

DEL AUGE AL COLAPSO. EL MODELO FINANCIERO-INMOBILIARIO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (1995-2010)¹

Emmanuel Rodríguez López

Isidro López Hernández

Observatorio Metropolitano de Madrid²

Fecha de recepción: enero de 2011

Fecha de aceptación de la versión final: junio de 2011

Resumen

El crecimiento de la economía española durante los años comprendidos entre 1995 y 2007 ha tenido unas bases completamente anómalas desde la perspectiva de los análisis ortodoxos. Más allá de la centralidad del *boom* de la construcción, el modelo de crecimiento español ha estado basado en una política de reconstrucción de la demanda agregada por la vía de la revalorización de los activos inmobiliarios en manos de las familias. Sin salir de una economía basada en la demanda, esta posición patrimonial de las economías domésticas ha trasladado el *deficit spending* del Estado a las familias, quienes han soportado fuertes aumentos del consumo y nuevas rondas de endeudamiento. Es en este sentido, en el que la crisis se muestra como un cuello de botella de difícil solución. De este modo, al tiempo que se extiende el deterioro social agravado por las propias consecuencias de la creciente capilaridad social de la financiarización, las políticas públicas se muestran incapaces de recomponer un nuevo ciclo de crecimiento, siendo sometidas, a su vez, a una creciente presión por parte de los grandes agentes corporativos y financieros.

Palabras clave: *financiarización, ciclo inmobiliario, burbuja patrimonial, acumulación de capital, crisis.*

Abstract

From the point of view of orthodox analysis, the growth pattern of the spanish economy between 1995 and 2007 is completely abnormal. Besides the centrality of real estate, the Spanish growth model has been based on a set of policies aimed at the reconstruction of aggregate demand through the appreciation of real state assets owned by the families. Without leaving a demand-based economy, this real state wealth position of domestic economies has operated a shift in deficit spending from the

¹ El presente artículo resume los principales resultados del trabajo de investigación realizado en el marco del Observatorio Metropolitano de Madrid, publicado con el título Fin de ciclo. Financiarización, territorio y sociedad de propietarios en la onda larga del capitalismo hispano (1959-2010), Madrid, Traficantes de Sueños, 2010. En tanto inevitable simplificación, nos referimos a este volumen para los desarrollos más sistemáticos de los argumentos aquí sólo esbozados.

² El Observatorio Metropolitano de Madrid (www.observatoriomropolitano.net) es un espacio autónomo de investigación, formado por investigadores y activistas de colectivos sociales y políticos de esta ciudad

state to the families, which have endured strong rises in consumption and new rounds of indebtedness. It is in this sense that the crisis shows itself as a bottleneck of difficult overcoming, at the time that social deterioration extends due to the very consequences of the social penetration of financialization, public policies are incapable of recomposing a new growth cycle, being submitted to growing pressures stemming from the big corporate and financial agents.

Key Words: *financialization, housing cycle, asset bubble, capital accumulation, crisis.*

INTRODUCCIÓN

Los años que median entre 1995 y 2007 registraron unos resultados macroeconómicos espectaculares. Un crecimiento anual del PIB cercano al 4 %, siete millones de nuevos puestos de trabajo, un notable y sostenido crecimiento de la demanda doméstica, una tasa de inflación baja y un incremento espectacular del crédito: todos los indicadores estándar parecían encajar en unos modelos económicos contruidos bajo el presupuesto triunfalista de un crecimiento ilimitado. No obstante, y más allá del estruendoso desplome a partir de 2007, y muy especialmente de 2008 ¿qué nos puede explicar esta larga fase alcista?

En este artículo se pretende dar cuenta de la importancia de los factores patrimoniales en estos resultados, pero también de la función de las políticas públicas en la prolongación y estabilización del ciclo inmobiliario que parece sostener toda la etapa de crecimiento. La peculiaridad, en este terreno, del "modelo español" radica en el hecho de que elementos que, desde las perspectivas tradicionales del ciclo económico basadas en la lógica schumpeteriana de la innovación y la competitividad serían considerados como lastres para el crecimiento, han pasado a ubicarse en el centro de las soluciones financieras surgidas de la reestructuración capitalista española posterior a la crisis de la década de 1970.

Por lo tanto y a efectos de explicar la anomalía española se valora: (1) la larga marcha de la especialización de esta economía en sectores como el turístico e inmobiliario que sale reforzada tras el primer ciclo inmobiliario-financiero de 1985-1991 (Naredo 1986), así como de la coyuntura que abre la crisis de 1992-1993; (2) los elementos que consideramos centrales en la articulación del ciclo 1995-2007: a) la facilidad crediticia a nivel nacional e internacional, b) la fuerte revalorización patrimonial basada en la expansión de los activos inmobiliarios, c) el papel de las políticas públicas en tal expansión y d) los efectos en el consumo doméstico de la "burbuja" inmobiliaria sobre la premisa, siempre paradójica, de un fuerte control del gasto público y de una larga fase de estancamiento salarial; y (3) la específica articulación del "régimen" de acumulación español sobre las bases estudiadas en 1 y 2. La debilidad de las mismas a largo plazo es lo que explicaría, en definitiva, la difícil recuperación de la economía española a partir de la coyuntura de contracción que se abre en 2007

HISTORIA RECIENTE DEL MODELO DE CRECIMIENTO ESPAÑOL: DE LA ENTRADA EN EUROPA A LA CRISIS DE 1992

El ciclo económico que nos ocupa (1995-2007) es difícil de entender si no se considera dentro de una perspectiva histórica que efectivamente lo conecte e integre en la onda larga del capitalismo hispano. Por ser extremadamente sintéticos, aquí al menos es preciso mencionar la modalidad del "fordismo" franquista, los graves déficits de la estructura industrial española y su colapso definitivo durante la larga fase de crisis y reestructuración de las décadas de 1970 y 1980; así como también el notable peso del sector inmobiliario y turístico que se construye ya a partir de la década de 1960 como resultado de la rápida urbanización del país y de las estrategias de reequilibrio de la balanza de pagos.

Este particular legado del desarrollismo franquista, encontró una vía de recomposición, por precaria que sea, en lo que se puede considerar como el primer ciclo de crecimiento económico tras la larga crisis de la década de 1970. Los años que median entre 1986-1991 son, en efecto, especialmente significativos porque en ellos se anuda el primer experimento de crecimiento por la vía de una fuerte revalorización de los activos financieros e inmobiliarios. Dicho de forma sintética, en estos años se concatenan tres procesos: (1) la integración en el mercado común europeo, que refuerza a medio plazo el proceso de reconversión y desmantelamiento de un buen número de sectores industriales, clave en los tiempos del desarrollismo; (2) el rápido calentamiento de los mercados inmobiliarios y financieros españoles, alimentados por la afluencia de capitales europeos, que a su vez permiten, por medio de la multiplicación de las plusvalías financiero-inmobiliarias, un rápido crecimiento de la demanda doméstica, con inmediatos efectos en la ampliación del déficit exterior (Naredo, 1996); y (3) el reforzamiento de la posición oligárquica de las grandes entidades financieras e inmobiliarias, en tanto grandes beneficiarios de la euforia económica.

El ciclo 1985-1991 abrió así la economía española a lo que podríamos llamar los primeros estadios de la globalización financiera que se venían gestando desde los años setenta. No obstante, el crecimiento duró relativamente poco. La crisis del Sistema Monetario Europeo durante el verano de 1992 acabó dando la puntilla a esta breve primavera que ya mostraba síntomas de manifiesto agotamiento con el enfriamiento de la Bolsa de Madrid y de los precios inmobiliarios uno o dos años antes. De hecho, los fuertes ataques especulativos, que apostaban por la debilidad de la peseta, desvelaron los graves problemas estructurales de una economía que se mantenía con un alto déficit exterior, una tasa de paro del 20 % y un déficit público creciente. La respuesta del gobierno, basada en mantener el cambio de la peseta³, fue

³ Una política de «prestigio» que, considerada retrospectivamente, se debe considerar como una temprana apuesta por la particular vía española a la financiarización: al mantener el atractivo de los activos financieros denominados en pesetas y en la medida en que se sometía a los sectores manufactureros exportadores a una enorme presión, esta política debe ser analizada como el complemento monetario a las políticas de desindustrialización.

perfectamente inútil a partir del verano de 1992, con las sucesivas devaluaciones que se prolongaron hasta 1995 (para una visión convencional de esos años y el despegue del ciclo véase: Malo de Molina, 2005).

La coyuntura del capitalismo español era, en ese momento, ciertamente delicada. La dinámica de revalorizaciones patrimoniales del ciclo anterior había enmascarado la larga caída de la tasa de beneficio. La causa de esta caída estaba precisamente en la fuerte destrucción de capital asociada a la desinversión productiva de los años anteriores, que a su vez tenía su razón de ser en la débil competitividad de los productos industriales españoles en Europa y en un contexto internacional marcado por la incorporación de los países asiáticos. Por otra parte, a la muy profunda caída de la productividad del capital se le añadía una caída del Excedente Bruto de Explotación provocada por las subidas salariales que acompañaron la pequeña ola de conflictividad marcada por los hitos de las huelgas generales de 1988 y 1991. Pero si durante los años de crecimiento 1985-1991, la atonía de los beneficios había permanecido oculta gracias a los ingresos obtenidos por las revalorizaciones de las acciones y de los precios inmobiliarios, evitando el conflicto distributivo con los trabajadores, el desplome de la burbuja dejó bruscamente al descubierto una situación de rentabilidad decreciente.

La crisis de 1992 se desarrolló, por lo tanto, en un clima de completa incertidumbre. Un panorama incierto que venía también determinado por la reescritura de las reglas de política económica que impuso el Tratado de Maastricht. El Tratado suponía la sanción oficial del triunfo del neoliberalismo en su versión europea y la específica respuesta europea a la enorme turbulencia de los tipos de cambio en aquellos años. Como se sabe, el Tratado diseñó una política de convergencia de todos los países miembros hacia tres objetivos clave de la *doxa* política neoliberal: el control de la inflación, la reducción del gasto público y la disminución de los tipos de interés. La estrategia subyacente apostaba, no obstante, por una amplia redistribución del ingreso hacia las distintas fracciones del capital y muy especialmente hacia los *capitalistas en dinero*⁴. De hecho, en esos años, la UE acabó por consolidarse como un club al servicio de las elites nacionales, reforzando su posición dentro de cada país y sellando, con marchamo de necesaria convergencia europea, políticas neoliberales que en muchos casos suscitaban, y suscitan, una fuerte oposición interna.

En un contexto de déficits fiscales de larga duración, el progresivo ascenso de las finanzas volvió a dictar desde el principio las normas acerca del gasto público, al igual que lo hizo en muchos otros aspectos. Desde la nueva perspectiva hegemónica, el déficit público significaba riesgo de inflación y, por lo tanto, pérdida de beneficios financieros. En un escenario muy similar al que se ha vivido en Europa a partir de la segunda mitad de 2009, los mercados financieros comenzaron a presionar a los

⁴ Según la formulación marxiana clásica, la posición del capitalista industrial se define por el ciclo D-M-D', mientras que la posición del capitalista en dinero se define por el ciclo D-D', "es en el capital a interés donde la relación de capital toma su forma más externa y fetichista. Aquí nos encontramos con D-D' dinero que engendra más dinero, valor que se valoriza sí mismo, sin el proceso intermedio entre ambos extremos" (K. Marx, 1959, libro III, p. 373).

gobiernos para obtener un mayor tipo de interés sobre sus compras de bonos (Glyn, 2006). Como se sabe, esta presión política directa se tradujo a un lenguaje que enfatizaba la necesidad de dotar de «confianza» a los inversores, de dotar de estabilidad a las cuentas públicas y de imponer una urgente e inapelable disciplina económica a los gobiernos⁵. Pero los mercados financieros tenían algo más que decir acerca de la reducción del déficit: debería de obtenerse según los cánones de las economías de oferta. De las dos vías de posible reducción del déficit público, las subidas de impuestos y la reducción del gasto público, sólo debía utilizarse la segunda. En el camino hacia el Euro, la Unión Europea abrazó de lleno este tipo de argumentaciones.

LOS ELEMENTALES NUCLEARES DEL CICLO 1995-2007

Los años noventa fueron, pues, testigos directos de la institucionalización de las recetas neoliberales, convertidas ahora en el *vademecum* normativo de las políticas económicas de la Unión Europea y de todos los Estados miembros. En ese terreno, la economía española se veía enfrentada a una difícil alternativa. La incorporación a la UE había obligado a un relativo desmantelamiento de su aparato industrial, especialmente de sus partes más obsoletas y menos competitivas, siempre en un contexto de amplio exceso de capacidad a nivel internacional. En segundo lugar, el pequeño ciclo 1985-1991 había reforzado la “especialización inmobiliaria española”. Por último, Maastricht, como se ha visto, obligó a aplicar un riguroso control sobre el gasto público, que añadido a la institucionalización del ataque “doméstico” sobre los salarios (reformas laborales, precarización, control salarial, etc.), tendían a hacer inviable toda política de activación de la demanda agregada, más allá de una solución exportadora que para el caso español tenía, como se puede imaginar, un recorrido limitado. Dicho en otras palabras, la coyuntura venía marcada por una contradicción fundamental: las políticas de control del gasto y de los salarios podían ser efectivamente un obstáculo insalvable, *a posteriori*, para la recuperación de los beneficios empresariales y por ende de la propia actividad económica.

Lo que sigue en este artículo es un intento de explicar precisamente como la demanda doméstica de la economía española, que ha sido el gran motor de crecimiento del ciclo 1995-2007, junto con la inversión en la construcción, encontró una vía de recomposición a través de mecanismos por completo imprevistos en la economía ortodoxa. Este logro es aún mayor, si cabe, porque como hemos dicho se produce sobre la base de dos condiciones claramente contrarias a la activación de la

⁵ De este proceso no debe deducirse que este tipo de estímulos keynesianos desaparecieran durante los años ochenta o noventa. La reunificación alemana o el keynesianismo militar Reaganiano son dos buenos ejemplos de programas masivos de expansión del gasto público.

demanda agregada y que se han mantenido durante todo el periodo que es objeto de estudio:

1. Un estricto control salarial manifiesto en el hecho de que entre 1995 y 2007 los salarios medios reales de los trabajadores residentes no sólo crecieron, sino que decrecieron en términos reales en un 10 %. Al mismo tiempo, las reformas laborales de la década de 1990 y 2000 profundizaron la precarización y flexibilización del empleo, con el efecto de mantener un alta tasa de temporalidad (en torno al 30 % para todo el periodo), con los consiguientes efectos disciplinarios. Si a estos elementos se añade el hecho de que según distintas fuentes (AEAT, Encuesta de Estructura Salarial), buena parte de los incrementos de la masa salarial se produjeron en favor del decil y el cuartil de mayores ingresos, el resultado sólo debiera haber sido, según los parámetros tradicionales, el de un fuerte estancamiento de la demanda interna.
2. Una moderada contracción del gasto público que termina con la fase de fuerte expansión del mismo de la segunda mitad de los años ochenta. De hecho, el peso del gasto público sobre el PIB, que a principios de los noventa se acercó al 45 %, se rebajará hasta poco más 35 % en los años centrales de la década de los dos mil. Aquí, los salarios indirectos fueron también paganos directos de las crisis de 1991-1993 y de las recetas de Maastricht. El gasto público en protección social (pensiones, vivienda, sanidad, paro, etc) disminuyó de un 22,8 % en relación al PIB en 1994 a un 20,8 % en 2006, convirtiendo a España en el país de la UE 15 que menos gastaba por persona en estas partidas en 2003 (4.186 euros frente a una media de 6.926). Igualmente, el gasto público en educación en relación al PIB perdió medio punto entre 1994 y 2006 (del 4,75 % al 4,28 %), siendo también una de las cifras de las más bajas de la UE (*Barómetro Social de España*, 2007).

¿De qué modo, entonces, podía la demanda doméstica convertirse en la dinamo de la economía española, en medio de esta retracción relativa del gasto público y del decrecimiento de los salarios medios? ¿Cómo se podía superar la fortísima contradicción que se deriva del ataque sobre los ingresos salariales (directos e indirectos) y la tensión que tal agresión genera sobre el proceso de acumulación, al reducir drásticamente la demanda de los estratos medios y bajos de la escala social?

Si la demanda doméstica no sólo no se contrajo sino que se expandió de forma considerable en esos años, fue debido a una particular cadena de elementos que acabó por adquirir un cierto carácter de equilibrio, sancionado institucionalmente. Esto es lo

que constituye, a nuestro modo de ver, el carácter «modélico» del crecimiento español, o si se quiere su particular modo de regulación⁶. Estos elementos son:

- a) La coyuntura internacional, marcada por la unificación monetaria europea y el fuerte decrecimiento de los tipos de interés entre 1992 y los primeros años dos mil. Justamente, ambos factores permitieron inyectar el fuel necesario para el rápido y fuerte endeudamiento de las familias.
- b) El propio ciclo inmobiliario español, que tiene su particular "fabrica" en la sobrerrepresentación de los sectores de la construcción y el turismo dentro de la economía española. La increíble burbuja patrimonial de esos años encontró su sustrato en el ciclo inmobiliario, esto es, en la multiplicación por tres del precio de la vivienda y en la ampliación del parque de viviendas en más de siete millones de unidades.
- c) El papel efectivo de regulación de las políticas públicas, como elemento central en la prolongación y expansión del ciclo inmobiliario.

El resultado, como se verá, ha sido muy parecido al buscado por las viejas políticas keynesianas (el aumento de la demanda agregada) pero con protagonistas e instrumentos completamente distintos.

a) Una coyuntura de bajos tipos de interés

Elemento central en la gran expansión del crédito que permitió la financiación de la vorágine inmobiliaria de los años noventa y dos mil fue la fuerte bajada de los tipos de interés. Originado en gran medida por los juegos de fuerza en el escenario geoeconómico global que se desencadenaron a partir de 1992, y muy especialmente de 1995, el descenso de los tipos trajo consigo un nuevo escenario económico que terminará por trasladar el *deficit spending* del Estado a las empresas y a las familias por medio del recurso masivo al endeudamiento de estas últimas. Este giro decisivo en la política económica, además de cumplir con los requisitos doctrinales de Maastricht, amplió todo un campo de beneficios para el sector financiero, que si bien se conocía anteriormente, alcanzaría a partir de entonces una dimensión central en el ciclo económico: la deuda familiar y personal. En sí, esta transformación necesitó de un modelo propio de gobernanza en el que las políticas públicas jugaron el papel de avalistas del creciente flujo de crédito desde los operadores de mercado a los actores de la economía privada.

⁶ Utilizamos este concepto en el mismo sentido que lo utilizaban los regulacionistas. Si hablamos, por lo tanto, de un modelo español de crecimiento, es en referencia a su precario régimen de acumulación por la vía financiero-inmobiliaria (evidentemente mucho menos consistente que el fordismo que estudiaron los estudios clásicos de esta escuela). Con este concepto los regulacionistas designaba una cierta coherencia de los elementos estructurales que organizaban el proceso de acumulación. La organización de estos elementos tenía que ver principalmente con un entorno institucional preciso que comprendía la moneda (cambio, tipo de interés), la relación salarial (con los medios de producción y consumo), los marcos de competencia, la formación y composición de la demanda, las formas de adhesión al régimen internacional y la propia articulación del Estado. Elementos, todos ellos, que son los que precisamente tratamos aquí. Para una síntesis de la literatura regulacionista, véase R. Boyer (1992, y 2007).

A contracorriente de su propia historia, la incorporación de la economía española a este nuevo contexto se produjo de una manera mucho más rápida que en otros momentos. La progresiva desaparición de las diferencias entre los tipos de interés, se fue acompasando al ritmo de la incorporación a la moneda única europea. España inició así la larga marcha que la habría de llevar de una posición que presumía tener los tipos de interés más altos de Europa, a convertirse en el país con los mayores niveles de endeudamiento interno del continente: de los 14 puntos de los tipos españoles en 1990 se pasó a poco más de 3 en 1999, fluctuando en la horquilla 2-4 % durante los primeros 5 años de la siguiente década.

La contrapartida de este progresivo abaratamiento del coste del capital fue un alto crecimiento de los niveles de endeudamiento que alcanzaron umbrales nunca antes vistos en la economía española, y que se vieron estimulados a su vez por la "generosa" velocidad de tramitación del crédito por parte de las instituciones financieras. El resultado, desde una perspectiva histórica de medio alcance, fue el lanzamiento de un particular proceso de sustitución del endeudamiento del Estado por el endeudamiento privado. De hecho, el salvaje incremento de la deuda en los años del ciclo expansivo 1995-2007 es quizás el mejor indicador de la extensión y profundización de la financiarización de la economía española. Sólo el crédito hipotecario se multiplicó por un factor 11.

A la hora de considerar el cambio de actores del "exceso de gasto" entre el Estado y los agentes económicos privados, se debe observar que la deuda de los hogares y de las empresas se disparó hasta multiplicarse por tres entre 2000 y 2007, mientras que la del Estado se mantuvo estable e incluso logró moderados superávits presupuestarios entre 2005 y 2007. Las familias se constituyeron, por contra, como el sector con la curva de endeudamiento más acusado, hasta el punto de que a partir de 2003 llegaron a convertirse en demandantes netos de financiación. Según el Banco de España, de un superávit de 9.000 millones de euros en el año 2000 los hogares pasaron a tener unas necesidades de financiación de 23.000 millones de euros en 2007, esto significa entrar en la zona de ahorro negativo⁷.

Lo que se explicará en las próximas páginas es precisamente las funciones de este masivo endeudamiento de las familias dirigido, también de forma masiva, sobre los mercados inmobiliarios. Por decirlo brevemente, la revalorización de la vivienda en un país mayoritariamente propietario (en torno al 80 % de los hogares desde principios de los años noventa) es lo que permite explicar como el consumo de las familias juega un papel central en el crecimiento económico de 1995-2007 sobre una condición de partida marcada por el estancamiento de los salarios.

⁷ La nueva posición de las economías domésticas supone toda una novedad dentro del marco de la teoría económica ortodoxa. En los aparatos teóricos, el ahorro de los hogares es normalmente la fuente de financiación que el sistema financiero canaliza, de forma más o menos eficiente, hacia el tejido empresarial. Pero más allá de estas pétreas bases ideológicas, lo cierto es que el crecimiento de la deuda familiar en este periodo tuvo dos pilares: por un lado, el crecimiento de la deuda hipotecaria y, por otro, el crecimiento agregado de los precios de los activos inmobiliarios, especialmente de la vivienda, que servía como «colateral» o garantía hipotecaria al crecimiento de la deuda.

b) El ciclo inmobiliario y la revalorización de los activos patrimoniales

El ciclo inmobiliario es el lugar donde se anuda toda la eficacia social y económica de estos años de crecimiento, y esto en la misma medida que la vivienda se posiciona como activo central de las familias. Desde el punto de vista del mercado inmobiliario, quizás la mayor diferencia específica en el modo en el que se desarrolló el ciclo 1995-2007, fue la perfecta consonancia con la que funcionaron tanto la actividad constructora como las espirales de crecimiento del precio de los inmuebles. Esto supuso la apertura de dos canales paralelos e interrelacionados para la obtención de beneficios inmobiliarios: la obra nueva y la capitalización del *stock* existente, o en otras palabras, la revalorización de lo ya construido. En relación con estas dos variables, otros países registraron también fuertes alzas de alguno de los dos elementos —o se dispararon los precios de la vivienda o se construyeron muchas viviendas— pero ninguno de ellos, salvo quizás Irlanda, alcanzó los niveles de concertación entre ciclo inmobiliario, reestructuración territorial y financiarización económica que ha experimentado España; hasta el punto de que cualquier análisis sobre el ciclo español que no se detenga con cierto nivel de detalle sobre la evolución de las variables de la «primera industria nacional» corre el riesgo de perder el centro sobre el que gravita el proceso de acumulación⁸.

En esta lectura, los precios de la vivienda se convierten en el mejor indicador del estado de salud económica del modelo de crecimiento. Para ello es preciso considerar que la vivienda no es una mercancía como las demás. El proceso de formación de los precios inmobiliarios difiere fundamentalmente de las mercancías que están sujetas a procesos productivos en los que interviene un capital fijo y un capital circulante y cuyo mercado está sometido a un grado determinado de competencia. Dado que el suelo no es una mercancía producida, sino que, como muchos otros activos naturales, se limita a «estar ahí», los aumentos del precio del suelo y, en consecuencia de la vivienda, no reflejan más que las expectativas de revalorización.

Desde 1994, gracias en gran parte a la acción de las políticas públicas, los factores de partida del ciclo de crecimiento de precios de la vivienda estaban ya dados. Por un lado, con la bajada de tipos de interés se pudo garantizar un mayor flujo de crédito a las familias. Por otro, a partir de 1993 se produce un nuevo recorte de la producción de vivienda de protección oficial que se suma al brutal descenso de la producción de este tipo de vivienda que se produjo entre 1984 y 1989. Dos elementos centrales de la animación de la demanda inmobiliaria estaban, así, ya presentes antes de la subida de precios: una masa de compradores expulsados al mercado libre de vivienda y unos menores costes del endeudamiento. A estos dos elementos se le suman al menos otros dos ya clásicos en el contexto español: la funcionalidad de las nuevas redes de transporte que se siguen construyendo durante toda la década y la reanimación de las

⁸ Por ejemplo, sería difícil comprender el boom inversor en España sin mencionar los increíbles niveles de inversión del sector de la construcción. Tampoco serían comprensibles los bajos niveles de productividad del trabajo o la ralentización de la relación capital/trabajo sin tener en cuenta el ciclo de la construcción y su relación con el estallido del precio de los activos inmobiliarios.

entradas de ingresos por turismo impulsadas por la bajada de la peseta y la nueva reducción de los costes laborales.

En conjunto entre 1997 y 2007, estos factores entraron en resonancia en la bien conocida burbuja de los precios inmobiliarios. Así, si entre el primer cuatrimestre de 1998 y el cuarto de 2001 los precios cuatrimestrales de la vivienda crecieron a una media del 3,93 %, lo que suponía un crecimiento anual del 16 %; entre el primer cuatrimestre de 2002 y el segundo de 2006, fase central de la burbuja inmobiliaria, los precios de la vivienda crecieron a una media cuatrimestral del 7,86 % (más del 30 % anual).

Al mismo tiempo que los precios de la vivienda en España se multiplicaban, convirtiéndose en una de las inversiones más rentables de todo el planeta, las expectativas de ganancia produjeron efectos inmediatos del lado de la oferta: de una situación de poco más de 200.000 viviendas iniciadas en 1993, se pasó a 500.000 en 1999, más de 600.000 en 2003 y los valores récord de 729.000 y 863.800 en 2005 y 2006: cifras que superaban la suma de los otros cuatro grandes países de la UE juntos (Reino Unido, Francia, Italia y Alemania). Evidentemente el efecto euforizante de la entrada en el Euro, que alejó definitivamente el fantasma de las devaluaciones de la peseta por el déficit externo, contribuyó notablemente a acelerar la espiral de precios y de nuevas construcciones.

c) El papel de las políticas públicas o un "keynesianismo vuelto del revés"

¿Ha representado el Estado y las políticas públicas, en general, un papel de mero acompañante de este proceso, o bien han tenido funciones, que más allá del equilibrio y estabilización del ciclo inmobiliario, sirvieron para ampliar su intensidad y extensión? Aquí es preciso reconocer que el ciclo inmobiliario español no es una mera y simple burbuja financiera al estilo de las descritas por Minsky o Galbraith⁹, su expansión temporal (durante cerca de 15 años, entre 1995-2007), su enorme capilaridad social (que comprenden a casi todos los sectores sociales) y los activos que le sirven de soporte (suelo y vivienda), ha requerido de una arquitectura institucional, que va más allá de la simple colaboración de las políticas públicas. En este sentido, la especialización económica española en sectores como el turístico y el inmobiliario, y la posición oligárquica de su sector financiero, han jugado también un papel central a la hora de reforzar un conjunto de intervenciones públicas que «funcionan» como algo

⁹ En su clásico *Breve historia de la euforia financiera*, J.K. Galbraith (1993) habla de las burbujas de precios de activos como explosiones de irracionalidad que se producen en el corazón de las economías monetarias capitalistas. Por su parte, la teoría de la inestabilidad financiera planteada por Hyman Minsky (1992, 2008) conceptualiza las burbujas de precio de activos como gigantescas pirámides de Ponzi en cuyo interior se acelera la creación descentralizada de deuda que, mientras dura el arreglo piramidal, funciona como dinero. Sin negar que existan elementos de ambos tipos en las burbujas de precio de activos, ambas posiciones pasan por alto el papel de las instituciones en la alimentación de este tipo de ciclos, en buena parte, porque cuando las formulan no están pensando en activos territorializados (como la vivienda). Estos últimos requieren de fuertes dispositivos institucionales para mantener subidas sostenidas y generalizadas de precios.

más que un mero lubricante de la enorme expansión urbanística y de la increíble revalorización del parque inmobiliario.

De hecho, si se habla de «keynesianismo», aunque sea «vuelto del revés» y a la contra de las recomendaciones del propio Keynes, es precisamente para remarcar el papel de la intervención pública en la expansión de la demanda agregada, pero esta vez por la vía de la escalada del valor patrimonial de los inmuebles en manos de las familias¹⁰. Si esta lectura tiene alguna base empírica, debiera ser posible reconocer el papel de la intervención pública en todas y cada una de las distintas partes del circuito inmobiliario: financiación, producción, revalorización, etc. De nuevo, desde esta perspectiva, la enorme paradoja de la financiarización, y de la ideología neoliberal que la sostiene, es que requiere no tanto una retirada del Estado, como una toma de control del mismo por parte de las élites financieras (e inmobiliarias), a fin de garantizar la estabilidad y la expansión de la escalada de los precios, al igual que de los activos que los soportan.

Por empezar con uno de los elementos más evidentes: la legislación de suelo. Desde la ley de suelo de 1956 hasta la ley de 1973, pasando por normas "excepcionales" como la Ley de Centros y Zonas de Interés Turístico Nacional de 1963, las políticas españolas de suelo han tenido una marcada orientación "productivista". Durante los años del ciclo 1995-2007, esta tendencia ha encontrado, sin embargo, nuevos medios de realización a través principalmente de la Ley de Suelo de 1998, más conocida como ley del «todo urbanizable» y de algunas leyes autonómicas, especialmente innovadoras, como la valenciana Ley Reguladora de la Actividad Urbanística (LRAU). Estas leyes, sin necesario acuerdo en cuanto la filosofía jurídica de fondo, han facilitado una enorme agilidad en la tramitación urbanística y la disposición de una gran cantidad de suelo para la urbanización.

Este carácter "productivista" de la legislación de suelo española, se ve considerablemente reforzado si se considera a la luz de una de las dimensiones menos consideradas en la *constituency* del modelo territorial del Estado. El ordenamiento constitucional español otorga, en efecto, a Comunidades Autónomas y Ayuntamientos competencias importantes, cuando no exclusivas, en medio ambiente, servicios urbanos, transportes e infraestructuras regionales o comarcales y urbanismo, a la vez que hace gravitar de una forma muy severa sus ingresos fiscales sobre fuentes patrimoniales asociadas a los valores inmobiliarios, o licencias de obra y venta de suelo público (hasta el 50 % de los ingresos directos de los Ayuntamientos durante la década

¹⁰ En la obra que sirve de referencia a este artículo (López y Rodríguez, 2010), tomamos prestado el concepto de keynesianismo de precio de activos, de Robert Brenner (2003, y 2009) y de su explicación del dinamismo de la economía estadounidense a partir de una larga sucesión de burbujas financieras que comienzan a mediados de la década de 1990. En este libro, tratamos extensamente como, a pesar de que no existe todavía ninguna síntesis institucional y teórica, que recoja el papel del sector público en la "regulación" y ampliación de las "burbujas" patrimoniales como estrategia de recomposición de la demanda agregada, ésta es, sin embargo una práctica incorporada y asumida por las políticas públicas, especialmente sensibles a los intereses del sector inmobiliario y las entidades financieras. En este sentido, importa, pues, poco que se trata de un efecto "no reconocido". Lo fundamental es, efectivamente, que la expansión del entorno construido y el crecimiento del precio de la vivienda, con sus efectos, en el consumo de las familias, estén sostenidos por una buena colección de intervenciones públicas.

de 2000 han dependido de este tipo de fuentes). Esta posición de las entidades subestatales las acaba por conformar, según el modelo de J. Logan y H. Molotch (2007), en máquinas de crecimiento competitivas para las que el desarrollo inmobiliario ocupa un elemento central en el impulso de las haciendas locales, y a la postre de las economías urbanas. Su propia debilidad fiscal, y su enorme dependencia del desarrollo inmobiliario, se refuerza además por la "vocación turística" de muchas ciudades y pueblos, lo que realmente ha convertido a los gobiernos locales en promotores o *boosters* de su localidad. Sólo así se explica la fuerte orientación *pro-growth* de sus políticas, que en muchos casos ha acabado en las típicas espirales de inversión-endeudamiento-inversión (a través, entre otras cosas, de grandes infraestructuras, edificios emblemáticos y el "eventismo" deportivo y cultural), de tan pobre sostenibilidad en el tiempo, tal y como ha puesto de manifiesto el estallido de la crisis fiscal de muchas ciudades a partir de la entrada en barrena del ciclo expansivo de la construcción.

Tanta o igual importancia como las leyes de suelo, tienen las políticas de vivienda y la progresiva liberalización del mercado hipotecario español. Aquí, resulta imprescindible destacar que la histórica "propensión a la propiedad" de la sociedad española es realmente un resultado histórico reciente. Todavía en 1950 el alquiler era el régimen prioritario de tenencia de la vivienda principal de las familias españolas; en las grandes ciudades éste comprendía más del 70 % de las familias. No es aquí el momento de resumir la ingeniería social y política, sobre y por la que la dictadura franquista apostó por la vivienda en propiedad, ni de insistir en la célebre frase del primer ministro de Vivienda, José Lluís Arrese en 1956: "Queremos un país de propietarios no proletarios". Lo que sí merece ser destacado, es que la vivienda en propiedad tuvo también carácter de *target* principal de las políticas públicas en la época democrática. El Decreto Boyer de 1985 puede ser considerado *de facto* tanto la pieza central del ciclo 1986-1991 como del más reciente 1995-2007. Este decreto sancionó la liquidación del parque público vivienda, la marginación del alquiler y la subvención fiscal a la compra, confirmando las líneas maestras de intervención en vivienda durante los 25 años siguientes. Sin este tipo de intervenciones difícilmente podríamos explicar como el número de hogares con vivienda en propiedad pasó del 64 % en 1971, al 73 % en 1981, el 78 % en 1991, el 81 % en 2001 y el 87 % en 2007, la cifra de largo más amplia de la UE y de la OCDE. En este mismo terreno, se deben también nombrar la reforma hipotecaria de 1981 (que liberalizó sustancialmente el crédito hipotecario) y las innovaciones financieras posteriores que hicieron posible la expansión de la titulización en los mercados bancarios españoles (hasta cerca de 100.000 millones de euros emitidos en 2006 según el Banco de España). Dentro de este capítulo, es también necesario mencionar el reciente papel de formulas de expansión del crédito al consumo basadas en los valores inmobiliarios, como las llamadas hipotecas inversas o los *home equity loans*.

Otro importante campo en el que las políticas públicas son esenciales, es el que compete a la inversión en obras e infraestructuras de transporte. Éste ha sido objetivo prioritario de los sucesivos gobiernos durante los años de crecimiento, hasta el punto de que esta rúbrica del gasto público es mayor en España que en cualquier otro de los

grandes países de la UE y de que las redes españolas de autovías y de trenes alta velocidad son ya en 2011 las de mayor extensión de toda Europa. La inversión en obra pública además de cumplir ciertas funciones keynesianas bien conocidas, tiene también otras nuevas en el contexto de centralidad del precio de los activos inmobiliarios. La construcción de carreteras de alta capacidad y ferrocarriles como el AVE desarrolla una importante función motriz de lo que podemos denominar «valorización del territorio». Dicho de otro modo, las infraestructuras de conexión permiten la formación de las redes territoriales necesarias para la incorporación de una determinada parcela al proceso de formación de precios del suelo urbano, con la consecuente generación de «rentas de posición» y los conflictos distributivos asociados a las mismas. De hecho, las infraestructuras de transporte suponen la condición para la materialización de estos precios especulativos sobre el suelo nuevo.

Si a estos elementos añadimos una política especialmente laxa o generosa en materia de energía, consumo de agua y protección ambiental se cierra el círculo con el que se puede afirmar que las políticas públicas han sido capitales para que se hiciera efectiva la construcción de más de siete millones de viviendas entre 1995 y 2007, se promoviera una fuerte expansión del modelo de ciudad dispersa y las superficies artificiales (principal indicador del consumo de suelo) crecieran un 60 % entre 1986 y 2006 (Observatorio de la Sostenibilidad, 2006).

d) La "recuperación" de la demanda: de los precios de la vivienda al consumo privado

La particular mezcla de intervenciones públicas y el dinamismo del mercado inmobiliario sería, en cualquier caso, por completo ineficaz, dentro de esta lectura, si no consiguiese convertirse en un poderoso estímulo de la demanda agregada. Dicho de otro modo, lo que es aquí necesario clarificar es el vínculo central que conecta los precios de la vivienda, de un lado, y los niveles de consumo, de otro. Este vínculo se ha tratado en la literatura de los llamados "efectos riqueza". En la gran mayoría de los estudios del *wealth effect* se concluye que existe una relación directa entre los precios de los activos financieros e inmobiliarios y un fuerte descenso de las tasas de ahorro, lo que invariablemente redundará en un incremento del consumo (Case, Quigley y Shiller, 2001; Maki y Palumbo, 2001). En otras palabras, las burbujas bursátiles e inmobiliarias vienen acompañadas de fortísimos incrementos en el consumo de las familias.

Las primeras variantes del Efecto Riqueza lo analizan como una variable psicológica, bajo la forma de lo que los keynesianos denominan la *propensión a consumir*, provocado por la expectativa de revalorización de los precios de los activos financieros o de los precios de los activos inmobiliarios. No obstante, existen otros dos tipos de *wealth effect* específicamente relacionados con la subida de los precios de la vivienda. La aceleración de las transacciones que se produce en los momentos álgidos de los ciclos inmobiliarios genera fuertes ingresos derivados de la compraventa de propiedades inmobiliarias revalorizadas —en este proceso juegan un papel no poco importante las segundas, terceras y cuartas viviendas. Por otro lado, y quizás con una

importancia mayor en los últimos años del ciclo, es preciso destacar la fuerte correlación entre las burbujas de activos y las diferentes formas de crédito destinado al consumo. Este tipo de crédito crece en cuantía a medida que se incrementan los precios de la vivienda. El crecimiento nominal del patrimonio sirve así de estímulo y aval para nuevas rondas de endeudamiento destinadas ya directamente al consumo. De todas formas, tanto los ingresos por compraventa, muy dependientes de la estructura de incentivos fiscales a la adquisición de vivienda, como los créditos hipotecarios al consumo, ligados a las reformas en la legislación hipotecaria, se sitúan ya completamente en las dinámicas institucionales de generación de *efectos riqueza*.

En este proceso es preciso destacar, otra vez, el papel de la intervención pública. El problema central de este planteamiento reside en la conversión de la «riqueza» inmobiliaria en liquidez disponible para el consumo a partir del momento en el que el ahorro se ha lanzado por completo a la circulación inmobiliario-financiera. Las legislaciones hipotecarias y los créditos al consumo con garantía hipotecaria han cumplido así un papel central, incorporando a las entidades de crédito a la gobernanza del modelo de crecimiento. Otra forma de favorecer la conversión del patrimonio en renta consiste en mantener un alto nivel de transacciones en el mercado inmobiliario, de manera que en cualquier momento se puedan realizar las plusvalías que genera la compraventa de inmuebles¹¹.

La combinación de estas vías en el caso español debe considerarse como el verdadero motor económico del ciclo 1995-2007. Dos elementos cruciales: (1) la profundidad de la dinámica de revalorización multiplicó por 3,5 el valor del patrimonio nominal de las familias en este periodo (Naredo, Carpintero y Marcos, 2008), alcanzando una cifra cercana a nueve veces el PIB español; y (2) más del 80 % del valor patrimonial de las familias estaba formado por viviendas, inmuebles y solares, al mismo tiempo que más del 80 % de las familias tenía una vivienda en propiedad. A partir de estas dos condiciones, se consiguió implicar a la inmensa mayoría de las economías domésticas al tiempo que se conseguía la prolongación del «efecto» durante más de una década¹². El cambio contable que desplaza la medida de la riqueza de las familias desde las rentas, hacia el valor patrimonial, convirtió de un plumazo a amplias franjas de la población en «ganadoras» del ciclo inmobiliario, por precaria que fuera esta condición (véase por ejemplo la breve serie del Banco de España de la Encuesta Financiera a las Familias de 2002, 2005 y 2008).

En términos puramente contables, el rastro de los incrementos globales del consumo en España es fácil de detectar, tanto en la Contabilidad Nacional como en los datos de empleo. Por un lado, el crecimiento del consumo personal y familiar generó una fuerte sinergia con la recomposición del mercado de trabajo, disparando los niveles de empleo en los servicios de baja cualificación y baja remuneración. Por otro, entre 1997 y 2007, el consumo en España creció a un

¹¹ Esta es la forma central de efecto riqueza en la magistral explicación del ciclo inmobiliario 1985-1991 que hace José Manuel Naredo (1996). También se relaciona la primacía de este tipo de realización de los valores inmobiliarios con la entrada de capitales extranjeros en el sector inmobiliario que hacen que las transacciones inmobiliarias sean algo más que una mera transferencia del ahorro nacional y generen una dimensión patrimonial no registrada en el sistema de cuentas nacionales.

¹² La asociación ciclo inmobiliario / efecto riqueza ha mostrado mucha mayor solidez que las burbujas financieras. Efectivamente, en el caso de las burbujas de activos de los países anglosajones de la década de 1990, los efectos riqueza tendían a durar lo que duraba el ahorro y afectaban exclusivamente al 20 % más rico de la población.

ritmo mucho más rápido que en las economías más grandes de la OCDE (Eurostat, 2008). El consumo de los hogares creció un 91 %, y sólo Reino Unido, la otra economía ultrafinanciarizada de Europa, con un 87 % de crecimiento agregado, pudo acercarse a los niveles de España. Por comparar con otros países, en Alemania el consumo creció un 12 %, Francia e Italia registraron subidas agregadas cercanas al 40 % y Japón, todavía bajo los efectos del pinchazo de su propia burbuja inmobiliaria, tenía en 2007 los mismos niveles de consumo que en 1997.

En conjunto, el crecimiento de los valores nominales de los patrimonios domésticos tendió a estimular tanto el consumo como nuevas rondas de endeudamiento, con obvias consecuencias en la demanda agregada así como en los beneficios financieros. Dicho de otro modo, el doble «círculo virtuoso» del modelo financiero-inmobiliario se cierra sin necesidad ni de incrementar los salarios, ni aumentar el gasto público, animando el doble incremento de la demanda agregada y de los beneficios financieros.

LA RECOMPOSICIÓN DEL PROCESO DE ACUMULACIÓN

La centralidad de los aspectos patrimoniales de la economía española, y de las dinámicas de revalorización de activos en el consumo, exige una completa revisión del aparato analítico ortodoxo. La insuficiencia de la información estadística no justifica que gran parte de lo que aportó el ciclo inmobiliario a la dinámica económica no forme ya parte de la explicación corriente del ciclo y que este factor haya permanecido, de manera probablemente voluntaria, como una suerte de sobreentendido. De hecho, toda la articulación económica de esta década se localiza en el inestable punto donde se encuentran el consumo privado, los precios de la vivienda, el empleo, la inversión y el crédito. Y esta conjunción, aunque rara vez se admita, es el verdadero objetivo del diseño político.

Para analizar adecuadamente esta articulación, es preciso revisar la *doxa* oficial. En los análisis ortodoxos, el crecimiento del empleo, que obedece a la buena salud de la formación de capital fijo, redundando en el consumo y en una mayor circulación del ahorro hacia el mercado inmobiliario. En cierto modo, recuperando la explicación de Naredo (1996) para el ciclo 1985-1991, la Contabilidad Nacional se construye sobre la fórmula:

$$\text{Recursos} = \text{Va} + \text{M} = \text{C} + \text{I} + \text{X} = \text{Empleos}$$

Donde: Va es el Valor Añadido; M, las Importaciones; C, el Consumo; I, la Inversión; y X, las Exportaciones.

Desde la perspectiva patrimonial, siempre según Naredo (1996), el análisis cambia radicalmente. El peso de los ingresos obtenidos por la venta de activos se convierte en el principal dinamizador del consumo, de la inversión y por último del empleo. Superponiéndose y amplificando la dinámica de realización de las plusvalías asociada a la compraventa de vivienda, el crédito fluye hacia las familias y las empresas que

poseen activos inmobiliarios y financieros y con esto aumentan conjuntamente las tasas de beneficio, inversión y el consumo privado. Esto es:

$$\text{Recursos} = Ra + Va + M = C + I + X = \text{Empleos}$$

Donde Ra son los ingresos derivados de la revalorización de los activos inmobiliarios.

Es en este marco teórico en el que se explica que la inversión, o en términos técnicos la formación bruta de capital fijo, experimentase un fuerte crecimiento desde 1997 y, muy especialmente desde el año 2000, en pleno relanzamiento del ciclo inmobiliario. La inversión en España entre 2000 y 2007, tal y como reconoce Eurostat, aumentó más que en cualquier otro de los países europeos de tamaño similar, en un 45 % acumulado. Tan sólo Reino Unido, el otro gran feudo europeo de la financiarización, alcanzó valores semejantes con un 30 % para el mismo periodo¹³. Pero se trata de una inversión volcada sobre la construcción. De hecho, en los años centrales del ciclo (2003-2005) la inversión en vivienda rebasó todos los récords históricos, siendo con mucho el componente más dinámico en la formación bruta de capital, llegando a representar cerca del 40 % de la totalidad de las inversiones realizadas en 2005. Muestra de la sobreespecialización de la economía española en la construcción es que, en ese mismo año, la suma de la inversión en vivienda y en infraestructuras supuso la increíble cifra del 70 % de las inversiones totales.

Por otra parte, se descubre que la productividad del trabajo es también un requisito innecesario según los parámetros de este modelo de crecimiento. Así, si entre 1970 y 1985, España arrojaba las mayores tasas acumuladas de crecimiento de la productividad del trabajo de los grandes países de la OCDE (datos que se podrían enmarcar en un proceso de convergencia con los países industrializados). Durante el ciclo 1985-1991, la política de apreciación de la peseta y la primera burbuja inmobiliario-financiera disminuyeron notablemente la competitividad de la industria española, que acabó por marginar al sector manufacturero frente a los sectores volcados sobre el consumo, la construcción y la intermediación financiera. Una tendencia que se recupera con fuerza renovada a partir de 1994, cuando la productividad del trabajo se estanca durante toda la larga década siguiente, de tal modo que los niveles acumulados de productividad de los países centrales de la UE, como Francia y Alemania, volvieron a alcanzar y a superar a los españoles (OCDE, 2008).

En este sentido, y a pesar las lamentaciones acerca del problema de la baja productividad española, lo cierto es que su estancamiento durante el ciclo reciente parece haber servido más de empuje económico que de obstáculo al mismo. La originalidad del modelo español consiste en haber desarrollado soportes para un

¹³ A la vez, los datos de las grandes potencias industriales de la OCDE, arrojaban tasas de crecimiento incomparablemente más bajas, lo que reflejaba, otra vez, la crisis de la vía de acumulación industrial saturada por el exceso de capacidad y la creciente competencia internacional. Para una exposición completa de los problemas de exceso de capacidad y industrial y competencia destructiva en el sector industrial, nos remitimos de nuevo a R. Brenner (2003, 2007).

altísimo crecimiento económico que no depende del aumento de la capacidad productiva de la hora de trabajo. Cuando se consideran las características del proceso de acumulación a escala global, el movimiento estratégico de España ha consistido en un manifiesto abandono del objetivo de alcanzar niveles más altos de productividad del trabajo a cambio de una exitosa especialización productiva en sectores de servicios y bienes no transables, altamente territorializados, como el inmobiliario y el turístico, que incorporan la revalorización de activos al centro de su dinámica económica.

Por último y en consonancia con todo modelo "basado en la demanda", el aumento del volumen de empleo constituye el propósito final del proceso de movilización del ahorro —interno y foráneo— y del crédito que depende de la revalorización de los activos inmobiliarios. Así, durante el periodo 1996-2007, España registró subidas de la tasa de empleo superiores a las de los principales países desarrollados. De hecho, entre 1996 y 2007, la tasa de empleo en España aumentó a un ritmo medio anual de casi el 3 %, lo que ha supuesto un 36 % para todo el periodo, y algo más de siete millones de puestos de trabajo en cifras absolutas.

Tomado en su conjunto, el modelo español se ha basado, por lo tanto, en la consolidación de importantes cambios en los patrones de acumulación de capital. Esta combinación de elementos dibuja un panorama de generación de rentabilidad sobre la base de la explotación masiva y extensiva del trabajo. Las pocas series disponibles sobre la evolución de la tasa de beneficio, a partir de 1994, parecen reconocer un notable crecimiento (Nieto, 2007) que sin embargo se produce en un contexto marcado por el estancamiento de la intensidad tecnológica y de la productividad del trabajo. En terminología marxista clásica, podríamos decir que el modelo capitalista español ha estado fundado en una estrategia de incremento de la plusvalía absoluta antes que relativa¹⁴ acompañado por un fuerte aumento de la población activa que en 2007 rozó los 23 millones de personas, lo que obviamente ha redundado en el espectacular aumento de las horas totales de trabajo.

Y esto es tanto más significativo, en tanto que la centralidad del crecimiento del consumo se ha producido sobre la base de una posición de independencia relativa respecto de las rentas salariales. De hecho, la última condición de este modelo es que los salarios no proyecten ni siquiera una sombra de amenaza en el reparto general del ingreso social, basculado a favor de los beneficios empresariales y financieros. Con más fuerza aun que en las típicas economías industriales, que al fin y al cabo pueden distribuir algo de los aumentos de productividad sobre los salarios¹⁵, el modelo español, basado en uso intensivo de la fuerza de trabajo y un crecimiento extensivo —o por adición de unidades de consumo y empleo— sólo puede sostener una alta tasa

¹⁴ «La plusvalía producida mediante la prolongación de la jornada de trabajo es la que yo llamo plusvalía absoluta; por el contrario la que se logra reduciendo el tiempo de trabajo socialmente necesario con el consiguiente cambio en cuanto a la proporción de magnitudes entre ambas partes de la jornada de trabajo, la designo con el nombre de plusvalía relativa». K. Marx (1958, Libro I, sec. IV, cap. X)

¹⁵ Hay que recordar, en este sentido, que a pesar de lo frecuente que resulta entre los economistas ortodoxos y los sindicalistas oficiales pensar lo contrario, no hay ninguna ley económica transhistórica que vincule los aumentos de la productividad del trabajo a los aumentos salariales. Esta vinculación fue el territorio común que permitió el pacto estabilidad entre capital y trabajo, cuya naturaleza es absolutamente política, y que hoy conocemos como fordismo.

de beneficio por medio de una continua dilatación de las plusvalías absolutas. Este tipo de obtención de beneficios plantea un esquema de distribución del producto social mucho más cercano a un juego de suma cero que al juego de suma positiva propio del marco del capitalismo de postguerra, en el que los aumentos de la tasa de beneficio eran inducidos por el incremento de la productividad del trabajo.

LA CRISIS ESPAÑOLA

Como se sabe, el modelo de crecimiento español comenzó a mostrar síntomas de enfermedad grave en 2006, para entrar directamente en la UVI durante el año siguiente. De forma inevitable, los ritmos de la crisis española están vinculados a la caída a cámara lenta de los mercados internacionales y, en no poca medida, comparten los rasgos de los países más financiarizados del mundo como Reino Unido, Irlanda o incluso Estados Unidos. No obstante, frente a otras economías financiarizadas que padecen una casi continua situación de desinversión en capital fijo, el volumen de inversión que ha podido absorber el crecimiento físico del stock de vivienda y de infraestructuras, lo que David Harvey (1982) denomina el circuito secundario de acumulación¹⁶, ha sido superior al de cualquiera de los grandes países desarrollados. A partir de esta peculiaridad, el fuerte parón del mercado inmobiliario español ha inducido tres grandes procesos que podemos resumir en los siguientes epígrafes:

a) La caída de la demanda: el efecto pobreza

El estancamiento y luego la progresiva caída de los precios de la vivienda, ha enfrentado a la mayor parte de la población a los graves problemas de endeudamiento asumidos en los años anteriores, unos valores patrimoniales decrecientes y unas rentas del trabajo estancadas, cuando no directamente mermadas por las ejecuciones hipotecarias o extinguidas por el rápido aumento del desempleo¹⁷. En este contexto, cae la demanda de consumo y con ello aumenta el paro en los sectores directamente ligados al consumo interno. El paro aumenta la tensión sobre el pago de la deuda y dispara la morosidad. Podemos llamar *efecto pobreza* a esta fuerte contracción del consumo que surge de la evidencia repentina de que debajo de la riqueza financiero-inmobiliaria lo que existe en realidad es un régimen social polarizado y una situación

¹⁶ Según David Harvey, cuando aparecen los problemas de exceso de acumulación en el proceso de acumulación, los capitales pasan del circuito primario de acumulación —la producción de plusvalor en esquemas de reproducción ampliada— al circuito secundario de acumulación —la circulación del capital en el entorno construido. Las configuraciones territoriales que puede tomar este desplazamiento de los excedentes de los ciclos productivos al circuito secundario van, desde las grandes obras públicas a la construcción de viviendas. El circuito secundario se compone así de una combinación típica de bienes de consumo colectivo y privado.

¹⁷ Los contratos hipotecarios encierran una asimetría fundamental que sólo se puede leer en términos de poder de clase. En este sentido, Naredo (2009) apunta que “el riesgo que comportan estas ‘burbujas’ arranca de la distinta calidad de los activos y los 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, el de los pisos.”

de precariedad masiva. Las lecturas habituales de la crisis ignoran la dimensión de la fuerza de las ganancias patrimoniales, derivadas de las subidas de precios de la vivienda, en la formación de la demanda de consumo. Por eso mismo, difícilmente pueden considerar el hecho de que la boyante situación de la llamada economía real antes de los mecanismos de formación de la demanda por medios financieros era una mera ficción.

En la medida en que se trata de un fenómeno extraño al análisis *mainstream*, la reversión y la propia existencia del efecto riqueza no se hicieron visibles inmediatamente. Las primeras reacciones a la desaceleración de la construcción trataron de interpretar sus efectos en términos de una simple caída de la inversión con su correlato en forma de un fuerte desempleo sectorial. Los obreros de la construcción irían al paro y con ellos los de sus industrias auxiliares, pero se esperaba que la industria y los servicios fueran capaces de integrarlos. Esta lectura de la estructura económica española se volvió insostenible cuando los índices de producción industrial comenzaron a caer y le siguió una auténtica debacle del empleo en los servicios que daba ocupación a la gran mayoría de la fuerza de trabajo altamente precarizada en España.

b) Una política de "socialización de pérdidas"

Algo antes de la crisis de las hipotecas *subprime*, las grandes inmobiliarias españolas ya habían empezado a experimentar los primeros síntomas de una profunda retracción de la demanda residencial. De hecho, ya en abril de 2007, se produjeron fuertes caídas de los valores bursátiles de las principales inmobiliarias, que venían precedidas por las subidas de los tipos de interés de los meses anteriores. En la medida, no obstante, en que la crisis se declaró como una caída de los mercados bursátiles, la solución política parecía relativamente fácil: negar la mayor para «evitar el pánico». Es decir, operar sobre las previsiones de futuro en su dimensión de elemento regulador de los precios de los activos financieros.

En cualquier caso, a pesar de que faltase tiempo para decir que no estaba sucediendo nada reseñable, la política de pasillos se activó como un resorte y se empezaron a buscar salidas a corto plazo para lo que evidentemente era ya un callejón sin salida. La diversificación de inversiones, que ya había empezado con la entrada de las grandes constructoras en las compañías eléctricas o en las concesiones de servicios urbanos, y la internacionalización de los capitales inmobiliarios españoles fue perfilándose como una estrategia posible.

A partir, no obstante, de septiembre de 2007, el proceso interno de descomposición de la máquina inmobiliaria española tuvo que acoplarse con la crisis de los mercados de crédito internacional. La crisis se aceleraba: a la caída de la demanda interna había que sumarle la desaparición de la demanda extranjera; ese «extra» que hacía que las dimensiones del mercado inmobiliario español no fueran comparables con las de ningún otro país europeo.

Una vez declarada oficialmente la crisis y, en las condiciones agónicas que imponía el desplome del sistema financiero internacional, se abrió un periodo en el que los principales agentes capitalistas acudieron al Estado para obtener por la vía de los fondos públicos una compensación a la demanda en caída libre y, en el caso de los bancos, unos balances de situación en quiebra técnica. Desde finales de 2007 hasta la fecha, los tres principales beneficiarios del ciclo inmobiliario —promotoras, constructoras y entidades inmobiliarias— han estado envueltos en una lucha competitiva por captar la única fuente de recursos que podía enjuagar sus déficit, los recursos públicos, en lo que se puede considerar como la versión española del programa de rescate europeo y estadounidense.

Cada una de las agencias capitalistas que conformaban el bloque hegemónico del modelo de crecimiento español, encontró así su propia vía de rescate estatal. En el caso de las constructoras, dedicadas principalmente a la producción de infraestructuras, la fórmula de intervención ha sido el recurso a los contratos de obra pública. Estos llegaron tanto por la vía de la aceleración de las licitaciones públicas, especialmente de los Ministerios de Fomento y Medio Ambiente, como de los dos Planes E sucesivos de 2009 y 2010.

La posición de las inmobiliarias resultaba, sin embargo, mucho más complicada y esto no sólo por sus relaciones con la demanda residencial y del propio precio de la vivienda, sino también por su fuerte vínculo con las entidades financieras. Bajo el permanente chantaje de la dependencia de los niveles generales de actividad del empleo en la construcción residencial, durante todo el año 2008 las promotoras amenazaron con el apocalipsis económico, si no se compensaba su enorme cantidad de viviendas sin vender en un mercado lanzado a la baja. Las facilidades a la posibilidad de convertir viviendas libres sin vender en viviendas con formulas de protección oficial y el intento de desarrollar promociones de rehabilitación en los centros urbanos fueron las vías centrales de rescate de los promotores inmobiliarios.

Como consecuencia de esta políticas de "subvención" del entramado constructor-inmobiliario, en junio de 2009, España ya era el país de la OCDE que más dinero público había destinado a salvar al sector inmobiliario, un 2 % de su PIB, cuatro veces más que Estados Unidos, el doble que Irlanda y seis veces más que el Reino Unido¹⁸.

El problema principal de esta operación de rescate a tres bandas se encontraba en el tercer agente capitalista, con mucho el de mayor peso político y económico: los bancos y las cajas de ahorros. El rescate de estas entidades se presentó como una pieza indispensable para poder volver a poner en marcha los mecanismos de formación de la demanda por vías financieras, una cuestión de vida o muerte para todo el modelo económico. Como ha sucedido en la mayoría de economías capitalistas, antes mismo de poder evaluar democráticamente las posibles alternativas, ya estaban en marcha los planes de salvamento de Bancos y Cajas.

Para entender el carácter de la crisis del sistema bancario español es necesario tener en cuenta que tiene un origen fundamentalmente doméstico. Los bancos

¹⁸ Datos del Servicio de Estudios Económicos del BBVA. Cotizalia, 3 de junio de 2009.

españoles estaban relativamente a cubierto de la marea global de titulaciones de hipotecas estadounidenses, cuyo valor había desaparecido en cuestión de días, pero tenían sus propias fuentes de riesgo causadas por los impagos de hipotecas y promotores. En el caso español, el sistema de titulaciones, obliga al banco o a la caja que concede la hipoteca, a guardar en balance al menos la mitad de los riesgos asociados al impago de la misma. Frente al modelo de titulación estadounidense, sencillamente el sistema español concentra los efectos del impago en unas pocas entidades frente a la dispersión global de los riesgos del modelo estadounidense.

En esos años, las vías de corrosión de los balances bancarios no pararon de dispararse debido a la creciente morosidad y a las ejecuciones de suelo y viviendas en un momento de caída de su valor de mercado. El aumento de la morosidad, además de ser el detonante de los desahucios y las ejecuciones hipotecarias, tiene un efecto inmediato sobre los balances bancarios: hace descender el valor del activo, aumenta los ratios de endeudamiento y pone a los bancos en la necesidad perentoria de buscar liquidez. Algo semejante ha sucedido con las grandes bolsas de suelo urbanizable y de viviendas ejecutadas a los promotores inmobiliarios en un momento de tendencia a la caída de su precio de mercado. La línea de rescate político para esta acelerada corrosión de los coeficientes de caja de los bancos ha sido un brusco cambio regulatorio concedido por el Banco de España: la posibilidad de aprovisionar los balances contables con activos inmobiliarios.

Desde un punto de vista de intervención y gasto activo, la gran apuesta del gobierno, tras la puesta en marcha en 2008 de un fondo para la compra de activos titulizados a imitación del TARP estadounidense, dotado con 50.000 millones de euros, ha sido la puesta en marcha del FROB. Un plan de reestructuración de las cajas de ahorro que permite al gobernador del Banco de España inyectar dinero discrecionalmente por un valor que puede llegar hasta los 99.000 millones de euros.

c) El tutelaje financiero del gasto y las políticas públicas

La consecuencia de las fuertes intervenciones para la recomposición del beneficio de los agentes capitalistas en el periodo 2007-2009 fue un crecimiento exponencial de los gastos de todos los niveles de las Administraciones. Junto a estas intervenciones, se pudo comprobar cómo el mecanismo de generación de demanda por vías financiero-inmobiliarias estaba incrustado en las propias cuentas del Estado, la caída del mercado inmobiliario y el *efecto pobreza* que ésta generó se tradujo en una fulminante caída de los ingresos no financieros del Estado: un 10 % en 2009 respecto a 2008 y un 16 % respecto a 2007. El aumento del déficit, sin alcanzar los niveles absolutos de deuda pública de otros momentos históricos, si fue extraordinariamente rápido.

Cerrada ideológicamente la vía de la reforma fiscal, la salida a esta situación deficitaria se fue a buscar en los mercados de capitales. El recurso masivo al endeudamiento público en los mercados de capital no es un fenómeno exclusivamente español, el polo deficitario de producción de plusvalor de la economía mundial, es decir, buena parte de los países europeos y Estados Unidos, se han lanzado a la

obtención de crédito por esta vía. La consecuencia, no obstante, es que se ha abierto un doble proceso de competencia por la deuda: entre los países entre sí y entre las emisiones de bonos de deuda pública, por un lado, y las de deuda privada de las empresas, por otro. En este conflicto, las agencias de *rating* se han convertido en auténticos árbitros, actuando *de facto* como punta de lanza política de los intereses financieros, en el intento, casi siempre exitoso, de reconducir la mayor cantidad posible de dinero público hacia los operadores de las finanzas globalizadas (Marazzi, 2009). Por medio de la constante publicación de informes de las agencias de calificación, provocados por la propia erosión de las fuentes del beneficio financiero, éstas han ido respondiendo a cada dato y a cada nueva previsión, oficial o extraoficial, con reducciones o amagos de reducción de las calificaciones, imprimiendo una presión sobre las políticas públicas mucho más fuerte que la de los viejos guardianes del orden presupuestario.

El resultado es paradójico: unas pocas empresas —Standard and Poor's, Fitch o Moody's— han llegado a adquirir un creciente poder sobre el precio del endeudamiento público, con capacidad incluso para determinar los ritmos de ampliación y contracción del gasto y, por consiguiente, del tipo de política económica posible. Los criterios de viabilidad para las nuevas políticas públicas son sencillos, cualquier línea política que pueda afectar a la captación de los beneficios capitalistas o que redunde en unas menores posibilidades de apropiación del producto social por parte del sector financiero será sancionada con fuertes recargos sobre las emisiones de deuda. Las políticas sociales son seguidas con especial atención y la privatización de bienes públicos es un horizonte siempre presente. No es difícil situar las últimas líneas de intervención política del gobierno del PSOE como la Reforma Laboral, las Medidas Contra el Déficit o la reforma de las pensiones, en este modelo de poder financiero.

Al considerar estos tres procesos, (1) la caída de la demanda por el "empobrecimiento" de las familias y el tope al sobreendeudamiento familiar en un momento de contracción del crédito y de paro de masas, (2) la utilización del presupuesto público como vehículo de rescate de los agentes corporativos y (3) el fuerte tutelaje financiero sobre las cuentas del Estado, no puede sorprender que Contabilidad Nacional refleje una fuerte recomposición de los beneficios empresariales, aun cuando la crisis social esté muy lejos de haber tocado fondo. En este sentido, es indispensable seguir la tendencia que se inicia a partir del primer cuatrimestre de 2010 cuando el margen de explotación (*profit share*) detiene la trayectoria descendente que inició en 2007 y arranca una nueva tendencia al alza que coincide con un drástico descenso de todos los indicadores de costes laborales y salariales y que, sin duda, tiene su motor principal en el paso de millones de trabajadores desde el empleo temporal al paro¹⁹. Por otro lado, es importante comprobar como la incipiente masa de

¹⁹ Entre 2007 y 2009 el margen de beneficio estaba descendiendo a ritmo de un punto porcentual por año. Entre el último cuatrimestre de 2009 y el primero de 2010, el margen de beneficio pasó de un 16 % a un 18 %. De forma paralela, el crecimiento de los costes laborales unitarios experimentó un brusco bloqueo desde 2008, cuando se pasó de un crecimiento de 4,6% a un 0,4%, llegando a registrar valores negativos en el tercer y cuarto trimestre de 2009. En el caso de los costes salariales la tendencia también es descendente, pasando de un 5 % de crecimiento en 2008 a un 1,9 % en el primer trimestre de 2010.

ahorro familiar que se ha formado a partir de la disminución del consumo familiar ha ido, muy probablemente, a recomponer los balances bancarios por la vía del servicio de la deuda pendiente del ciclo anterior.

CONCLUSIONES

De manera semejante a lo que ocurrió en el panorama económico mundial, los mecanismos de financiarización incrustados sobre el mercado inmobiliario han tratado de mantener con respiración artificial una dinámica económica cuya tendencia central era el estancamiento. La crónica de la caída de la demanda durante la crisis resume este movimiento de retorno, desde el gasto frenético propulsado por los precios de la vivienda, hacia lo que siempre estuvo por debajo del *boom*: unos salarios reales degradados, una precariedad feroz y unos salarios indirectos —por la vía de los servicios sociales— en descenso. En este sentido, es preciso reiterar que este cuadro socioeconómico no vino provocado por la crisis, sencillamente volvió a aparecer ante la completa ausencia de un régimen de crecimiento alternativo.

En un momento de caída de los beneficios financieros obtenidos por la gestión de la deuda privada, el sector financiero mundial se ha lanzado sin ambages al control del dinero público a nivel global. Las consecuencias de esta nueva tutela de las cuentas públicas, y por extensión del Estado, por parte de los agentes financieros es un agudización del conflicto distributivo que, de por sí, implica el modelo económico de la financiarización y que había quedado momentáneamente en un segundo plano debido al funcionamiento de los esquemas de este modelo de crecimiento.

La cuestión central que ahora se abre es eminentemente política, no económica. Y arranca de una premisa sencilla: no hay manera, al menos por ahora, de volver a reiniciar la máquina del crecimiento por vía de una nueva escalada patrimonial, debido tanto a los límites de un nuevo ciclo financiero a nivel global, como a los topes a nuevas rondas de endeudamiento privado y el agotamiento de las líneas de intervención política que actuaron sobre los mercados inmobiliarios. Ante esta ausencia de oportunidades de recomponer el beneficio *as usual*, los agentes corporativos y financieros han leído la coyuntura en clave de subordinación del gasto público y de extensión de la desposesión. Corresponde pensar y promover una oposición simétrica y contraria a esta presión, siempre dentro una fase de crisis que, al menos en el caso español, será más larga y prolongada, y más aguda y cruel en términos sociales, de lo que quizás todavía hoy somos capaces de imaginar.

BIBLIOGRAFÍA

Banco de España (2007): «La titulización en España: principales características», *Boletín económico de diciembre de 2007*.

— (2009b): *Cuentas Financieras de la Economía Española*, 2009.

— *Encuesta Financiera de las Familias*, 2002 y 2005.

Barómetro Social de España. Análisis del periodo 1994-2006, Madrid, Traficantes de Sueños, 2007 (www.barometrosocial.es)

Boyer, R. (1992): *La teoría de la regulación. Un análisis crítico*, Valencia, Alfons el Magnànim.

— (2007): *Crisis y regímenes de crecimiento. Una introducción a la teoría de la regulación*, Buenos Aires, Ceil Piette-Conicet.

Brenner (2003): *La expansión económica y la burbuja bursátil*, Madrid, Akal. Cuestiones de Antagonismo.

— (2009): *La economía de la turbulencia global, Las economías capitalistas avanzadas de la larga expansión al largo declive, 1945-2005*, Madrid, Akal. Cuestiones de Antagonismo.

Case, E.; J. Quigley y R. Shiller (2001): «Comparing Wealth Effects, Stock Market versus Housing Market», *Cowles Foundation Discussion Paper*, núm. 1335, 2001

Etxezarreta, M. (coord.) (1991), *La reestructuración del capitalismo en España 1970-1990*, Madrid, Fuhem / Icaria.

Harvey, D. (1982): *Los límites del capitalismo y la teoría marxista*, México, FCE.

— (2004): «El Nuevo imperialismo: acumulación por desposesión», *Socialist Register*, 2004.

— (2007): *Espacios del capital*, Madrid, Akal. Cuestiones de Antagonismo.

Galbraith, J.K (1993) *Breve historia de la euforia financiera*, Barcelona, Ariel.

Glyn, A. (2006): *Capitalism Unleashed*, Oxford, Oxford University Press, 2006.

INSITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA, *Contabilidad Nacional*, serie 1995-2009.

Keynes, J. M. (1997), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, 1997.

Logan J, y H. Molotch (2007): *Urban Fortunes: The political economy of place*, University of California Press.

López Hernández, I. y Rodríguez López, E. (2010): *Fin de ciclo. Financiarización, territorio y sociedad de propietarios en la onda larga del capitalismo hispano (1959-2010)*, Madrid, Traficantes de Sueños.

Malo de Molina (2005): "Una larga fase de expansión de la economía española", *Documentos ocasionales* nº 0505, Banco de España.

Maki, D. y M. Palumbo (2001): "Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s", *FEDS Working Paper*, núm. 2001-21, 2001.

Marazzi, C. (2009), "La violencia del capitalismo financiero" en *La gran crisis de la economía global. Mercados financieros, luchas sociales y nuevos escenarios políticos*, Madrid, Traficantes de Sueños.

Marx, K. (1958): *El capital*, México, FCE.

Ministerio de Economía y Hacienda (2010), *Administraciones públicas. Serie 1995-2009*.

Minsky, H (1992) "The financial instability hypothesis" *Working paper n°74*, Jerome Levy Institute.

— (2008) *Stabilizing an unstable economy* Mc Graw-Hill.

Naredo (1996): *La burbuja inmobiliaria en la coyuntura económica reciente (1985-1995)*, Madrid, Siglo XXI.

— (2009): "La cara oculta de la crisis. El fin del boom inmobiliario y sus consecuencias", *Revista de Economía Crítica*, núm. 7.

Naredo J. M.; Carpintero, O. y Marcos, C. (2008): *Patrimonio inmobiliario y balance nacional de la economía española 1995-2007*, Madrid, FUNCAS.

Nieto, M. (2007): "Rentabilidad y distribución en el capitalismo Español (1954-2003)", *Laberinto*, núm. 24.

Observatorio de la Sostenibilidad (2006): *Cambios de ocupación del suelo en España. Implicaciones para la sostenibilidad. Estudio realizado a partir del proyecto Corine Land Cover*, Madrid, Ministerio de Fomento.

OCDE (2008), Productivity Database.