

# LA CARA OCULTA DE LA CRISIS EL FIN DEL BOOM INMOBILIARIO Y SUS CONSECUENCIAS

José Manuel Naredo

## INTRODUCCIÓN

La larga duración de la fase alcista del presente ciclo indujo a considerarla como algo normal y permanente. De ahí que la irrupción de la crisis no sólo haya causado perplejidad sino que ha tendido a percibirse como algo raro y transitorio, olvidando que la intensidad del auge suele presagiar la intensidad del declive. En lo que sigue trataremos de escapar a estos espejismos considerando la crisis como mero fruto de los desequilibrios provocados por la euforia económica precedente. A la hora de interpretar la crisis, hay analistas que subrayan los aspectos más nuevos o peculiares que la han provocado y otros que hacen hincapié en lo que de común tiene con las crisis anteriores. En todas las crisis suelen convivir dimensiones nuevas y antiguas. En lo que sigue empezaré por presentar el trasfondo general en el que se produce esta crisis marcado por mutaciones del capitalismo de las que no se suele hablar, ya que vienen eclipsadas por la ideología económica dominante con sus enfoques de la producción y el crecimiento. Centraremos después la reflexión en la burbuja inmobiliaria, habida cuenta el peso tan determinante que ha tenido en nuestro país durante el auge y que está teniendo y tendrá en el declive del presente ciclo económico.

## TRASFONDO DE LA CRISIS: LA DERIVA DEL CAPITALISMO HACIA LA ADQUISICIÓN DE RIQUEZAS PREEXISTENTES

Rara vez se habla de que la crisis actual se ve agravada por la deriva que ha venido mostrando el capitalismo hacia la **adquisición** de riquezas preexistentes (Naredo, 2007) acentuando la dimensión especulativa de la mayor parte de las inversiones acometidas durante el auge. Éstas se han dirigido mayoritariamente a financiar operaciones de compraventa de títulos, empresas, terrenos,... o inmuebles, más orientadas a obtener plusvalías que a producir bienes y servicios asociados a una mejor calidad de vida de la población. En nuestro país la burbuja inmobiliaria y sus derivados constructivos han llegado a absorber cerca del 70 % del crédito al sector privado y a extender el virus de la especulación por todo el cuerpo social, a la vez que se sobredimensionaba el suelo urbanizable y el parque de viviendas secundarias y/o desocupadas, ocasionando una superdestrucción de los asentamientos, los ecosistemas y los paisajes precedentes. Lo que hace que todo el mundo sufra el "deterioro ambiental" y que muchos tengan que acabar pagando el aquelarre de beneficios y plusvalías obtenidos por unos pocos durante el auge, en un juego económico que necesitaba expandirse continuamente para evitar su derrumbe. Esta huída hacia adelante reclamaba una creciente necesidad de

financiación que sentenciaba al presente ciclo alcista a morir, tarde o temprano, por estrangulamiento financiero (como hemos venido advirtiendo desde hace tiempo en diversas publicaciones, de las que remitimos a la última: Naredo, Carpintero y Marcos, 2008, Cap. I.8: "La revalorización de la vivienda y su financiación", pp. 73-78).

Sin embargo, la ideología económica dominante dificulta la comprensión de las mutaciones que ha observado el capitalismo al desplazar su actividad desde la **producción** de riqueza hacia la **adquisición** de la misma, con ayuda de la financiarización de la economía y del recurso a operaciones y megaproyectos apoyados por el poder. Pues la metáfora de la **producción** oculta la realidad de la **extracción** y **adquisición** de riqueza. Y la idea de **mercado** soslaya la intervención del **poder** en el proceso económico. El desplazamiento y la concentración del poder hacia el campo económico-empresarial hace que hoy existan empresas capaces de crear dinero, de conseguir privatizaciones, recalificaciones, concesiones, contrataciones,...y de manipular la opinión, polarizando así el propio mundo empresarial. Si antes el Estado controlaba a las empresas ahora hay empresas y empresarios que controlan y utilizan el Estado y los *media* en beneficio propio, mostrando que el capitalismo de los poderosos es sólo liberal y antiestatal a medias. Es liberal para solicitar plena libertad de explotación, pero no para promover recalificaciones y concesiones en beneficio propio. Y es antiestatal para despojar al Estado de sus riquezas, pero no para conseguir que las ayudas e intervenciones estatales alimenten sus negocios. De ahí que calificar de (neo)liberal al capitalismo de los poderosos es hacerle un inmenso favor, al encubrir el intervencionismo discrecional tan potente en el que normalmente se apoya, permitiendo que los nuevos caciques vayan impunemente por la vida presumiendo de (neo)liberales. Intervencionismo que ha culminado al calor de la crisis con las suculentas ayudas a las empresas que evidencian la ley del embudo, consistente en privatizar beneficios y socializar pérdidas, que están imponiendo los nuevos caciques al conjunto de la población.

La actual refundación oligárquica del poder plasmada en un *neocaciquismo* disfrazado de democracia ha desatado una nueva fase de acumulación capitalista (Naredo, 2007). En esta fase los más poderosos son capaces de emitir acciones y otros títulos que suplen las funciones del dinero contando, así, con medios de financiación sin precedentes que les permiten adquirir las propiedades del capitalismo local y del Estado, y con el poder necesario para promover, con ayuda estatal, megaproyectos de dudoso interés social y operaciones extremadamente lucrativas. El sistema monetario internacional facilita la creación de ese dinero financiero que se sostiene a base de atraer el ahorro, incluso de los más pobres, hacia la compra de los pasivos no exigibles que emiten los más ricos, generando procesos especulativos que acentúan los vaivenes cíclicos y la volatilidad de las cotizaciones. En esta fase, en la que predomina la **adquisición** sobre la **producción** de riqueza, los beneficios empresariales y el crecimiento de los agregados económicos de rigor, ya no suponen mejoras generalizadas en la calidad de vida de la mayoría de la población, que tiene que sufragar el festín de beneficios, plusvalías y comisiones originado, acentuando la polarización social. Pero la sociedad, adormecida por la ideología dominante, sigue sin preocuparse del contenido concreto y las implicaciones de esos agregados monetarios cuyo crecimiento

indiscriminado desea y defiende.

La deriva hacia la **adquisición** de la riqueza se produjo de la mano de la hiperdimensión del juego inmobiliario-financiero y demás procesos especulativos que, por su propia naturaleza, desembocan en situaciones críticas, al ser económicamente insostenibles. Este panorama resulta socialmente aceptable en la medida en la que una ingente liquidez nueva alimenta la máquina corrupta del crecimiento económico, de cuyas migajas viven también los pobres. De ahí que cuando el pulso de la coyuntura económica decae se quiera “inyectar” más y más liquidez a toda costa —como muestra la reciente cumbre del G-20— para que la fiesta de **adquisición** de riqueza continúe y rebose lo más posible, alcanzando a buena parte de la población. El crecimiento actúa, así, como una droga que adormece los conflictos y las conciencias y crea adicción en todo el cuerpo social. Pero cuando decae o se para el malestar resurge con fuerza, invitando peligrosamente a mirar hacia atrás y a ver las ruinas que ha ido dejando, jalonadas de grave deterioro ecológico, de angustioso endeudamiento económico, de bancarrota moral y de severo empobrecimiento social al haber acentuado el servilismo, espoleado por la envidia y la avaricia.

La alternativa al modelo económico descrito requiere profundos cambios mentales e institucionales que no cabe detallar aquí. Cambios que permitan trascender la metáfora de la **producción** y mitología del **crecimiento** económico y cambiar las reglas del juego que rigen actualmente la valoración comercial y el sistema monetario internacional. La viabilidad de estos cambios depende de la disyuntiva política que enfrenta la actual refundación oligárquica del poder a una refundación democrática del mismo. O también, la que enfrenta la actual democracia, que se dice *representativa*, pero que se apoya en consensos oscuros y elitistas, a una democracia más *participativa*, con consenso amplio y transparente, fruto del ejercicio pleno de una ciudadanía bien informada. La experiencia muestra que la *información* es condición necesaria para desmontar las prácticas caciquiles y los lucros inconfesables de las operaciones y los megaproyectos y para reconducir el proceso económico hacia una gestión más razonable y acorde con los intereses mayoritarios. Pero hay que subrayar, también, que hoy por hoy la intensa *participación* y movilización social debidamente *informada*, sólo es condición suficiente para que tal desmontaje y reconducción se produzcan, si hace peligrar el crédito electoral de los responsables políticos.

Tras la disyuntiva indicada subyace la pugna por mantener vivo el tejido social compuesto por relaciones de solidaridad, afinidad y simpatía hacia nuestros congéneres, frente a su destrucción y sustitución por relaciones serviles y despóticas. En el fondo se trata de evitar que los valores del capitalismo —el éxito pecuniario, la pelea competitiva, el afán de lucro, de explotación,...— y su actual proyección oligárquica, acaben arrasando los sentimientos de amistad y solidaridad y haciendo realidad esa utopía social negativa que Hesiodo (S. VIII a. de J. C.), en *Los trabajos y los días*, identificaba con el fin de la especie humana. Pues, en sus célebres versos (Hesiodo, 1964, pp.42-43) nos recuerda que ese final vendrá cuando se destruyan las relaciones de hospitalidad, amistad, fraternidad, cuando incluso se les muestre desprecio a los padres, tan pronto como envejezcan,... cuando nadie respete su palabra dada, ni apoye lo bueno y lo justo, cuando la conciencia no exista y el único derecho sea la fuerza o el dinero.

## ESPAÑA LÍDER DEL AUJE INMOBILIARIO

En los últimos tiempos ha habido tres intensos ciclos inmobiliarios. Un primer ciclo fue el que culminó a principios de los setenta para caer con las "crisis petrolíferas" del momento. Un segundo ciclo se inició a mediados de los ochenta para morir tras los festejos del 92, con sucesivas devaluaciones de la peseta y "programas de ajuste". El tercero y último ciclo alcista acusó mayor intensidad y alcance que los anteriores. Pues la liquidez internacional sin precedentes que se empezó a generar a mediados de los noventa, presionó con inusitada fuerza sobre los precios de la vivienda, que alcanzaron máximos históricos en la mayoría de los países industrializados e, incluso, en países calificados de "emergentes", como China y Corea.

Pero el *tsunami* de liquidez dispuesto a invertirse "en ladrillos" no afectó por igual a todos los países. La situación europea se mueve entre dos modelos inmobiliarios. Uno con gran peso del alquiler y/o la vivienda social, otro con predominio absoluto de la vivienda libre y en propiedad. El primero, tiende a conservar el patrimonio construido, mientras que el segundo tiende a hacer construcción nueva para obtener plusvalías de la recalificación de suelos. El primero evoluciona más de acuerdo con la demografía y la renta disponible de los hogares alquilados, el segundo con el pulso de la coyuntura económica, llamada a atraer liquidez dispuesta a invertirse en las nuevas promociones de vivienda. Así, no es una casualidad que los dos únicos países europeos que han permanecido al margen del reciente *boom* inmobiliario sean los dos que tienen mayor porcentaje de viviendas en alquiler: Suiza y Alemania. Al igual que España, al ejemplificar el segundo de estos dos modelos, ha vivido el reciente auge inmobiliario con más intensidad que todos los otros países de nuestro entorno. El aquelarre inmobiliario vivido en España durante el último decenio triplicó los precios de tasación de la vivienda e incrementó en una cuarta parte su parque de viviendas. Porque la construcción de viviendas nuevas e infraestructuras es la colaboradora necesaria del negocio inmobiliario apoyado en la obtención de plusvalías derivadas de la recalificación de suelos. España se ha erigido así en líder europeo en consumo de cemento, superando en 2007 los sesenta millones de toneladas (más del doble que Francia, que dispone de más población y territorio) haciendo que el monocultivo inmobiliario eleve el peso de la construcción en el PIB por encima del de todos los países de nuestro entorno.

Cuando España llegó a disponer ya de más viviendas y kilómetros de autopista per capita que en todos los otros países europeos, el auge inmobiliario empezó a acusar síntomas de agotamiento. No han sido los límites ecológicos, ni los límites de una demografía que no alcanza a habitar un parque de viviendas cada vez más sobredimensionado los que acabaron frenando el presente *boom* inmobiliario, sino los límites financieros, como había ocurrido en los ciclos anteriores. Pero la novedad que explica la notoria intensidad y duración de este auge inmobiliario arranca de que, con la desaparición de la peseta y el advenimiento del euro, desapareció también el freno que planteaba a las coyunturas alcistas la limitada capacidad de financiación disponible. Estas morían tradicionalmente porque el endeudamiento interno y externo erosionaba la cotización de la peseta y obligaba a devaluarla para restaurar el equilibrio exterior y a aplicar programas de "ajuste" para recortar el excesivo endeudamiento. Sin embargo, actualmente, el paraguas del euro ha permitido prolongar el endeudamiento de la economía española hasta límites difíciles de imaginar, a la vez que el "maná" de los

fondos europeos posibilitó cuantiosas inversiones en infraestructuras. Por primera vez, no solo demandaron financiación neta las empresas, sino hasta los propios hogares, para financiar el *boom* inmobiliario, que acusaron por cuarto año consecutivo un déficit de financiación neta cuya financiación exigían a la banca, en vez de ofrecérsela como había sido habitual: los créditos que solicitaban los hogares superaron así sistemáticamente al aumento de sus depósitos. Además, con la solvencia del euro aumentó el peso de la inversión extranjera en inmuebles, que se sumó a la financiación interna para reforzar el auge inmobiliario a costa de hacerlo más dependiente de la coyuntura internacional. Precisamente la caída de la inversión extranjera en inmuebles, unida a la salida de la inversión inmobiliaria española hacia el exterior, anticiparon con años de antelación el actual declive inmobiliario interno, más tarde reforzado por la crisis hipotecaria de Estados Unidos, la desconfianza de los inversores y el enfriamiento de la coyuntura económica internacional.

## ESPAÑA LÍDER DEL RIESGO INMOBILIARIO

Llegados a este punto, cabe subrayar los riesgos en los que se ha ido incurriendo para financiar el auge. En primer lugar hay que recordar que, si bien la subida de precios protagonizó en España el auge inmobiliario de los ochenta, la construcción y el endeudamiento tuvieron entonces escasa incidencia. Pero no ocurre lo mismo en el ciclo actual en el que la importante construcción nueva demandó una financiación adicional sin precedentes, haciendo que el endeudamiento hipotecario de los hogares respecto a su renta disponible se situara al final del ciclo por encima del de todos los países de nuestro entorno, incluido Estados Unidos (Naredo, Carpintero y Marcos, 2007 y 2008). Y el riesgo de los hogares se acentúa por el hecho de que España es el país europeo con mayor porcentaje de crédito hipotecario contratado a interés variable, en momentos en los que los tipos de interés alcanzaron mínimos históricos. Por otra parte, si al crédito hipotecario de los hogares se añade el contraído por las empresas inmobiliarias y constructoras, se llega a la conclusión de que la exposición de cajas y bancos al riesgo inmobiliario es mayor en España que en todos los países de nuestro entorno, incluido Estados Unidos. Conscientes de este riesgo, las entidades financieras han conseguido "titulizar" más de un tercio de su deuda hipotecaria, traspasando así el riesgo a los compradores de los títulos emitidos, aunque la mayor conciencia actual de este riesgo ha encarecido y frenado este proceso.

Pero la reciente coyuntura alcista no solo acentuó el endeudamiento de los hogares y las empresas del sector, sino que aumentó notablemente el valor de sus activos inmobiliarios. Precisamente fue la perspectiva de revalorización la que hizo atractiva su compra apalancada con créditos, a la vez que la presión de los compradores impulsaba esa revalorización, generando la espiral de compras y revalorizaciones que caracteriza a las llamadas "burbujas" bursátiles o inmobiliarias. El riesgo que comportan estas "burbujas" arranca de la distinta calidad de los activos y pasivos generados. Ya que, mientras el valor de los compromisos de pago contraídos es inequívoco y hasta puede aumentar si lo hace el tipo de interés, no ocurre lo mismo con el de los activos, es decir de los pisos. El valor del stock de viviendas se estima aplicándole los precios de transacción de la pequeña fracción del mismo que cambia de manos. Lo cual presupone

que solo esa pequeña fracción del stock puede venderse a esos precios, siendo por lo tanto el conjunto del stock así valorado una riqueza teórica que solo existe a condición de que no se ponga masivamente en venta. La naturaleza de valor virtual que el método de valoración indicado atribuye a las viviendas, se acentúa cuando —como ocurre en España— no existe información solvente e inmediata de los precios de mercado de la vivienda, sino solo referida a precios estimados de tasación o a precios escriturados que difieren de los efectivos y que muestran una mayor inercia y aversión a la baja que los precios de mercado. El problema de fondo estriba en que mientras a la hora de realizar el ahorro en viviendas asociado a revalorizaciones de precios éste corre el riesgo de desinflarse, no ocurre lo mismo con el endeudamiento contraído para adquirirlas.

## **PERSPECTIVAS: PRECIOS INMOBILIARIOS Y ACTIVIDAD**

¿Hasta qué punto están cayendo y hasta dónde caerán los precios de la vivienda?; ¿hasta qué punto y hasta cuándo se traducirá el desplome inmobiliario en recesión económica generalizada?; ¿quién acabará pagando los platos rotos de la fiesta inmobiliaria? Estas preguntas arreciaron desde que la coyuntura económica evidenció su caída desde principios de 2008.

Cuando el mercado inmobiliario se enfría, el número de operaciones disminuye y el período de venta se dilata, haciendo que los oferentes más necesitados de liquidez acaben vendiendo sus viviendas a precios muy inferiores a los de tasación y también de los precios de los anuncios. Pero en nuestro país las caídas de precios, ya observadas por los operadores del sector, no han tenido un reflejo estadístico claro e inmediato. Este contexto de opacidad informativa tiende a evitar ajustes bruscos vía precios, al mantener ciertos “precios de consenso” que se supone valen las viviendas por encima de los de mercado a costa de forzar la iliquidez del patrimonio inmobiliario así valorado y de prolongar artificialmente los períodos de venta, para que la inflación diluya el ajuste a lo largo del tiempo. Pero a la vez que se trata de evitar el ajuste vía precios, se fuerza sin querer el ajuste en cantidades, reflejado en el desplome de la construcción de vivienda nueva observado en el año en curso. Entidades del sector estiman que en 2008 se construirán seiscientos mil de viviendas menos que el año anterior con un recorte de más de un millón de empleos.

Pero tratemos de responder las preguntas planteadas al inicio de este apartado: ¿en qué medida bajan los precios de la vivienda? La pregunta podría parecer improcedente a cualquier persona que no esté al tanto de las actuales lagunas de información sobre el tema: pensaría que cómo no se va a saber si suben o bajan los precios de la vivienda, cuando la prensa hace referencia a una estadística oficial que informa sobre ellos. Gracias a que no hay solo una sino varias estadísticas cabe aclarar algo el tema.

En primer lugar hay que precisar que el índice oficial de precios de la vivienda que elabora trimestralmente el Ministerio de Vivienda (IPVmv) no recoge verdaderos precios de mercado, sino precios que imputan a las viviendas las empresas de tasación de inmuebles. El hecho de que las empresas de tasación trabajen mayoritariamente para las entidades financieras y que éstas no vean con buenos ojos que los precios de tasación caigan por debajo de los valores hipotecados, hace dudar de la objetividad de esta fuente en momentos de declive. Sobre todo cuando, confundiendo deseos con realidades, los

directivos de bancos y cajas han venido pronosticando reiteradamente que en cualquier caso se produciría un "aterrizaje suave". Y hasta el momento lo han conseguido: el IPVMv no ha bajado todavía respecto al año anterior, sino sólo moderado su crecimiento, evidenciando una sospechosa aversión a la baja, contradictoria con las caídas de precios que registran otras fuentes comentadas a continuación (pueden encontrarse información sobre el IPVMv en la página Web del Ministerio de Vivienda: <http://www.mviv.es> ).

Pero subrayemos antes que el mencionado oscurantismo de los precios inmobiliarios parece impropio de un país que se dice moderno y desarrollado, y en el que el mercado inmobiliario ha tenido una importancia económica tan manifiesta. No cabe imaginar que solo hubiera una estadística de precios de las operaciones bursátiles, que elaboraran cada tres meses determinadas empresas de tasación encargadas de atribuir valor a las acciones y que, para colmo, esas empresas dependieran o, incluso, estuvieran participadas por las entidades que financiaban esas operaciones. Se ha hablado mucho de la responsabilidad de las empresas extranjeras de *rating* en la desconfianza que se extendió en el mundo empresarial durante la crisis actual, pero poco o nada se ha hablado de las empresas españolas de tasación: se veía la paja en el ojo ajeno, pero no la viga en el propio. Al igual que se ha hablado mucho de las hipotecas *subprime*, o de alto riesgo tan atractivamente "estructuradas", y de que la banca española había permanecido bastante indemne a ese producto, presuponiendo que ello era debido a que nuestra normativa era mejor y nuestros banqueros más hábiles que los de los otros países afectados. Con ello se oculta que si las entidades financieras españolas no compraron apenas esos "atractivos" productos fue, sobre todo, porque trataban denodadamente de obtener financiación neta del exterior, titulizando sus propias hipotecas al igual que los EEUU, y no de colocar fuera un exceso de liquidez comprando títulos. Las entidades financieras españolas no necesitaban comprar hipotecas negociadas en EEUU, cuando la demanda interna de hipotecas crecía como la espuma y necesitaban endeudarse fuera para poder financiarlas *in situ*. Ciertamente, las entidades financieras españolas no necesitaban comprar hipotecas *subprime*, o de alto riesgo, fuera cuando apenas daban abasto para conceder las propias hipotecas "*subprime* a la española" —al decir del fino analista y amigo Anselmo Calleja (Calleja, 2008)— pues hipotecas de alto riesgo son, en general, las contratadas a tipo de interés variable cuando los tipos eran anormalmente bajos, con tasaciones que superaban normalmente los precios efectivos de mercado y con una actividad desbordante y una ocupación de la mano de obra que rozaba el pleno empleo.

Volviendo al tema de los precios, en los inicios de la pasada legislatura propuse, sin éxito, al recién creado Ministerio de Vivienda construir un índice de precios de la vivienda a partir de los datos de los anuncios, para reflejar con más objetividad y sensibilidad que las tasaciones el pulso de los precios inmobiliarios. Me congratula observar que dos entidades privadas —FOTOCASA y el IESE— han puesto en marcha recientemente una propuesta similar, construyendo un índice mensual (IPVfc) cuya evolución es bien distinta de la del IPVMv, apoyado en las tasaciones: su variación respecto al mismo período del año anterior observa caídas cada vez mayores desde noviembre de 2007. En el tercer trimestre del año en curso, estas disminuciones se sitúan en torno al 8 % (puede consultarse la evolución de los índices mensuales, presentados con gran desglose y los correspondientes informes en la página Web de FOTOCASA: <http://www.fotocasa.es> ).

También el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha sacado recientemente un nuevo

índice trimestral de precios de la vivienda (IPVine) apoyado en los precios escriturados por los notarios (accesible en página Web del INE: <http://www.ine.es> ). Las fuentes notariales han permitido construir estadísticas solventes de precios de mercado de la vivienda en otros países europeos en los que estos precios coinciden con los escriturados. El hecho de que no ocurra esto en nuestro país limita el significado del IPVine. Pese a ello, este índice observa un desplome mucho más intenso del que reflejan las tasaciones, alcanzando tasas negativas en el segundo trimestre del año en curso. Hay otra información del INE que viene a confirmar el declive de los precios, es la caída en un 7,3 % del importe medio de las hipotecas registradas en septiembre respecto a las del mismo mes del año anterior.

Otras informaciones que completan el panorama de los precios inmobiliarios son las correspondientes a las notables rebajas de las promotoras, que tienen que competir con las cerca de setecientas mil viviendas adicionales propiedad de inversores especulativos que han aflorado este año al mercado. Dispongo de catálogos de promociones inmobiliarias que sitúan estas rebajas entre el 20 y 30 % del precio inicial. A esto se añaden las cada vez más extendidas y, poco a poco, transparentes subastas de inmuebles que promueven entidades especializadas. Los resultados de estas subastas informan sobre la banda baja de los precios de mercado: suelen partir con precios de salida entre el 20 y 30 % inferiores a los de tasación y alcanzar precios de remate situados entre un 20 y un 50 % por debajo del precio inicial (la información sobre las subastas inmobiliarias puede encontrarse en la revista *Pública Subasta* (<http://www.publicasubasta.com>) —que mantiene permanentemente actualizadas en la red todas las subastas, públicas y privadas, que se celebran en España— y en los portales de las diversas entidades especializadas).

De lo anterior se concluye que en el momento de escribir este artículo (noviembre de 2008) están cayendo los precios de mercado de la vivienda, los precios de los anuncios (IVPfc), los precios escriturados (IVPine) y el importe medio de las hipotecas, pero no los precios de tasación, ni el IPVMv, que muestran una llamativa aversión a la baja. Afortunadamente vemos que la propia dinámica de los acontecimientos está rompiendo la opacidad estadística que venía postergando el ajuste vía precios y forzando la atonía del mercado inmobiliario. Creo que ya va siendo hora de potenciar la transparencia y de acometer con decisión los cambios que reclama un modelo inmobiliario agotado.

La disyuntiva está clara: o se trata de mantener la tradicional opacidad estadística sobre el mercado inmobiliario postergando el ajuste vía precios, o se trata de favorecer este ajuste potenciando la entrada de nuevos mecanismos que aporten agilidad y transparencia sobre los precios de las operaciones efectivas, facilitando la realización de activos mediante procedimientos de subasta amplia e informada comparables a los que existen en los mercados bursátiles. En cualquier caso los precios de la vivienda ya están bajando y, por mucho que se haga por ocultarlo, esta bajada acabará evidenciando que el "aterrizaje suave" pronosticado tampoco se observa en los precios de mercado.

Pero cualquiera que sea el contexto mencionado no evita el riesgo al que se ven sometidos las empresas y los hogares implicados, que se ha agravado ostensiblemente con la caída de la actividad económica general, que resultaba previsible dado el gran peso de la actividad constructiva e inmobiliaria y el panorama incierto de la coyuntura internacional. Aunque, como hemos indicado, el auge inmobiliario contribuyó a extender



el virus de la especulación inmobiliaria por todo el cuerpo social, el 65 % de los propietarios de bienes inmuebles escasamente podrán beneficiarse con su venta, ya que (según el Catastro) son titulares de un único bien, normalmente coincidente con su vivienda principal, y el 57 % de la deuda de los hogares corresponde precisamente a la vivienda principal (según la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España). Resulta inquietante observar que cerca del 60 % de esta deuda se proyectó sobre la mitad de los hogares con menos patrimonio y que, por término medio, el pago de deudas de los hogares supone el 17 % de su renta disponible, elevándose notablemente este porcentaje entre los hogares con menos renta (este porcentaje supera el 40 % en cerca de la mitad del 20 % de los hogares con menos renta, como puede constatarse en Naredo, Carpintero y Marcos, 2008, p. 182, Cuadro III.1.5.1). Vemos, pues, que son los hogares más pobres y endeudados los que seguirán pagando durante decenios las plusvalías realizadas por otros, aunque sus viviendas bajen de precio. Como también se verán atrapadas en la fase de declive las empresas del sector que no han sabido salirse ni diversificar a tiempo. Incluso las que habían diversificado sus intereses están atravesando serias dificultades financieras que las obligan a malvender las participaciones en otras empresas para rebajar sus enormes deudas que amenazan con llevarlas a la bancarrota, como ha venido informando la prensa. En el momento de escribir estas líneas las noticias dan cuenta de la décima suspensión de pagos importante —hoy llamada “concurso de acreedores”— que se produce en el sector de la promoción inmobiliaria.

En principio se pensó que el colchón del superávit presupuestario español permitiría activar políticas anticíclicas que no suelen estar al alcance de la mayoría de los países que atraviesan situaciones críticas. Pero también hay que recordar que ese superávit se debió en buena medida a la caída del tipo de interés y a la pujante actividad recaudatoria relacionada con el auge inmobiliario, por lo que tras la subida de los tipos de interés y el pinchazo de la burbuja, se desinfló con una rapidez pasmosa. Y ello ocurrió sin que el anterior superávit presupuestario se hubiera orientado a promover con tiempo un relevo de actividades que de momento no se vislumbra. Cuando, además, la política económica, al no poder devaluar la moneda, no cuenta ya con este medio tradicional de hacer que la economía española recupere posiciones competitivas que faciliten el relanzamiento de su actividad exportadora, todo hace presagiar un estancamiento de larga duración (véase Naredo, Carpintero y Marcos, 2007 y 2008, y Naredo, 2008,a).

## **ERRORES DE DIAGNÓSTICO, IRESPONSABILIDAD Y SERVILISMO PROFESIONALIZADO ECONÓMICA**

La experiencia demuestra que ni los árboles pueden crecer hasta el cielo, ni el auge puede ser permanente, porque genera desequilibrios que en algún momento lo hacen declinar, normalmente por estrangulamiento financiero que acaba cortando la espiral de revalorizaciones y adquisiciones y haciendo que los promotores y compradores más endeudados sufran las consecuencias. Así, desde hace más de un lustro he venido advirtiendo que “cuanto más se prolongue la burbuja inmobiliario-constructiva actual más inquietantes pueden ser sus resultados...” (Naredo y Capintero, 2002, p. 72). Pues, a mi juicio, lo más fácil era prever el desenlace crítico al que conducía el auge

inmobiliario; lo verdaderamente difícil era imaginar que el auge podía llegar hasta donde ha llegado, al disponer la economía española —amparada en el euro— de una financiación externa tan inusualmente copiosa y barata. Pero esa misma financiación externa que prolongó tanto el auge, a la postre lo acabó estrangulando. Pues, como hemos indicado, España, al erigirse en líder del auge inmobiliario, acabó erigiéndose también en líder del riesgo inmobiliario y desanimando dicha financiación, cuando se extendió la desconfianza en los mercados financieros internacionales y cuando la crisis inmobiliaria en los EEUU señaló el fin de un auge inmobiliario que había adquirido proporciones globales.

Hace ya más de un año, tras constatar en un estudio (Naredo, Carpintero y Marcos, 2007, pp. 71-91) que la exposición de la economía española al riesgo inmobiliario superaba en todos los aspectos al de los otros países de nuestro entorno, incluido EEUU, concluíamos diciendo que “la suerte ya estaba echada”: no cabía evitar la crisis, solo gestionarla lo mejor posible. Pero, nada se hizo, y esta gestión resulta hoy más difícil cuando, como preveíamos, el superávit presupuestario se ha desinflado sin que antes se hubiera orientado a promover oportunamente el relevo de actividades arriba mencionado.

Debería ser responsabilidad de gobiernos y analistas evitar con medidas y advertencias que las “burbujas” alcancen dimensiones que se revelan social y económicamente amenazantes. Pero en España no han predominado la prudencia y la finura en las políticas ni en los pronósticos: los gobiernos han sido tan irresponsables, como raros los analistas que hemos venido advirtiendo desde hace tiempo sobre los peligros del evidente desenlace del ciclo. En un artículo reciente (Torres, 2008) se recogían las frases e informes tranquilizadores que habían venido emitiendo los economistas llamados a asesorar al presidente Zapatero en julio de 2008: en 2007 habían venido señalando que “el escenario de riesgo...era una probabilidad bastante reducida” e, incluso, que “la construcción seguía teniendo buenas perspectivas”. La actitud de los asesores económicos próximos al poder se asemeja al de los adivinos y hechiceros de épocas pasadas, al tratar ambos de regalar los oídos del poder con predicciones halagüeñas para no caer en desgracia. Así se alimentaron las irresponsabilidades conjuntas de técnicos-asesores y políticos. Irresponsabilidades que se reflejaron con fuerza en las declaraciones en las que todo un ministro de economía confesó que la crisis le había pillado desprevenido, haciendo gala ya sea de un cinismo a prueba de bomba o —no se sabe que es peor— de una incompetencia supina.

En mi opinión, los fallos no han venido tanto de errores de diagnóstico, como de la censura implícita que impedía a los economistas comunicar lo que pensaban, por miedo a defraudar a los poderes establecidos de políticos y/o promotores inmobiliarios y a verse represaliados por ellos y, menos aún, a divulgarlo, aduciendo que podía crear “alarma social” y desencadenar la crisis. Pues me resisto a creer que cualquier analista mínimamente experimentado no supiera que el pulso de la coyuntura económica acostumbra a ser cíclico, que la magnitud del auge y de los desequilibrios originados, presagian la magnitud del declive y que en los últimos años existían claras evidencias de que el auge inmobiliario estaba tocando a su fin (siendo quizá los más reveladores la caída de la inversión extranjera en inmuebles, unida al aumento de la inversión inmobiliaria española en el exterior y a la inversión de las empresas inmobiliarias en

otros sectores,...a la vez que tocaba techo la tasa de endeudamiento de los hogares respecto a su renta disponible, caía por los suelos su tasa de ahorro y repuntaba el tipo de interés). Me consta que, entre los economistas más próximos al poder político y/o empresarial, estaba mal visto reconocer públicamente la propia existencia de la burbuja inmobiliaria como no fuera para afirmar, a modo de mantra o conjuro repetitivo, que el "aterrizaje sería suave" a fin de no desanimar a los compradores de inmuebles, ni siquiera en la fase final y más comprometida del ciclo. Recordemos que, hasta que se impuso la evidencia, estuvo vetado hablar de crisis y que quien subrayara los desequilibrios o problemas de la economía española corría el riesgo de ser acusado de antipatriota. Ni los avisos esporádicos del Banco de España, ni los trabajos de algunos analistas aislados pudieron romper, así, el coro de complacencia entonado por los profesionales, empresarios y políticos de un sector y de un país que acostumbran a premiar la obediencia servil y a desprestigiar la inteligencia. Pues, paradójicamente, la autocensura implícita se extendió mucho más entre los analistas durante la democracia, de lo que lo hizo la censura burocrática durante el franquismo, dado que entonces se dibujaba más nítidamente la frontera entre técnicos y políticos.

Pero la coyuntura económica no se controla con campañas de imagen que nieguen la crisis, ensalcen la solidez de la economía española y refuercen la confianza de los inversores, cuando las cifras dicen todo lo contrario, pues éstas mandan más que las campañas. Si la capacidad de financiación de los hogares ya está exhausta de tanto "invertir en ladrillos", si la inversión extranjera en inmuebles ya empezó a decaer hace cuatro años y si ya no se puede obtener, como antes, en el exterior financiación barata y abundante, no hay campañas de imagen que valgan.

La gran irresponsabilidad de los gobiernos no solo estriba en haber negado o soslayado la burbuja inmobiliaria, sino en haber mantenido invariable el marco institucional que la venía propiciando y en haberla seguido alimentando hasta el final con potentes desgravaciones fiscales y ocultaciones consentidas de plusvalías, que desembocaron en casos tan sonados como el de Marbella, forzando así el lamentable monocultivo inmobiliario de este país. Todo ello cuando deberían de haberla identificado y gestionado desde hace tiempo para evitar un desenlace tan poco recomendable como al que estamos asistiendo. Situación que además pide a gritos el cambio del actual modelo inmobiliario que, para colmo, nuestros "avanzados" políticos no se han planteado todavía en serio.

El gran error político del presidente Zapatero fue, en suma, no tomar conciencia y ni plantear con claridad el horizonte de crisis al que llevaba el auge inmobiliario e iniciar su controlada reconversión cuando ganó sus primeras elecciones, hace ya cinco años. Entonces sí que hubiera sido posible planificar con tiempo el añorado "aterrizaje suave" y la necesaria reconversión "del sector". También entonces hubiera podido culpar a quienes le precedieron de la comprometida situación a la que se veía abocada la economía española. Habría podido esquivar, entonces, la burbuja que le acabó explotando en la cara. Con el agravante de que, al hacer suyo el "España va bien" de Aznar, dio pie a que ahora lo señalen como culpable.

## DISYUNTIVA DE LA PRESENTE CRISIS: RECONVERTIR O APUNTALAR EL ACTUAL MODELO ECONÓMICO

Los resultados de la reciente cumbre del G-20 y las medidas que se han venido aplicando desde entonces en los países apuntan más a paliar la crisis actual que a atajar sus causas más profundas. Pero ¿son acertados los remedios paliativos propuestos? ¿Se ha dado algún paso hacia reformas de fondo? Creo que los remedios están relacionados con el diagnóstico de la crisis y observo que se producen a la vez errores y sesgos de diagnóstico y de tratamiento.

Hemos visto que la continuada complacencia de políticos y técnicos hacia el *statu quo* ha sesgado tanto el diagnóstico como el tratamiento de la crisis en nuestro país hacia un continuismo digno de mejor causa. La política del avestruz de negar primero la existencia o de minimizar después la importancia de la burbuja inmobiliaria, de la crisis y de los problemas de la economía española, se solapó enseguida con el afán de inyectarle potentísimos euforizantes monetarios y presupuestarios, denotando serias incongruencias. Por ejemplo, 24 horas después de haber presentado en la última cumbre del G-20 en Nueva York a la banca española como la más saneada del mundo, el presidente Zapatero se comprometió a facilitarle ayudas por un importe de 50.000 millones de euros — que suponía casi el 5% del PIB— “imitando al plan Paulson de salvamento aprobado en los Estados Unidos” (Calleja, 2008).

En lo que concierne al diagnóstico general de la crisis, el hecho de que ésta se evidenciara a raíz de la explosión, en agosto de 2007, del mercado de hipotecas de alto riesgo estadounidenses —llamadas *subprime*— y de sus “productos estructurados”, indujo a responsabilizarlos de la crisis. Pero ¿cómo un área de negocio tan pequeña dentro del mundo financiero puede haber generado una convulsión tan grande? Las hipotecas *subprime* y sus derivados no causaron por si solos este embrollo y, menos aún, en España cuyas entidades a penas se vieron contaminadas. Fue una mezcla explosiva de desregulación y relajación de la disciplina monetaria lo que posibilitó la enorme expansión de créditos y depósitos a tipos anormalmente bajos y el despliegue de otras cadenas más amplias de creación de activos y pasivos financieros que se apoyan mutuamente en los balances de las empresas, aportando un ingrediente fundamental a la actual creación monetaria globalizada. Y hay que reconocer, sin tapujos, que esta enorme liquidez barata dio rienda suelta a la burbuja inmobiliario-financiera y al espectacular endeudamiento de hogares y empresas, generando una dinámica insostenible que se acabó rompiendo por el eslabón débil de las hipotecas *subprime*. Pero la gravedad de la crisis denota que éstas fueron la punta del iceberg de una podredumbre mucho más generalizada, que sembró la desconfianza y cerró drásticamente el acceso de la economía española a esa liquidez tan barata y abundante de la que había venido disfrutando, al impedir, entre otras muchas cosas, seguir colocando esa especie de “hipotecas *subprime* a la española”, debidamente “empaquetadas” o titulizadas, en los mercados financieros internacionales. Habría que tener bien en cuenta la podredumbre que afecta a los activos financieros, tanto para sanearla y restablecer la confianza, como para evitar que vuelva a extenderse en el futuro.

Plantear en serio ese saneamiento presupone, en primer lugar, reconocer la

profundidad de la crisis y, en segundo, planificar la forma de reestructurar y renegociar un volumen importante de activos inflados o de "mala calidad". Para ello habría que tomar en serio el problema y crear los instrumentos —sociedades de rescate, de recapitalización,... criterios de valoración de las "innovaciones" financieras— necesarios para regular el proceso evitando la discrecionalidad y la opacidad que han sido habituales en las operaciones de salvamento y que por desgracia siguen perdurando. Pues el neocaciquismo imperante se resiste a abandonar la discrecionalidad y la opacidad de las intervenciones del Estado que atienden sus particulares intereses en detrimento de los de la mayoría, cuya defensa exige transparencia y medios reglados de intervención. También habría que explicitar la política seguida por el Estado en el reparto de los costes asociados a la financiación de los cada vez más astronómicos paquetes de medidas de ayudas que se contemplan.

Y plantear en serio las causas más profundas de la crisis exige, en primer lugar, subrayar la importancia que han tenido en ella la sobredimensión de las prácticas especulativas, ligadas sobre todo a la burbuja inmobiliario-financiera, propiciadas por la ya mencionada creación de liquidez a una escala sin precedentes. Si velamos por los intereses de la mayoría, y no solo por los del puñado de países y grupos beneficiarios del *statu quo*, este diagnóstico sugiere la conveniencia de replantear el sistema monetario internacional que nos ha llevado a esta situación. Creo que no sería difícil diseñar marcos financieros internacionales técnicamente más coherentes y acordes con los intereses de la humanidad que el actualmente vigente. En otra ocasión he apuntado para ello algunos criterios tendentes a evitar el enorme desequilibrio que observa el actual sistema monetario internacional entre exigencias de regulación y medios reglados de intervención (Naredo, 2007, pp. 104-106). Pues la actual desregulación facilita la enorme expansión monetaria globalizada que, al verse engrosada por múltiples activos financieros que suplen las funciones del dinero, genera riesgos sin precedentes que escapan actualmente al control de los Bancos Centrales, de los Estados y de los organismos internacionales existentes (situación que se ve agravada por la existencia de "paraísos fiscales" donde los capitales escapan a las reglas del juego establecidas por los Estados y organismos internacionales). Y a la desregulación se une la falta de medios reglados de intervención, que hace que cada crisis o problema tienda a abordarse sobre la marcha dando cabida a una discrecionalidad cada vez más interesada y orientada a atender las demandas de los poderosos.

El problema no estriba en buscar una solución *óptima* seguramente inexistente, sino en proponer soluciones que mantengan al menos un equilibrio razonable entre instrumentos de regulación y control y medios reglados de intervención: a más regulación, se necesitarían menos medios de intervención. El nuevo diseño del sistema monetario internacional necesitaría apoyarse en un nuevo marco institucional que lo hiciera viable, ya que, como he señalado (Naredo, 2007, pp. 101 y ss.) el marco actual carece de competencias e instrumentos para establecer el equilibrio señalado, generando los problemas objeto de estos comentarios. Pero los mecanismos que llevan al diseño, y mucho más a la implantación, de un nuevo sistema, van mucho más allá de la formulación técnica de propuestas de sistemas alternativos a las que ni siquiera han llegado los movimientos críticos anti o alter mundialistas. Pues "el replanteamiento del sistema monetario internacional necesita contar con el convencimiento y la presión social capaces de alterar el vínculo entre poder y dinero que ha generado la presente situación.

Plantearlo debe ser el primer paso para conseguirlo” (Naredo, 2007, p. 107). Lamentablemente la crisis ha llegado sin que la formulación y el apoyo social de propuestas alternativas haya madurado. Con lo cual resulta ingenuo pensar que los propios artífices y beneficiarios del sistema actualmente vigente no vayan a apuntalarlo, sino a cambiarlo de *motu proprio* por otro más acorde con los intereses de la mayoría.

Aunque en la reciente cumbre del G-20 se habló de la necesidad de reforzar el control y la transparencia de las entidades, los productos y los mercados financieros, la falta de concreción al respecto, unida a la indecisión sobre los paraísos fiscales, otorgó en ella al discurso sobre las medidas de fondo un tono más ceremonial que real. Así, a la vez que se hablaba de la conveniencia de regular mejor la actividad financiera, como si de descubrir la pólvora se tratara, se omitían referencias al incumplimiento del Acuerdo de Basilea II y sus actualizaciones (ver Naredo, 2007, pp. 74-76), que ya venían proponiendo de forma bastante matizada ese control, abarcando las llamadas operaciones “fuera de balance” e, incluso, el peligro que entraña la exposición de diversas entidades a un mismo riesgo —como puede ser el pinchazo de la burbuja inmobiliaria— no contemplado en nuestra normativa.

Así, las únicas propuestas sólidas consensuadas en la reciente cumbre del G-20, al igual que las puestas en marcha en la mayoría de los países, apuntan a apoyar la recuperación con potentes estímulos fiscales y monetarios, sin preocuparse a penas de sanear la situación. Particularmente significativo resulta el hecho de que, cuando las elevadas tasas de endeudamiento y paro inducen a los hogares a recortar su consumo, desde el gobierno se les aconseja esforzarse patrióticamente en aumentarlo para animar la decaída actividad económica. Lo cual evidencia el absurdo al que hemos llegado: a diferencia de lo que enseñan los manuales, el fin no es el consumidor soberano, ni los medios para atenderlo son la producción y el beneficio, sino que éstos se erigen en fines y el consumidor en un simple medio al servicio del sistema gobernado por el afán de lucro. Todos estos estímulos, ayudas e inyecciones de liquidez inducen a cerrar en falso las heridas de la crisis. Los tipos de interés están cayendo otra vez con fuerza, y pueden, al igual que las ayudas, beneficiar a los inversores y/o prestatarios más imprudentes, evitando que el precio de los activos sobrevaluados baje lo que debiera y, por ende, desplazando los desequilibrios e incertidumbres hacia el futuro. A la postre todas estas medidas que fuerzan a la economía a repuntar sin haber saneado sus cimientos, contribuyen a encadenar burbujas. Así ocurrió en los EEUU cuando el ciclo económico decaía de forma “natural” en 2000 pero, con el pretexto de los acontecimientos del 11 de septiembre, se vio relanzado por una constelación de medidas expansivas sin precedentes. Esta huida hacia delante, lejos de corregir los desequilibrios los agravó y dio rienda suelta a la expansión de liquidez internacional que desde mediados de los noventa venía presionando al alza la cotización de los activos patrimoniales, bursátiles primero, e inmobiliarios después, originando las burbujas de todos conocidas. Ahora vuelve a repetirse la situación sobre bases mucho más problemáticas. Pues, de tanto estímulo y euforia especulativa, se degradó la calidad de los activos y se extendió la desconfianza en los mercados financieros, originando una crisis mucho más profunda. ¿Podrán los nuevos estímulos hacer que la situación repunte, sin a penas sanear la situación y sin cambiar las reglas de funcionamiento del sistema? Sin duda, pero el largo período de auge observado recientemente a escala planetaria no tiene visos de repetirse, ya que el nuevo crecimiento económico desembocará en un encadenamiento de burbujas

en el que la inestabilidad será la norma. Esta será la consecuencia del predominio cada vez más absoluto de la pugna por la adquisición de riqueza en un juego económico en el que el crecimiento de los agregados podrá avanzar en paralelo con el deterioro de la calidad de vida de la mayoría de la población y de su entorno físico y social.

---o0o---

Teniendo en cuenta que este texto va destinado a la Revista de economía crítica, he de acabar subrayando que la economía crítica no solo ha de diferenciarse de la economía ordinaria por sus enfoques y metas, sino también por su ética profesional. La economía ordinaria se vanagloria de haberse independizado de la moral, pero en realidad hace cada vez más las veces de apologética del statu quo, sacrificando —como hemos visto— a la complacencia con éste su capacidad de interpretación y predicción y su posible función social. Sin embargo, la economía crítica debe cuidar estas funciones, por mucho que su discurso incomode a los poderes establecidos y sea objeto de ninguneos y represalias. A mi juicio la economía crítica debe hacer gala de una libertad y una ética profesional cuya solidez contraste con el ejercicio de la profesión más servil y acomodaticio a las exigencias del poder que vienen practicando buena parte de nuestros colegas desde las filas de la economía ordinaria, en universidades, empresas, consultorías o administraciones, a menudo, incluso, sin tener clara conciencia de ello. En suma, que la economía crítica está llamada a dignificar con su ejemplo la profesión de economista y a revitalizar una ética profesional y política que se encuentra bajo mínimos en nuestro país.

---o0o---

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Calleja, A. (2008) "Ahora llegan las prisas en España", *La Vanguardia*, 26-Oct.-2008.
- Hesiodo (s. VIII a. de J. C.), *Los trabajos y los días* (ref. a la edición de Aguilar, Madrid, 1964).
- Naredo, J.M. (2007) *Raíces económicas del deterioro ecológico y social. Más allá de los dogmas*, Madrid, Siglo XXI eds.
- Naredo, J.M. (2008a) "El aterrizaje inmobiliario", *La Vanguardia*, 9 de marzo de 2008. (Una versión más amplia de este artículo aparece recogida en el boletín electrónico de la página Web de Habitat: <http://habitat.aq.upm.es/boletin/n35/>)
- Naredo, J.M. (2008) "La burbuja y sus cómplices", *Público*, 31-Oct.-2008 (accesible en [www.publico.es/opinion/](http://www.publico.es/opinion/)).
- Naredo, J.M. (2009) "Economía y poder. Concesiones, recalificaciones y contrataas", en Aguilera, F. y Naredo, J.M. (Eds.) *Economía, poder y megaproyectos* (libro en prensa en la Col. "Economía & Naturaleza" editada por la Fundación César Manrique, Lanzarote.

José Manuel Naredo

Fecha de publicación prevista: febrero 2009).

-Naredo, J.M. y Carpintero, O. (2002) *El Balance Nacional de la economía española*, Madrid, FUNCAS.

-Naredo, J.M., Carpintero, O. y Marcos, C. (2007) "Boom inmobiliario, ahorro y patrimonio de los hogares: evolución reciente y comparación internacional", *Cuadernos de Información Económica*, nº 200, septiembre octubre, 2007, pp. 71-91.

-Naredo, J.M., Carpintero, O. y Marcos, C. (2008) *Patrimonio inmobiliario y Balance Nacional de la economía española (1995-2007)*, Madrid, Fundación de las Cajas de Ahorro Confederadas.

-Torres, J. (2008) "Los economistas de la Moncloa", *Diagonal*, 4-17 de sept., 2008.