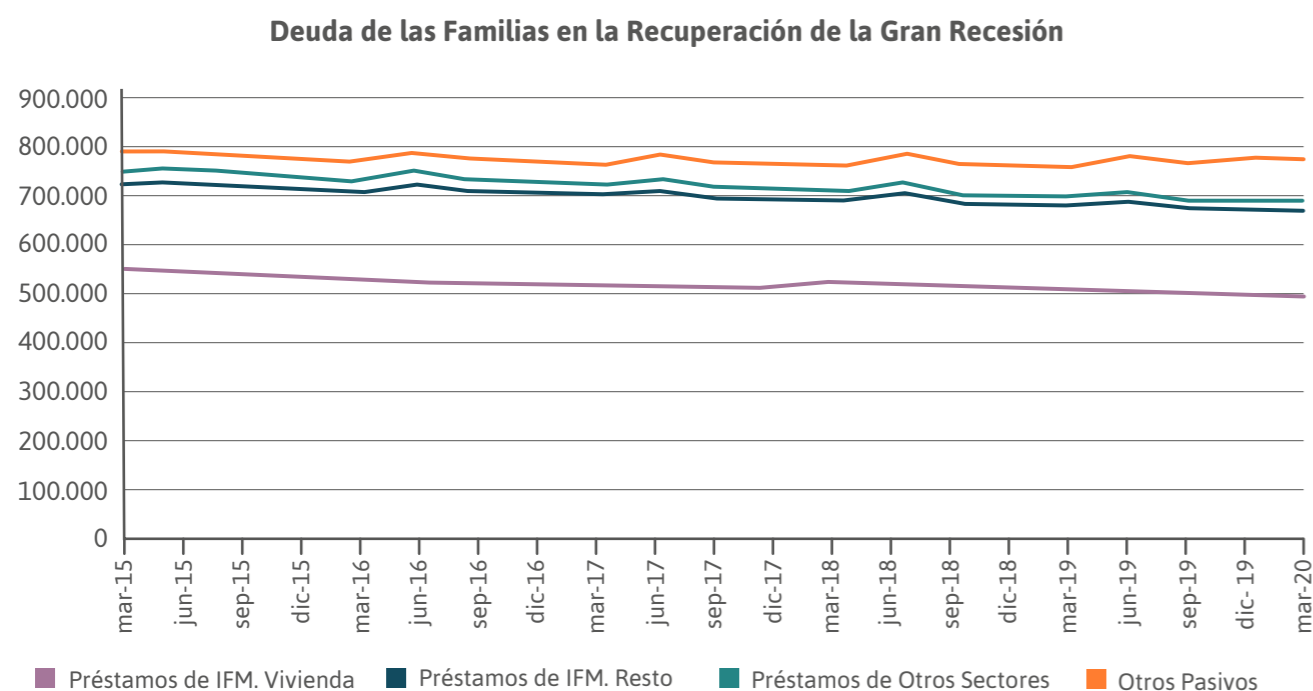
El cuadro 21 y el gráfico 10 resumen las dinámicas de endeudamiento de las familias durante la fase de recuperación de la Gran Recesión hasta el comienzo del Covid19.

Cuadro 21. Deuda Total de los Hogares 2015-1 er Trimestre 2020 (millones de euros).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 1 ^{er} Trim.
Pasivos Totales	777.930	767.427	763.953	764.726	767.303	761.098
Préstamos Totales	733.252	718.508	711.044	709.617	708.601	704.514
Préstamos de IFM	714.458	702.965	697.218	697.420	694.094	690.286
Préstamos de IFM. Vivienda.	531.256	516.612	503.027	500.825	493.568	491.160
Préstamos de IFM. Resto.	183.202	186.353	194.191	196.595	200.526	199.125
Préstamos de Otros Sectores.	18.794	15.543	13.826	12.197	14.507	14.229
Otros Pasivos	44.679	48.919	52.909	55.110	58.702	56.584

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Gráfico 10. Evolución Deuda Total Hogares 2015-1er Trimestre 2020 (millones euros).



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Las familias continuaron desapalancándose, es decir, reduciendo su deuda total, pero de una manera mucho menos intensa que en las fases anteriores. **El montante de deuda de los hogares solo se redujo en un 2%**. Sin embargo, las dinámicas de los distintos tipos de deuda familiar fueron muy distintas. **Mientras que continuaba reduciéndose el stock de préstamos dedicados a vivienda, un 8%, el volumen total del resto de préstamos crediticios, destinados a bienes duraderos y/o corrientes, creció un 9%**. Los préstamos que recibieron las familias de otros sectores se redujeron un 24%, y la rúbrica otros pasivos, distintos de préstamos, por el contrario, se expandieron un 27%.

Profundicemos en los datos relativos a los préstamos de los hogares procedentes del sistema crediticio, así como la distribución del crédito tanto para personas físicas como entre las distintas actividades productivas –agricultura, industria, construcción, y servicios-. Estos datos se recogen en los cuadros 22 y 23, que ya incluyen datos de la pandemia Covid19, hasta agosto de 2020. **Mientras los préstamos destinados a vivienda descendieron un 8%, el resto de préstamos a hogares creció un 26%**. A lo largo del 2020, con datos disponibles hasta agosto, continuaron estas dinámicas. El montante de préstamos a hipotecas cayó algo más del 1%, y el resto de préstamos a personas físicas creció un 3%.

La fotografía de la concesión de créditos a personas físicas se puede trasladar, pero amplificada, a la concesión de créditos para las actividades productivas. Si bien se contrajeron el volumen total de préstamos a actividades productivas un 6%, en lo que llevamos de 2020 hasta agosto, crecieron un 4% respecto al cierre de 2019. Pero las tendencias fueron muy distintas según la actividad productiva. **Mientras que desde 2015 hasta agosto de 2020 los préstamos a la agricultura y a la industria crecieron un 22% y un 2%, respectivamente, los destinados a construcción y servicios continuaron descendiendo, concretamente se contrajeron un 35% y 11% respectivamente. Los destinados a servicios inmobiliarios todavía se hundieron más, un 37%**. Sin embargo a lo largo de 2020, especialmente desde el comienzo de la pandemia, creció el crédito a todos los sectores productivos: un 9% el montante total, con aumentos alrededor del 10% tanto para industria, construcción como servicios (solo cayeron un 2% el montante de préstamos servicios inmobiliarios).

Se pueden extraer dos conclusiones fundamentales:

Primera, el **desapalancamiento de la gran burbuja inmobiliaria continuó a lo largo de la fase de recuperación de la Gran Recesión, lo que indica el grado de magnitud de la burbuja inmobiliaria española, la mayor de la historia según Thomas Pyketti (2013).**

Segunda, **las medidas crediticias y macro-financieras del Gobierno de España contra el Covid19, vía avales, permitieron una recuperación del crédito a actividades productivas.**

Cuadro 22. Evolución Financiación Entidades de Crédito a Hogares 2002-2007 (millones de euros).

En millones de euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020 - agosto
Financiación a Hogares e ISFLSH, Residentes en España	725.464	712.827	705.477	705.009	704.006	696.742
Préstamos entidades crédito residentes y otros ^a (VIVIENDA)	561.942	544.304	528.759	524.893	518.276	512.045
Préstamos entidades crédito residentes y otros ^a (OTROS)	163.522	168.523	176.717	180.116	185.729	184.697
Promemoria: préstamos titulizados fuera de balance para vivienda	9.877	8.716	6.892	6.126	7.408	7.259
Promemoria: préstamos titulizados fuera de balance distintos vivienda	1.306	1.319	1.545	1.648	2.695	2.251

a) Otros hace referencia a préstamos titulizados y préstamos transferidos a SGA

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Cuadro 23. Evolución del Crédito a Actividades Productivas y a Personas Físicas 1996-2001 (millones de euros).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 -agosto
Crédito de Entidades de Crédito y otras EFC	1.327.080	1.276.171	1.253.915	1.208.317	1.193.526	1.241.444
Financiación actividades productivas	644.282	604.822	591.614	545.598	534.772	584.060
Agricultura	18.106	18.972	20.330	21.217	21.428	22.150
Industria, excepto construcción	110.463	107.763	108.533	105.951	103.727	112.632
Construcción	43.936	39.898	34.626	29.079	26.013	28.703
Servicios	471.776	438.189	428.125	389.351	383.604	420.574
Del cual, servicios inmobiliarios	135.190	120.805	109.998	93.372	88.149	85.542
Otras financiaciones a personas físicas	663.307	652.488	646.733	649.564	647.479	646.488
Adquisición y rehabilitación vivienda	552.069	535.365	521.889	518.737	510.868	505.465

Adquisición vivienda	531.256	516.612	503.027	500.825	493.568	488.615
Rehabilitación vivienda	20.813	18.753	18.862	17.912	17.301	16.851
Bienes consumo duradero	32.482	36.281	43.894	50.443	55.843	59.826
Resto	78.756	80.842	80.951	80.384	80.767	81.197
Financiación instituciones privadas sin ánimo lucro	5.817	5.153	5.170	5.278	5.507	5.714
Sin Clasificar	13.675	13.708	10.398	7.878	5.768	5.182
Promemoria: Crédito de Entidades de crédito a construcción y vivienda	731.195	696.068	666.513	641.188	625.030	619.710

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

4.4. Covid 19: Reestructuración de la Deuda de Familias y Empresas.

A estas alturas a nadie se le escapa lo obvio, la incapacidad de Occidente de hacer frente a la pandemia del Covid19. El falso dilema entre salud y economía ha llevado al peor de los escenarios posibles. Como no se han tomado las medidas sanitarias continuadas necesarias para combatir la Covid19, Occidente va muy por detrás de la pandemia. Simplemente hemos aprendido a convivir con el virus. Al final, la salud global de la sociedad se deteriora, los fallecidos se disparan y la economía se hunde. El orden importa y mucho, y, al contrario de lo que algunos mantienen, por maldad o ineptitud, es el deterioro de la salud pública, como consecuencia de sus negligencias, lo que acaba hundiendo a la economía. Si a eso añadimos que Occidente no es capaz de garantizar las rentas de familias y pymes, el panorama es muy desolador.

De entre las distintas y simultáneas crisis asociadas a la Covid19, nos centraremos brevemente en la dimensión financiera de la crisis, sin duda el talón de Aquiles de Occidente. Tomando el análisis de Minsky como punto de partida, podemos establecer una distinción entre la fragilidad e inestabilidad financiera²⁷.

La fragilidad financiera es un proceso duradero y una función de la relación decreciente entre las entradas de efectivo y las salidas (compromisos de deuda) para cada agente del sistema, excepto los gobiernos soberanos. La inestabilidad financiera es un proceso mucho más peligroso y de corta duración, que surge cuando la creciente fragilidad financiera contamina el sistema financiero, especialmente el sistema bancario o, aún más alarmante, cuando se produce o se acelera por el "comportamiento competitivo" financiero.

Pero se puede hacer una segunda extensión al marco de Minsky introduciendo un tercer proceso de fragilidad financiera, a saber, **el proceso de reestructuración de activos y pasivos**. Este proceso no fue central en los escritos de Minsky, o en su marco de fragilidad financiera. Cae más bien en el análisis de Richard Koo, del cual hemos hablado ampliamente cuando introdujimos y explicamos su teoría de la Recesión de Balances, que en sí mismo, tal como sostienen los economistas del Levy Economic Institute, se trata también de un proceso "minskiano" que surge "después o poco antes de que la música se detenga", y especialmente en los paisajes financieros en los que los agentes especulativos y los agentes Ponzi están muy apalancados y fuertemente endeudados. Estos problemas potenciales de insolvencia y bancarrota salen a la superficie de inmediato una vez que se desarrolla una crisis financiera, pero su magnitud tiende a alcanzar su punto máximo más tarde en la fase de recesión. Su resolución generalmente dura más que las recesiones, y a veces, incluso las recuperaciones. En esos entornos financieramente disfuncionales, los procesos de "limpieza" schumpeterianos de destrucción creativa (dirigida por el mercado) no funcionan.

²⁷ Véase Burlamaqui, L., y Torres, E.T. (2020): "The COVID-19 Crisis: A Minskyan Approach to Mapping and Managing the (Western?) Financial Turmoil". The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper 968.

El gran banco de Minsky tiene que intervenir, junto con el Tesoro y otros organismos gubernamentales, para limpiar el desorden financiero y guiar la reestructuración del balance (o, más a menudo, el rescate) de las corporaciones financieras y no financieras, especialmente aquellas que adquieren el estatus de "demasiado grandes para quebrar", y de las familias. Al incorporar este tercer proceso en la estructura analítica de Minsky, se ofrece una forma de ampliar su teoría.

Al principio de la pandemia, la fragilidad financiera era extrema antes de la Covid19. Ahora, simplemente se ha hecho insostenible. Por eso, una deuda privada sustancial y los riesgos de insolvencia es donde nos enfrentamos al tercer proceso de fragilidad financiera: la inminente (y también potencialmente masiva) crisis de insolvencia y bancarrota que se avecina. Ya está claro que miles de empresas, y sectores enteros, no sólo aumentarán su fragilidad financiera, sino que se verán gravemente afectados por problemas de solvencia y no volverán a abrir. Antes de que una vacuna esté disponible y se extienda ampliamente, ninguno de estos negocios ni los ingresos fiscales volverán a la "normalidad". Ello arrastrará, a su vez, a las familias también endeudadas, y que ven disminuir sus rentas.

Y para hacer frente a esta situación ya no es suficiente con la intervención de los Bancos Centrales. El Presidente de la Reserva Federal Jerome Powell recientemente comentó un punto obvio, pero esencial: la Fed y todos los bancos centrales bien estructurados - tienen un tremendo poder de préstamo pero carecen de poder de gasto. Esta limitación es fundamental, ya que introduce la dimensión fiscal de estas intervenciones de política y pone de relieve la necesidad de un ajuste entre los bancos centrales, los tesoros públicos y la financiación privada para hacer frente a la crisis de solvencia que se avecina. La reestructuración de empresas y familias requerirá un esfuerzo de reestructuración de activos y pasivos desde un punto de vista financiero y jurídicamente complejo en el que participen los bancos centrales y los tesoros públicos, junto con las instituciones financieras privadas, la vigilancia de las auditorías y los cambios en la reglamentación. En resumen, la necesidad de una auténtica intervención Minskyana entre el "gran banco" y el "gran gobierno", junto con la financiación privada, para vincular adecuadamente los paquetes de préstamos vigentes con el estímulo fiscal necesario para gestionar la reestructuración y convertir la recuperación en expansión.

Tal como señalan los economistas del Levy Economic Institute, hay al menos cuatro dimensiones en las que el componente fiscal es crucial para gestionar la tormenta financiera:

- 1. restablecer la confianza en la economía, invirtiendo así las expectativas y creando empleo e ingresos tanto a través de tanto gastos directos como inducidos que tienen un impacto directo en el flujo de caja de las familias y las empresas;**
- 2. restablecer los ingresos fiscales locales y estatales, que dependen de la reanudación de la actividad económica;**
- 3. ayudar a las empresas y los hogares reestructurados, pero endeudados, a pagar sus deudas;**
- 4. asegurarse de que la expansión siga a la recuperación, de modo que la capacidad productiva esté en marcha para evitar, por un lado, las presiones inflacionarias derivadas de una "excesiva expansión cuantitativa" y, por otro, la interrupción de las cadenas de producción. Si no hacemos nada de esto, Occidente caerá en el abismo.**

5. RIQUEZA, RENTA Y CONSUMO DE LAS FAMILIAS

5.1. Marco teórico.

En los apartados anteriores hemos analizado la evolución de la deuda de las familias españolas, que ha pasado de los 156.000 millones en 1996, en el inicio de nuestra incorporación al Euro, hasta los 710.000 millones a finales de 2019. El máximo, sin embargo se alcanzó en 2007, alrededor de los 900.000 millones de euros. Desde un punto de vista de la política económica, y del ciclo económico, hay dos momentos temporales fundamentales, 2002 y 2007. Ambas fechas no son caprichosas. Corresponden al período del boom inmobiliario español, que si bien se inició previamente, la política monetaria laxa por parte del Banco Central Europeo a partir de 2002 (bajadas de tipos de interés que no respondían a las necesidades de la economía española) lo exacerbó hasta provocar un sobreendeudamiento de las familias españolas. **Se trata de contrastar si ese sobreendeudamiento de las familias españolas, una vez que el colateral que alimentaba la deuda colapsa, provocó un hundimiento del consumo privado que afectó sobre todo a las familias más endeudadas y de menos renta**, lo que invalidaría toda la teoría macroeconómica neoclásica del consumo.

La ortodoxia académica, a través de los modelos tradicionales macroeconómicos que adoptan un marco de agente representativo, asume implícitamente que los hogares individuales están protegidos contra las crisis de riqueza específicas que puedan sufrir las familias. Sin embargo, si este supuesto se viola gravemente en los datos, se debería adoptar la heterogeneidad en dichos modelos. Una importante fuente de heterogeneidad que se destaca en la literatura sobre el consumo en condiciones de incertidumbre es que la propensión marginal al consumo de la riqueza disminuye con la riqueza. Esa heterogeneidad en la propensión marginal al consumo implica que la distribución de las pérdidas es importante para la dinámica del consumo, especialmente cuando se consideran las recesiones de balances. Tanto la Gran Depresión como la Gran Recesión estuvieron precedidas por una gran acumulación de deuda doméstica y seguidas por un colapso de los precios de los activos y del consumo. Destacados economistas como Irving Fisher (1933)²⁸, Mervyn King (1994)²⁹, y Hyman Minsky (1986, 1992)³⁰ con su hipótesis de inestabilidad financiera, han argumentado que un mayor nivel de endeudamiento de los prestatarios frente a los ahorradores explica por qué la elevada carga de la deuda privada está asociada a las crisis económicas. Sin embargo, la única investigación existente que muestra que **los hogares más apalancados tienen mayores propensiones marginales al consumo** corresponde a Mian et al. (2013)³¹, concretamente para Estados Unidos.

Mian et al. (2013) investigan las consecuencias para el consumo del colapso del precio de las viviendas de 2006 a 2009, utilizando la distribución geográfica altamente desigual de las pérdidas de riqueza en los Estados Unidos. Estiman una gran elasticidad del consumo con respecto al valor neto de la vivienda de 0,6 a 0,8, lo que rechaza sólidamente la hipótesis de la plena distribución de los riesgos del consumo. La propensión marginal media a consumir de la riqueza de la vivienda es de 5 a 7 centavos con una heterogeneidad sustancial entre los códigos postales. Los códigos postales con hogares más pobres y más

apalancados tienen una propensión media a consumir significativamente más alta. Los códigos postales que experimentan mayores pérdidas de riqueza, en particular los que tienen hogares más pobres y más apalancados, experimentan una mayor reducción de límites de crédito, probabilidad de refinanciación y en su calificación crediticia. Sus hallazgos destacan el papel de la deuda y la distribución geográfica de las crisis de riqueza para explicar la gran y desigual disminución del consumo entre 2006 y 2009.

Nuestro objetivo es realizar un análisis similar, pero adaptado a la naturaleza de la muestra que utilizaremos, y que en muchos aspectos es más rica que la utilizada por Mian et al. (2013), sobretodo en términos de consistencia. **Concretamente estudiaremos el comportamiento del consumo de las familias durante el período 2008-2011, a partir de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) de Banco de España sobre la situación de renta, riqueza, deuda y consumo en los años 2008 y 2011 de los hogares españoles.** Para ello, tendremos en cuenta la evolución de la riqueza inmobiliaria neta familiar y de su riqueza financiera neta, así como los niveles de renta y riqueza neta por hogar de 2008 para la muestra de hogares de la EFF. Pero además, controlaremos por las características idiosincráticas de los hogares, específicamente por percentiles de renta y riqueza, y determinadas características sociodemográficas (edad, nivel educativo, y situación laboral del cabeza de familia, así como el régimen de tenencia de la vivienda principal, y número de adultos trabajando y número de miembros en el hogar).

Este apartado proporciona pruebas empíricas detalladas sobre la distribución de la crisis de riqueza en la población española al comienzo de la Gran Recesión y sobre las consecuencias en el consumo de estos choques de riqueza. Construimos un nuevo conjunto de datos que nos permite observar los cambios en el consumo y la riqueza de los hogares según distintas características idiosincráticas (percentiles de renta y riqueza, y rasgos sociodemográficos). Comenzaremos documentando el cambio porcentual del patrimonio neto de los hogares según sus características idiosincráticas entre 2008 y 2011, como consecuencia del colapso en los precios de la vivienda.

A continuación examinamos si el colapso del valor neto de las viviendas afecta al consumo. Si los hogares tuvieran suficientes mecanismos para asegurar su consumo contra las crisis de riqueza, como suponen implícitamente los modelos de agentes representativos, no deberíamos ver que el consumo de los hogares según sus características idiosincráticas respondiera a la crisis del patrimonio inmobiliario. Sin embargo, veremos cómo los datos rechazan claramente la hipótesis de riesgo compartido del consumo. Concretamente, estimamos una elasticidad del consumo con respecto a la crisis del patrimonio inmobiliario entre el 0,1 y el 0,11.

La literatura teórica del consumo, véase Carroll y Kimball (1996)³², hace hincapié en que cuando los hogares se enfrentan a ingresos no asegurables y al riesgo riqueza, la propensión al consumo de su riqueza disminuye con la riqueza; es decir, la función de consumo es cóncava en la riqueza. De manera similar, King (1994) destaca que la propensión marginal al consumo de la riqueza puede ser mayor para los hogares con limitaciones de crédito. Entender si hay heterogeneidad en la propensión marginal al consumo es importante porque la heterogeneidad implica que la distribución de las pérdidas de riqueza, y no sólo su nivel general, pueden afectar consumo agregado.

Mian et al. (2013) estiman un promedio de propensión marginal al consumo entre 5 y 7 centavos por cada dólar de disminución en el valor de las casas. La propensión marginal al consumo varía según el tipo de gasto, dándose los niveles más altos para los bienes duraderos, como la compra de automóviles, y el más pequeño para los comestibles. Sin embargo, la pregunta clave es si esta propensión varía según los ingresos, la riqueza o el apalancamiento del hogar. Encuentran evidencia que apoya la heterogeneidad en la propensión marginal al consumo según los ingresos del hogar y apalancamiento, en su caso capturado según los códigos postales donde viven las familias.

En nuestro caso buscamos la evidencia que apoya la heterogeneidad en la propensión marginal al consumo según los ingresos del hogar y apalancamiento, en función del percentil de renta del hogar y de su riqueza neta, así como de otras variables socio-demográficas idiosincrática del hogar

³² Carroll, Christopher, and Miles Kimball, 1996, "On the Concavity of the Consumption Function." *Econometrica* 64: 981-992.

²⁸ Fisher, I. (1933): "The Debt-Deflation. Theory of Great Depressions". *Econometrica* 1 (4), 337-357.

²⁹ King, M, 1994, "Debt Deflation : Theory and Evidence," *European Economic Review*, Vol. 38, No. 3-4, April, pp. 419-55.

³⁰ Minsky, H.P. (1986): "Stabilizing an Unstable Economy". New Haven: Yale University Press. Minsky, H.P. (1992). "The Financial Instability Hypothesis". The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper 74.

³¹ Mian, A, Kamalesh Rao, and Amir Sufi, "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump," *Quarterly Journal of Economics*, 128 (2013): 1687-1724.

(situación laboral, nivel educativo, etcétera). Por ejemplo, la propensión marginal al consumo para los hogares del primer percentil de renta es mucho mayor que para los hogares del sexto percentil de renta. De manera similar, las familias con un mayor número de miembros trabajando tenían una propensión marginal al consumo menor. En conjunto, los resultados que obtenemos muestran que la distribución de las pérdidas de riqueza importa, no sólo el nivel.

Nuestra estrategia de estimación, en definitiva, explota la variación transversal en las familias españolas de la crisis de riqueza en la vivienda en España en el período 2008-2011 a partir de la EFF. **Nuestro objetivo es recalcar la heterogeneidad en la propensión marginal al consumo con respecto a los ingresos y el apalancamiento de las familias en respuesta a una crisis financiera.** Un mayor apalancamiento en la economía concentra las pérdidas en los deudores, Carroll (2013). Si el apalancamiento también aumenta la propensión marginal al consumo para los hogares endeudados, el efecto real de una determinada pérdida agregada en la riqueza puede verse amplificado.

Mian et al. (2013) estiman la **propensión marginal al consumo** a través de **3 canales distintos por medio de los cuales el cambio en la riqueza de la vivienda podría impactar en el gasto de los hogares. El primer canal es el “efecto riqueza” directo. El segundo es el efecto indirecto debido al efecto de retroalimentación del sector de empleo no comercial.** En particular, dado que la disminución del gasto es tan dramática en las zonas más afectadas, el empleo no comercial se ve afectado de manera desproporcionada, Mian y Sufi (2012)³³. Este efecto dominó en el empleo no comercial local deprime aún más el gasto local. **En tercer lugar, el valor neto de la vivienda** sirve de garantía para el acceso al crédito; una disminución del valor neto de la vivienda puede obligar a los hogares a reducir el gasto debido a las limitaciones del crédito.

Siguiendo esta aproximación estimaremos la propensión marginal al consumo a través de distintos canales por medio de los cuales el cambio en la riqueza de la vivienda podría impactar en el gasto de los hogares, pero adaptado a los datos de la EFF. El primer canal es el “efecto riqueza” directo. El segundo es el efecto indirecto debido al efecto de retroalimentación en la situación laboral de los miembros de la familia. El efecto dominó en la pérdida de empleo en los miembros del hogar deprime aún más el gasto del hogar.

5.2. Base de Datos.

Para nuestro análisis **utilizamos la Encuesta Financiera de las Familias (EFF)³⁴, elaborada por el Banco de España cada tres años desde 2002, y que proporciona información detallada sobre las rentas, los activos, las deudas y el gasto de los hogares españoles.** Dada la utilidad de la información proporcionada por una encuesta de estas características, el sistema de bancos centrales del área del euro realiza desde 2011 la Household Finance and Consumption Survey (HFCS)³⁵, una encuesta armonizada sobre la situación financiera y el consumo de los hogares que sigue una metodología similar a la de la EFF.

La EFF mantiene dos características importantes. Por un lado, se entrevista a una parte de los hogares que colaboraron en ediciones anteriores. La combinación de las muestras de las distintas ediciones permite observar un subconjunto de hogares en varios momentos del tiempo y, en algunos casos, durante un período de casi diez años. Esta dimensión longitudinal es relevante para analizar el comportamiento de la renta, la riqueza y el consumo a lo largo del ciclo vital de los hogares, así como para explorar las transiciones de los hogares a lo largo de las distribuciones de las variables objeto de estudio.

Por otro lado, se mantiene la sobrerrepresentación de los hogares con un alto nivel de riqueza en la muestra. Este sobremuestreo es fundamental para garantizar un número suficiente de hogares que

³³ Mian, Atif and Amir Sufi, 2012. “What explains high unemployment? The aggregate demand channel” Chicago Booth Working Paper.

³⁴ Véase https://www.bde.es/bde/es/areas/estadis/estadisticas-por/encuestas-hogar/relacionados/Encuesta_Financi/

³⁵ Véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/hfcs/html/index.en.html

permita estudiar el comportamiento financiero de los hogares en el tramo superior de la distribución de la riqueza, así como medir la riqueza agregada de la economía de forma precisa. Se trata de un aspecto crucial en una encuesta de este tipo, dado que la distribución de la riqueza es muy asimétrica y que solo una pequeña fracción de la población invierte en algunas clases de activos, lo que normalmente sucede en mayor medida en los hogares con un nivel elevado de riqueza.

En concreto, utilizaremos la olas correspondientes a 2008 (EFF2008), tercera edición, y 2011 (EFF2011), cuarta edición y que nos ofrece una imagen representativa y actualizada de la composición y la distribución de los activos y de las deudas de los hogares referida a diciembre de esos años, así como del gasto de los hogares y su descomposición en distintas rúbricas. En ese período, la economía española experimentó una fuerte contracción económica como consecuencia del desapalancamiento de las familias y empresas, tras la crisis financiera global de 2008 que desembocó en la Gran Recesión. Los hogares que se entrevistan en 2011 y que participaron en la encuesta de 2008 son 2769. Analizaremos el comportamiento en el gasto de estas familias en el período 2008-2011, en función de la variación de su riqueza neta inmobiliaria y financiera en ese período, así como de determinadas características idiosincráticas de los hogares a finales de 2008 (situación de renta y riqueza, y situación de determinadas variables socio-demográficas).

5.2.1. Variables Utilizadas.

La variable que **pretendemos explicar es la variación en el gasto de los hogares, que será nuestra variable dependiente.** Durante esta sección entre paréntesis colocaremos la identificación que en la EFF tiene las distintas variables que vayamos introduciendo. **La EFF desglosa el consumo de los hogares en cuatro rúbricas, el gasto en alimentación (alim), el gasto en otros bienes no duraderos (nodur), el gasto en vehículos (gimpvehic), y, finalmente, el gasto en otros bienes no duraderos (p2_70).** El gasto total del hogar i en 2008 y/o 2011 será, por lo tanto, la suma de las cuatro rúbricas:

$$\text{Gasto}_{2008\&2011,i} = \text{alim}_{2008\&2011,i} + \text{nodur}_{2008\&2011,i} + \text{gimpvehic}_{2008\&2011,i} + p2_{70,2008\&2011,i}$$

, donde i representa a los hogares de la muestra de la EFF que entrevistaron en 2011 y que también participaron en la encuesta de 2008.

Las variables explicativas incluyen, por un lado, la riqueza neta inmobiliaria, donde al valor de la riqueza inmobiliaria, obtenida como la suma del valor de la vivienda principal ($np2_5$) y el valor de otras propiedades inmobiliarias ($otraspr$), le restamos el valor de las deudas, tanto el montante pendiente de deuda destinada a la vivienda principal ($dvivpral$) como el montante pendiente de aquella destinada a la compra de otras propiedades inmobiliarias ($deuoprop$). Se espera el coeficiente de esta variable a la hora de explicar la variación del gasto sea positivo y significativo, es decir, que la caída en la riqueza neta inmobiliaria restrinja el gasto en consumo de las familias, mientras el repunte en dicha riqueza la espolee. La riqueza inmobiliaria neta del hogar i en 2008 y/o 2011 será:

$$\text{riqinmnet}_{2008\&2011,i} = np2_{2008\&2011,i} + otraspr_{2008\&2011,i} - dvivpral_{2008\&2011,i} - deuoprop_{2008\&2011,i}$$

Por otro lado, dentro de las variables explicativas, **también incluiremos la riqueza financiera neta de los hogares.** Se espera, al igual que en la riqueza inmobiliaria neta, que el coeficiente de esta variable a la hora de explicar la variación del gasto sea positivo y significativo. Al valor de los activos financieros ($actfinanc$)³⁶ le restamos el valor de las deudas no hipotecarias, es decir, la deuda de préstamos personales ($pperso$), la deuda de préstamos con garantía real ($phipo$), las deudas pendientes con tarjetas de crédito ($ptmos_tarj$) y otras deudas ($potrasd$).

$$\text{riqfinnet}_{2008\&2011,i} = actfinanc_{2008\&2011,i} - pperso_{2008\&2011,i} - phipo_{2008\&2011,i} - ptmos_{tarj,2008\&2011,i} - potrasd_{2008\&2011,i}$$

³⁶ El valor de los activos financieros ($actfinanc$) se obtiene como la suma del saldo de cuentas y depósitos ($p4_7_3$), saldos de cuentas de vivienda ($salcuentas$), el valor de las acciones cotizadas ($p4_15$), de las acciones no cotizadas y participaciones ($p4_24$), de valores de renta fija ($p4_35$), de los fondos de inversión ($allf$), de fondos de pensiones ($valor$), de seguros de vida ($valseg$), de carteras gestionadas ($p4_43$) y otros activos financieros ($odeuhog$).

Pero, además, dentro de las variables explicativas, **controlaremos por las características idiosincráticas de los hogares. Por un lado, los percentiles de renta del hogar y riqueza neta en 2008.** La variable que recoge los percentiles de renta del hogar (*percrent*) puede tomar 6 valores (1, 2, 3, 4, 5, 6) según se sitúen respectivamente en los intervalos de percentiles p(20, 40, 60, 80, 90). La variable que recoge los percentiles de riqueza neta (*percriq*) puede tomar 5 valores (1, 2, 3, 4, 5) según se sitúen respectivamente en los intervalos de los percentiles p(20, 50, 75, 90). Probaremos alternativamente con el nivel de renta del hogar (*renthog*), y riqueza neta (*riqueznet*) en 2008.

Por otro lado controlaremos por características sociodemográficas que existían al principio de la Gran Recesión, es decir, en 2008. Incluimos las siguientes variables:

- la edad del cabeza de familia (*bage*) y que puede tomar 6 valores, de 1 a 6 (<35, >34 & <45, >44 & <55, >54 & <65, >64 & <75, >74);
- el nivel educativo del cabeza de familia (*neducdom*) y que puede tomar 3 valores de 1 a 3 (inferior a bachillerato, bachillerato, estudios universitarios);
- la situación laboral del cabeza de familia (*nsitlabdom*) y que puede tomar 4 valores, de 1 a 4 (empleado por cuenta ajena, empleado por cuenta propia, jubilado, otro tipo de inactivo o parado);
- el régimen de tenencia de la vivienda principal (*np2_1*) y que puede tomar 2 valores, 1 ó 0 (propiedad, otros regímenes de tenencia).
- número de adultos trabajando (*nnumadtrab*), y que puede tomar valores de 0 a 3 (ninguno, uno, dos, tres o más).
- número de miembros del hogar (*np1*), y que toma valores de 1 a 5 (uno, dos, tres, cuatro, cinco o más).

En el cuadro 24 se recogen un resumen de las estadísticas más relevantes para las variable dependiente y las independientes no son idiosincráticas. Además de la media, incorporamos la mediana. Al haber una sobrerrepresentación de las rentas y riquezas más altas, la media se aleja mucho de la mediana tanto en la renta como en la riqueza neta del hogar, y es entonces esta última una medida más representativa de la población. Concretamente se presenta el número de observaciones, hogares, la media, desviación estándar, mediana, percentil 10, percentil 90, mínimo y máximo para las siguientes variables:

- Crecimiento del Gasto Total, de la Riqueza Inmobiliaria Neta y Riqueza Financiera Neta en el período 2008-2011.
- La Renta y Riqueza Neta del hogar en miles de euros en 2008.
- La variación en miles de euros del Gasto Total, del Gasto en Alimentación, del Gasto en Otros Bienes Duraderos, del Gasto en Vehículos, y del Gasto en Otros Bienes Duraderos en el período 2008-2011.

Cuadro 24. Resumen Estadísticas Relevantes Variables Dependiente e Independientes.

Resumen Estadísticas								
	Observaciones	Media	Desviación Estándar	Mediana	Percentil 10%	Percentil 90%	Mínimo	Máximo
Crecimiento Gasto Total 2008-2011	2.769	-0,02	0,65	-0,02	-0,82	0,76	-2,69	2,59
Crecimiento Riqueza Inmobiliaria Neta 2008-2011	2.769	-0,09	0,69	-0,09	-0,84	0,66	-4,67	3,78
Crecimiento Riqueza Financiera Neta 2008-2011	2.769	0,11	1,70	0,10	-1,88	2,12	-8,24	7,20
Renta del Hogar en miles de Euros 2008	2.769	62	195	33	11	112	0	8594

Riqueza Neta del Hogar en miles de Euros 2008	2.769	1316	5346	376	106	2182	-281	149.000
Variación del Gasto Total en miles de Euros 2008-2011	2.769	-0,7	20,3	-0,3	-15,6	14,0	-419,4	192,4
Variación del Gasto Alimentación en miles de Euros 2008-2011	2.769	-0,3	5,2	0,0	-5,4	4,8	-37,2	39,6
Variación del Gasto en Otros Bienes no Duraderos en miles de Euros 2008-2011	2.769	0,5	11,7	0,2	-8,4	9,6	-269,8	100,8
Variación del Gasto en Vehículos en miles de Euros 2008-2011	2.769	-0,7	11,1	0,0	-15,5	9,1	-192,1	122,2
Variación del Gasto en Otros Bienes Duraderos en miles de Euros 2008-2011	2.769	-0,3	10,8	0,0	-2,0	3,0	-435,0	210,0

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias de Banco de España

Lo más destacado del cuadro 24 es que **tanto el gasto total como la riqueza inmobiliaria neta cayeron en ese período tanto en media como en mediana.** En cuanto la composición del gasto, la variación en miles de euros tanto en el gasto total como en las diferentes partidas cayeron todos menos el consumo de bienes no duraderos distinto a alimentación. De estos datos ya podemos sacar una primera idea:

El gasto se ve afectado por la caída de la riqueza inmobiliaria. El descenso del precio de la vivienda en familias muy endeudadas provocó un descenso del consumo de las mismas.

Por encima de todo tenían que pagar su deuda hipotecaria para que no vieran ejecutadas sus hipotecas. En España, el impago de al menos tres cuotas mensuales, y al margen de poder aplicarle intereses de demora desde el primer incumplimiento, la entidad puede exigir el cobro de la deuda mediante la venta de la vivienda o la ejecución de la garantía hipotecaria. Supone el desahucio de un gran número de familias, en general vulnerables, por ejecución forzosa ante el impago de la hipoteca. Si con la venta de la vivienda no se cubre la totalidad de la deuda, la entidad puede intentar cobrarla con todos los bienes de las personas que intervienen en la hipoteca, tanto prestatarios como avalistas. La dación en pago, que consiste en la entrega de la vivienda habitual para cancelar la totalidad de la deuda, sólo existe en determinados escenarios de exclusión social.

Respecto a la riqueza financiera neta, para el período considerado tuvo un crecimiento positivo, como se puede observar tanto en la media como en la mediana. Tras la caída de Lehman Brothers se produjo un colapso de los mercados de riesgo globales que tocaron mínimos en febrero de 2009. A partir de esa fecha la mayoría se recuperaron con fuerza, situándose en 2011 por encima de los niveles de finales de 2008.

5.3. Modelo Empírico.

¿Cómo responderá el gasto de las familias al shock que se ha producido en su riqueza inmobiliaria?

Para responder a esta pregunta, estimamos la variación del gasto de las familias entre 2008 y 2011 como función del shock de la riqueza inmobiliaria neta en ese período. Posteriormente, estimaremos regresiones adicionales donde además se incluya la variación de la riqueza financiera neta, y, además de esta última, los niveles de la renta del hogar y de la riqueza neta en 2008 expresados en logaritmos. Posteriormente se controlarán por las variables idiosincráticas de percentiles de renta y riqueza, como socio demográficas que definimos en 4.2. Las regresiones que estimaremos serán las recogidas en las ecuaciones [1]-[5].

$$\Delta \ln(\text{gasto})_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta \ln(\text{riqinmnet})_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

$$\Delta \ln(\text{gasto})_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta \ln(\text{riqinmnet})_{it} + \beta_2 \Delta \ln(\text{riqfinnet})_{it} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

$$\Delta \ln(\text{gasto})_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta \ln(\text{riqinmnet})_{it} + \beta_2 \Delta \ln(\text{riqfinnet})_{it} + \beta_3 \ln(\text{renthog})_{i2008} + \beta_4 \ln(\text{riqueznet})_{i2008} + \varepsilon_{it} \quad [3]$$

$$\Delta \ln(\text{gasto})_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta \ln(\text{riqinmnet})_{it} + \gamma_j \text{Varid}_{j|2008} + \varepsilon_{it} \quad [4]$$

$$\Delta \ln(\text{gasto})_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta \ln(\text{riqinmnet})_{it} + \beta_2 \Delta \ln(\text{riqfinnet})_{it} + \gamma_j \text{Varid}_{j|2008} + \varepsilon_{it} \quad [5]$$

Donde i se refiere al hogar i-ésimo, t al tiempo y j a la variable idiosincrática j-ésima. Recordemos que las variables idiosincráticas incluyen las variables ficticias relativas a los percentiles de renta del hogar (*percrent*); los percentiles de riqueza neta (*percriq*); la edad del cabeza de familia (*bage*); el nivel educativo del cabeza de familia (*neducdom*); la situación laboral del cabeza de familia (*nsitlabdom*); el régimen de tenencia de la vivienda principal (*np2_1*); el número de adultos trabajando (*nnumadtrab*); y el número de miembros del hogar (*np1*). Por otro lado, las variables $\Delta \ln(\text{gasto})_{it} = \ln(\text{gasto}_{2011} / \text{gasto}_{2008})_i$; $\Delta \ln(\text{riqinmnet})_{it} = \ln(\text{riqinmnet}_{2011} / \text{riqinmnet}_{2008})_i$; $\Delta \ln(\text{riqfinnet})_{it} = \ln(\text{riqfinnet}_{2011} / \text{riqfinnet}_{2008})_i$ nos dan respectivamente el crecimiento del gasto de las familias, su riqueza inmobiliaria neta y su riqueza financiera neta entre 2008 y 2011, respectivamente.

En el cuadro 25 recogemos las estimaciones de los modelos [1]-[5]

5.3.1. Análisis de los Resultados Obtenidos.

Cuadro 25. Variación Riqueza Inmobiliaria Neta y Crecimiento Consumo Familias 2008-2011.

	Variable Dependiente: Crecimiento del Gasto Total 2008-2011									
	[1]		[2]		[3]		[4]		[5]	
	Coefficiente	Std Error	Coefficiente	Std Error	Coefficiente	Std Error	Coefficiente	Std Error	Coefficiente	Std Error
Variación Riqueza Inmobiliaria Neta 2008-2011	0,1051***	0,0179	0,0966***	0,0182	0,1046***	0,0184	0,1080***	0,0183	0,1006***	0,0184
Variación Riqueza Financiera Neta 2008-2011			0,0244***	0,0007	0,0230***	0,0073			0,0226***	0,0073
Ln (renthog) 2008					-0,0764***	0,0167				
Ln (riqueznet) 2008					0,0327***	0,0126				
Variables Ficticias										
percentil renta hogar										
2					-0,0861*	0,0464			-0,0799*	0,0464
3					-0,0739	0,0489			-0,0685	0,0489
4					-0,1094**	0,0517			-0,1008**	0,0516
5					-0,2252***	0,0590			-0,2137***	0,0591
6					-0,1359**	0,0586			-0,1254**	0,0586
percentil riqueza neta										
2					0,0640	0,0612			0,0620	0,0611
3					0,0908	0,0603			0,0884	0,0602
4					0,1286**	0,0635			0,1302**	0,0634
5					0,0934	0,0662			0,0978	0,0661
edad cabeza familia										
2					0,0558	0,0796			0,0554	0,0794
3					0,0023	0,0773			0,0024	0,0771
4					-0,0608	0,0778			-0,0623	0,0777
5					-0,0676	0,0849			-0,0658	0,0848
6					-0,0071	0,0868			-0,0066	0,0867
nivel educativo cabeza familia										
2					0,0115	0,0343			0,0087	0,0342
3					0,0718**	0,0363			0,0654*	0,0363

situación laboral cabeza familia										
2										
3										
4										
régimen tendencia vivienda principal										
número adultos trabajando										
número miembros hogar										
Constante	-0,0118	0,0124	-0,0154	0,0124	0,3598**	0,01461	0,2272*	0,1189	0,2245*	0,1187
N	2769		2769		2769		2769		2769	
R ²	0,0123		0,0163		0,0237		0,0334		0,0368	

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Banco de España

Tanto los coeficientes de la variación de la riqueza inmobiliaria neta como de la riqueza financiera neta son positivos y muy significativos. Además la elasticidad de la variación del gasto a la variación de la riqueza inmobiliaria neta es 5 veces superior a la variación de la riqueza financiera neta. Estos resultados van en contra de la ortodoxia académica que a través de los modelos tradicionales macroeconómicos adoptaban un marco de agente representativo, asumiendo implícitamente que los hogares individuales están protegidos contra las crisis de riqueza específicas que puedan sufrir las familias. Sin embargo, si este supuesto se viola gravemente en los datos, como así ocurre, se debería adoptar la heterogeneidad en dichos modelos.

Nuestras estimaciones corroboran que una importante fuente de heterogeneidad sobre el consumo en condiciones de incertidumbre es la riqueza neta. Esa heterogeneidad en la propensión marginal al consumo implica que la distribución de las pérdidas es importante para la dinámica del consumo, especialmente cuando se consideran las recesiones de balances.

El coeficiente del nivel de renta familiar en 2008 es negativo y significativo, es decir, las familias con más renta registran una menor variación en el nivel de gasto, de manera que sufrirán en menor medida la caída del precio de la vivienda y el shock que una caída de su riqueza inmobiliaria neta tenga en su comportamiento de gasto. Por el contrario el nivel de riqueza inmobiliaria neta en 2008 es positivo y significativo: a mayor nivel de riqueza neta, mayor sensibilidad a registrar futuras variaciones en la misma y en el correspondiente comportamiento de gasto.

Dentro de las variables ficticias, son muy significativas los percentiles de renta y el número de miembros del hogar trabajando. El signo del efecto según percentil de renta se mide en relación al omitido, en nuestro caso el correspondiente al grupo de menor nivel de renta. En todos casos es negativo y de mayor valor absoluto conforme nos movemos en los percentiles de hogares de mayor renta. Por lo tanto, a mayor renta menor variación en el gasto. Respecto al número de miembros del hogar trabajando, el coeficiente estimado es negativo y significativo: a mayor número de miembros trabajando menor sensibilidad del gasto del hogar. Se confirma así el efecto indirecto debido al efecto de retroalimentación en la situación laboral de los miembros de la familia en un momento de colapso de la riqueza neta familiar. El efecto dominó en la pérdida de empleo en los miembros del hogar deprime aún más el gasto del hogar.

El coeficiente de la variable ficticia referente a la edad del cabeza de familia no es significativo, como tampoco lo es su situación laboral, es decir, si trabaja por cuenta ajena, por cuenta propia, o es jubilado.

Los resultados obtenidos señalan que los shocks de riqueza inmobiliaria neta influyen y mucho, retroalimentando los efectos asociados las características idiosincráticas del hogar: los shocks negativos inmobiliarios en familias muy endeudadas, con menos renta, y con pérdidas de empleo entre los miembros del hogar crecen exponencialmente. Ello corrobora que los hogares más vulnerables fueron los más golpeados por la crisis inmobiliaria. Desde el punto de vista de la política económica estos resultados deberían incentivar al legislador a implementar mecanismos tendentes a contrarrestar estos efectos.

Por ejemplo, adoptar el modelo sueco bancario, donde los bancos deben reconocer hoy las pérdidas derivadas de los excesos de endeudamiento en el sistema financiero. Paralelamente, **la deuda de cada prestatario se reduce a un nivel donde éste pueda permitirse el lujo de hacer frente a los pagos de la misma, pero a su vez el importe de las pérdidas asociadas a dichos préstamos se limita de forma que no suponga la creación de capital para el prestatario.** De esta manera, cuando los bancos absorben las pérdidas por los excesos de deuda en el sistema, la carga del servicio de la misma se quita de la economía real. El capital que es necesario para el crecimiento, la reinversión, y el soporte del contrato social ya no se dirige al servicio de la deuda, y la economía real empieza a crecer. Por otro lado, se debería extender la dación en pago más allá de los grupos vulnerables de exclusión social. Las familias merecen el derecho a una segunda oportunidad.

En la dinámica de la burbuja inmobiliaria y de sus consecuencias sobre las familias, que aquí hemos detallado, uno de los aspectos menos analizados fue **el papel del regulador, Banco de España, y sus relaciones con el regulado, la banca.** Una de las noticias más importantes en la comisión de investigación de la crisis bancaria en el Congreso de los diputados a finales de 2017 fue la comparecencia de la inspección del Banco de España³⁷, y que apenas se publicitó en los medios de comunicación. El secretario de la Asociación de Inspectores del Banco de España, José Antonio Delgado, expuso a los diputados de la comisión de investigación de la crisis bancaria un duro informe en el que denunció **“la captura del supervisor” por “la influencia de las entidades supervisadas”.** Pero Delgado dejó más perlas en la comisión de investigación. Dos de ellas muy inquietantes. La primera, además, desconcertante: “La influencia de la industria ha ido modulando la supervisión, de modo que con un supuesto buen clima de diálogo entre supervisor y supervisado, se ha ido relajando la aplicación de medidas correctivas sobre las deficiencias observadas por los inspectores, sustituyendo la emisión de actas de inspección por relaciones de hechos o meras recomendaciones, cuyo seguimiento ha presentado notables lagunas”.

La segunda, sobretodo, desesperante: “Esta negativa influencia de las entidades en el supervisor es una de las causas (aunque no la única) que explica uno de los hechos que hemos denunciado en el pasado y que, lamentablemente, seguimos teniendo que denunciar en el marco del Mecanismo Único de Supervisión: que se aparte de la inspección de determinadas entidades a compañeros que, cumpliendo fielmente con el trabajo que tenemos encomendado, destapan deficiencias, irregularidades o déficits patrimoniales en dichas entidades que se tratan de minimizar o de ocultar”.

Cabría pensar que la Unión Bancaria resolvería parte de estos problemas. Muy lejos de la realidad, al revés, los podría amplificar. El otrora Director General de Banco de España y persona clave en el diseño del rescate bancario español de la década de los 80, Aristóbulo de Juan, ya nos advirtió en su momento de lo que finalmente ha acabado sucediendo. En diferentes artículos señalaba aspectos muy jugosos sobre la Unión Bancaria en la Unión Europea, que no hacían otra cosa sino que aumentar la fragilidad de la banca europea. Por un lado, decía, “no se refuerza la vigilancia de la pérdida de valor de los activos, verdadera causa de la insolvencia y de las crisis bancarias”,... “e incluso las exigencias regulatorias de capital validan componentes de escasa calidad y conceptualmente muy discutibles, por ser onerosos o exigibles o por carecer de sustancia económica o de liquidez -activos fiscales diferidos y ciertos títulos híbridos-“. Por otro lado, “las inspecciones dirigidas por el Mecanismo Único de Supervisión evitan que se cuantifiquen los ajustes, reduciendo al mínimo la duración de las inspecciones”,... “abandonando incluso un mecanismo clave para una buena supervisión, la revisión de los expedientes de crédito de cara a detectar la capacidad de pago del deudor”. Estos diagnósticos defectuosos supondrían, respecto al mecanismo de resolución, “retrasar, obstaculizar e incluso impedir el tratamiento pronto y eficaz de la insolvencia”.

³⁷ Véase “Comparecencia de don José Antonio Delgado Manzanares, Secretario de la Asociación de Inspectores del Banco de España, acordada por la citada Comisión, para informar en relación con el objeto de la misma. (219/000883)” http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Organos/Comision?_piref73_7498063_73_1339256_1339256_next_page=/wc/servidorCGI&oriC=S&CMD=VERLST&BASE=IW12&PIECE=IW12&FMT=INITXD15.fmt&FORM1=INITXLF.fmt&QUERY=%28%29.ACIN1.+%26+360.NCOM.&DOCS=22-22

6. CONCLUSIONES

A lo largo del presente documento **se han analizado los factores de sobreendeudamiento de las familias españolas y sus consecuencias.** En primer lugar se ha llevado a cabo un análisis pormenorizado de la dinámica de endeudamiento de nuestro país, y muy en particular de los hogares, desde 1996, una vez que se inicia la recuperación de la crisis cíclica de 1992-1994, hasta la actualidad. Se distinguen cuatro fases bien diferenciadas. La primera, la deuda de las familias en el período 1996-2001, donde se forman las bases del sobreendeudamiento. La segunda, el sobreendeudamiento propiamente dicho, en el período 2002-2007. La política monetaria laxa por parte del Banco Central Europeo a partir de 2002 (bajadas de tipos de interés que no respondían a las necesidades de la economía española) exacerbó las tendencias de la fase previa hasta sobreendeudar a las familias españolas. La tercera etapa corresponde al desapalancamiento de las familias durante la Gran Recesión. En esta fase las familias se ven forzadas a reducir su deuda, disminuyendo el consumo. En el caso de las empresas ese proceso acaba disminuyendo la inversión en capital. Se produce lo que técnicamente se denomina una recesión de balances privados. La última etapa abarca desde la frágil recuperación de las familias, iniciada en 2015, hasta la Covid19.

A partir del análisis de las dinámicas de la deuda, especialmente la de los hogares, se ha expuesto un marco teórico para anticipar futuras crisis de sobreendeudamiento (hipótesis de inestabilidad financiera de Hyman Minsky); y se ha analizado el papel de la deuda privada como germen de la Gran Recesión, siguiendo sobretodo los análisis de Steve Keen. También **se han presentado una serie de propuestas genéricas para limitar la deuda y evitar nuevos ciclos de sobreendeudamiento familiar.** Como los ciclos de apalancamiento existen, **es necesario un control de la expansión del crédito ex ante** en lugar de castigar a los deudores a posteriori. Además, **se debe reducir el atractivo de la especulación apalancada en los precios de los activos, pero sin ahogar la demanda de deuda para inversión. Finalmente, se debe promover la separación plena entre la banca comercial y banca de inversión, y se debería acabar con el dilema moral de haber creado bancos “demasiado grandes para quebrar”,** estudiando, frente a la tendencia actual, la necesidad de imponer límites en nuestro país a la concentración de depósitos, préstamos u otros indicadores bancarios, en definitiva al tamaño de los bancos.

Una vez que se han detallado las dinámicas de la deuda familiar, **se ha llevado a cabo un análisis econométrico sobre las consecuencias concretas de las dinámicas de la deuda,** riqueza y renta de los hogares. Concretamente, se ha contrastado si el sobreendeudamiento de las familias españolas, una vez que el colateral que lo alimentaba colapsa, ha provocado un **hundimiento del consumo privado que sobre todo ha afectado a las familias más endeudadas y de menos renta.** Se ha estudiado el comportamiento del consumo de las familias durante el período 2008-2011 a partir de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) de Banco de España sobre la situación de renta, riqueza, deuda y consumo en los años 2008 y 2011 de los hogares españoles. Los resultados obtenidos señalan que los shocks de riqueza inmobiliaria neta influyen y mucho, retroalimentando los efectos asociados las características idiosincráticas del hogar: **los shocks negativos inmobiliarios en familias muy endeudadas, con menos renta, y con pérdidas de empleo entre los miembros del hogar crecen exponencialmente.** Ello corrobora que los hogares más vulnerables fueron los más golpeados por la crisis inmobiliaria.

Desde el punto de vista de la política económica **los resultados obtenidos en el análisis econométrico deben incentivar al legislador a implementar mecanismos tendentes a contrarrestar estos efectos.** Por ejemplo, se debería **adoptar el modelo sueco bancario,** donde los bancos deben reconocer hoy las pérdidas derivadas de los excesos de endeudamiento en el sistema financiero. Paralelamente, la deuda de cada prestatario se reduce a un nivel donde éste pueda permitirse el lujo de hacer frente

a los pagos de la misma, pero a su vez el importe de las pérdidas asociadas a dichos préstamos se limita de forma que no suponga la creación de capital para el prestatario. De esta manera, cuando los bancos absorben las pérdidas por los excesos de deuda en el sistema, la carga del servicio de la misma se quita de la economía real. El capital que es necesario para el crecimiento, la reinversión, y el soporte del contrato social ya no se dirige al servicio de la deuda, y la economía real empieza a crecer. **Por otro lado, se debería extender la dación en pago más allá de los grupos vulnerables de exclusión social.** Las familias merecen el derecho a una segunda oportunidad accesible y con garantías.

La necesidad de proteger a las familias, estabilizando sus rentas y otorgándoles el derecho a una segunda oportunidad, se hace más necesaria que nunca en el entorno actual de la Covid19. **De entre las distintas crisis asociadas a la pandemia, destaca una de la que apenas se habla, la enorme fragilidad financiera de familias y empresas.** Al principio de la pandemia, la fragilidad financiera era elevada; ahora, simplemente se ha vuelto insostenible. **Va a ser necesario un proceso de reestructuración de activos y pasivos de familias y empresas.** Se trata de un proceso que surge especialmente en los paisajes financieros donde tanto familias como empresas están apalancadas y fuertemente endeudadas. La situación se complica además si el gasto de la economía se contrae de manera notoria. En esos entornos financieramente disfuncionales, el gran banco de Minsky tiene que intervenir, junto con el Tesoro y otros organismos gubernamentales, para limpiar el desorden financiero y guiar la reestructuración del balance (o, más a menudo, el rescate) de empresas y familias.

Está claro que miles de empresas, y sectores enteros, no sólo aumentarán su fragilidad financiera, sino que se verán gravemente afectados por problemas de solvencia y no volverán a abrir. Antes de que una vacuna esté disponible y se extienda ampliamente, ninguno de estos negocios ni los ingresos fiscales volverán a la "normalidad". Ello arrastrará, a su vez, a las familias también endeudadas, que ven disminuir sus rentas. Para hacer frente a esta situación ya no es suficiente con la intervención de los Bancos Centrales que, si bien disponen de un tremendo poder de préstamo, carecen de poder de gasto. Esta limitación es fundamental, ya que introduce la dimensión fiscal de estas intervenciones de política y pone de relieve la **necesidad de un ajuste entre los Bancos Centrales, los Tesoros Públicos y la financiación privada para hacer frente a la crisis de solvencia que se avecina.**

En resumen, la necesidad de una auténtica intervención Minskyana entre el "gran banco" y el "gran gobierno", junto con la financiación privada, para vincular adecuadamente los paquetes de préstamos vigentes con el estímulo fiscal necesario para gestionar la reestructuración y convertir la recuperación en expansión y bienestar en las familias y consumidores. En caso contrario caerán miles de familias y empresas.

7. REFERENCIAS

- Piketty, T. (2013). "Capital in the Twenty First Century". Harvard University Press
- Bentolila, S., Jensen, M., Jiménez, G., Ruano, S. (2018). "When Credit Dries Up: Job Losses in the Great Recession", Journal of European Economic Association, 16(3): 650-695. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvx021>
- Bunn, P. and Rostom M. (2014): "Household Debt and Spending". Quarterly Bulletin 2014 Q3. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q304.pdf>
- Burlamaqui, L., y Torres, E.T. (2020): "The COVID-19 Crisis: A Minskyan Approach to Mapping and Managing the (Western?) Financial Turmoil". The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper 968.
- Carroll, C., Kimball, M. (1996). "On the Concavity of the Consumption Function". *Econometrica* 64: 981-992.
- Díez, J.L. (2013): "Reformas Financieras Estructurales (Volcker, Liikanen y Vickers): separación versus prohibición", *Boletín Económico del ICE*, nº3037 http://www.revistasice.com/CachePDF/BICE_3037_41-54__37457F8DECE1A45A6987B78F19D960C4.pdf
- Estrada, B., Braña, F.J., Inurrieta, A., Laborda, J. (2013). "Qué hacemos con el Poder que Tienen los Bancos y Gobiernos de crear Dinero sin ningún control democrático", Ediciones Akal.
- Fisher, I. (1933). "The Debt-Deflation. Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1 (4): 337-357.
- Godley, W., y Lavoie, M. (2007). "Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth". Palgrave MacMillan.
- Godley, W. (1999). "Seven unsustainable processes: medium-term prospects and policies for the United States and the world". Strategic Analysis, Levy Economics Institute of Bard College
- Keen, S. (2011). "A Monetary Minsky Model of the Great Moderation and the Great Recession". *Journal of Economic Behavior & Organization*, 86: 221-235.
- Keen, S. et al. (2012a). "Radical Economic Theories of the Current Economic Crisis", Prepared for the URPE-Occupy Summer Conference, August 2012.
- Keen, S. (2012b). "The Debtwatch Manifesto". Mimeo. <http://www.debtdeflation.com/blogs/wp-content/uploads/2012/01/TheDebtwatchManifesto.pdf>
- Keen, S. (2012c). "Instability in Financial Markets: Sources and Remedies" Prepared for INET Conference, Berlin. <http://www.debtdeflation.com/blogs/wp-content/uploads/2012/04/KeenINET2012InstabilityFinancialMarkets02.pdf>
- Koo, R. (2009). "The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession". John Wiley & Sons (Asia). ISBN: 9780470824948.
- Koo, R. (2011). "The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics", *Real-World Economics Review* 58, Nomura Research Institute, Tokyo.
- Koo, R. (2015). "The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap". John Wiley & Sons (Asia). ISBN: 9781119028123.

- Koo, R. (2012). "The entire crisis in Europe started with a big ECB bailout of Germany", *Nomura Research Institute*.
- Leigh D. et al. (2012): "Dealing with Household Debt" edited in *World Economic Outlook Series*, April 2012: 89-124. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/text.pdf>
- Martín-Oliver, A., Salas, V., Ruano, S. (2017). "The fall of Spanish cajas: Lessons of ownership and governance for Banks", *Journal of Financial Stability* 33: 244-260. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.02.004>
- Medialdea, B., Álvarez, I., Fresnillo, I., Laborda, J., Ugarteche, O. (2013). "Qué hacemos con la deuda". Editorial Akal
- Mian, A, Kamalesh Rao, Amir Sufi. (2013). "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump", *Quarterly Journal of Economics*, 128 (2013): 1687–1724.
- Mian, A., Amir Sufi. (2012). "What explains high unemployment? The aggregate demand channel," Chicago Booth Working Paper.
- Minsky, H.P. (1986). "Stabilizing an Unstable Economy". New Haven: Yale University Press ISBN: 9780300033861
- Minsky, H.P. (1992). "The Financial Instability Hypothesis". The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper 74. ISSN 1547-366X.
- Reinhart, C.M y Rogoff, K.S.(2013): "Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten", IMF Working Paper, WP/13/266. http://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/2014_05_28_rogoff-2-imf.pdf
- Stockhammer, E. (2010): "Financialization and The Global Economy" Working Paper Series wp240, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst
- Turiel, A. (2012). "Informe Sobre la Legitimidad de la Deuda Pública de la Administración Central del Estado de España". Mimeo. <http://www.frentecivicosomosmayoria.es/wp-content/uploads/2012/12/Agustin-Turiel-informe-sobre-la-deuda-ilegitima.pdf>.
- Turiel, A. (2014). "Deuda Pública Ilegítima en la Administración Central del Estado de España". Mimeo. <http://www.ecosfron.org/wp-content/uploads/Agustin-Turiel-Deuda-publica-la-deuda-ilegitima.pdf>.
- Wray, R. and Mazzacuto, M. (2015): "Financing the Capital Development: a Keynes-Schumpeter-Minsky Synthesis" Working Paper Levy Economics Institute, wp 837. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_837.pdf

ADICAE lleva más de treinta años defendiendo los derechos de los consumidores. Dicha defensa también pasa por realizar análisis críticos y fiables de la situación de los consumidores y las problemáticas que existen y no se están abordando.

En este estudio ADICAE analiza el nivel y la tasa de variación del crecimiento de la deuda privada y el efecto desestabilizador de la misma en la economía de las familias para poder dilucidar los distintos factores de sobreendeudamiento de las mismas. El objetivo es poder concretar un análisis certero de la dinámica de sobreendeudamiento de las familias y consumidores en la post-Covid-19.

A lo largo del estudio también se apuntan diversas claves de impugnación y mala praxis del sistema financiero y económico actual, a la vez que se aportan propuestas de cambio y protección a los derechos de los consumidores en los que ADICAE seguirá insistiendo en su intensa labor de defensa de los consumidores.

Proyecto: El Sobreendeudamiento de los Consumidores



www.adicae.net



El presente proyecto ha sido subvencionado por el Ministerio de Consumo, siendo su contenido responsabilidad exclusiva de la asociación beneficiaria.