

## La información asimétrica en el sector inmobiliario español (3)

# El dinero del auge

Ricardo Vergés.

Arquitecto y economista  
[www.ricardoverges.com](http://www.ricardoverges.com)



La presente tribuna denuncia el protagonismo de la crisis de deuda pública que relega a un segundo plano al verdadero factor de crisis en este momento: el agotamiento de la liquidez debido a los intereses pagados por el sector inmobiliario en concepto de deuda exterior; al ser incapaz de liquidar el stock de viviendas por terminar y vender.

La tribuna explica también cómo se ha financiado la excesiva obra pública con los tributos de sobreproducción y sobrepuestos del sector residencial y por qué en 2007, al cerrarse el grifo del mercado interbancario causando el derrumbe de la obra pívada, debería haberse contenido la obra pública, en lugar de relanzarla mediante emisión de deuda pública. Eso es precisamente lo que ha alertado a Europa.

Pero ¿de dónde ha salido tanto dinero para tanta obra en España? La Tribuna rebate el argumento del ahorro alemán y francés y le opone el argumento de la liquidez acumulada por dichos países incluso desde antes de la conversión al euro. Este argumento ha sido ya esgrimido en 2006 por Juergen Donges y por el propio autor. Además, viene confirmado por la estadística del FMI que separa netamente el mercado monetario del mercado financiero en el sector privado. Las implicaciones de todo ello podrían ser considerables tanto para España como para los países fundadores de Europa.

### LA BURBUJA ENTRA EN LA BATALLA POLÍTICA

**D**urante los próximos años, la crisis continuará imperturbable debido a los intereses de la enorme deuda privada contraída con bancos europeos. Esa deuda procede de préstamos monetarios<sup>1</sup> que deben haber superado los 800.000 millones concedidos entre 2003 y 2007 y que, prácticamente, sólo han servido para financiar el auge inmobiliario y la reserva de suelo para perpetuarlo, además de parte de la obra pública tras ser “blanqueados” por vía fiscal. Pero la saturación de la demanda y la formación de un stock sin salida, hace que más de la mitad de ese dinero esté por devolver y que el debido

pago de intereses sustrae tanta liquidez a la circulación monetaria que la economía española funciona bajo mínimos. Esa es la causa inmediata del estado de crisis.

Esta crisis durará mientras el stock de dos millones y pico de viviendas en obras o paralizadas, o bien terminadas pero no vendidas, no encuentren alguna salida<sup>2</sup>. Este fracaso del “milagro español” implica que promotores y constructores no pueden devolver ese medio billón de euros a los bancos nacionales, los cuales tampoco pueden devolverlo a sus homólogos europeos. Así estos últimos deben contentarse con recaudar intereses que estrangulan nuestro *cash flow*.

En definitiva, la deuda del sector de producción inmobiliaria es causa directa de la restricción de liquidez en todos los mercados, incluyendo el hipotecario con el que contábamos para estimular la compra final de vivienda. Es el perfecto círculo vicioso.

Esta realidad asusta hasta el punto de quedar excluida de la agenda política de todos los partidos sin excepción, ya sea por ignorancia, ya sea por intención, dado que barones y ayuntamientos de todos los bandos están envueltos en su génesis. En todo caso, esa exclusión ha contado con el apoyo de la prensa, imponiendo un control de la información como ya no se recuerda en los demás países de Europa.

Lo que no ha sido posible ocultar es el derrumbe del sector inmobiliario y el consecuente volcado al paro de dos millones de empleos (o tal vez tres si se cuentan los indirectos). Es pues por ese canal por el que se ha abierto la caja de Pandora de la burbuja inmobiliaria, amenazando con responsabilizar a toda la clase política y agentes de todos los niveles, de antes y después del 14-M de 2004. Por su lado, aunque el movimiento 15-M esté denunciando la deuda privada, la corrupción, el dinero negro o la cuestión medioambiental relacionadas con lo inmobiliario, parecen pasar a un segundo plano.

¿Significa eso que la crisis es solo debida a la exorbitante deuda privada con la que se ha financiado el auge inmobiliario? Exacto, salvo que el sector público también se ha beneficiado del auge privado, como hemos insinuado y como veremos más adelante. Al respecto, el auge paralelo de obra pública debería haberse paralizado en 2007, cuando el mercado interbancario de Frankfurt cerró el grifo a España. En lugar de ello y por razones electorales, se quiso mantener el mismo ritmo de licitación de obra pública que antes, financiándola esta vez con emisiones de deuda pública en lugar de la menguante recaudación fiscal sobre los excedentes del sector inmobiliario. Y ahí nos ha pillado Bruselas.

O sea, que es inexacto afirmar que la crisis española sea ante todo una crisis de deuda pública. En realidad coexisten varias crisis, siendo la madre de todas ellas la originada por el derrumbe del sector inmobiliario. En cuanto a la crisis de liquidez, es insuperable: de nada sirve tratar de subirse al barco que debe llevarnos al mar si el río está seco.



Es inexacto afirmar que la crisis española sea ante todo una crisis de deuda pública. En realidad coexisten varias crisis, siendo la madre de todas ellas la originada por el derrumbe del sector inmobiliario

Ahora se reclama "una explicación rigurosa del proceso de gestación y desarrollo de la burbuja de ladrillo, antes y después de 2004...<sup>3</sup> Esta explicación existe, puesto que he trabajado en ella desde sus albores<sup>4</sup>, gracia al descubrimiento del hilo conductor de un gran pionero del *Housing Economics*, Leo Grebler: **sin dinero no hay burbujas**<sup>5</sup>. La presente tribuna retrocederá hasta 1993, inicio de la anterior crisis tras el auge 1987-92, siguiendo la pista del dinero hasta llegar a sus orígenes, es decir su emisión supervisada por los bancos centrales.

#### LA MEMORIA DEL BANCO DE ESPAÑA

Buena parte de lo ocurrido puede describirse mediante los datos oficiales aquí presentados. Por ejemplo, a través de su Boletín Estadístico, el Banco de España difunde el llamado saldo vivo de crédito privado; es decir, el importe que ha-

ría falta al conjunto de empresas y hogares para cancelar, en un momento dado, toda la deuda contraída con nuestras distintas entidades financieras sean bancos, cajas, cooperativas o EFC<sup>6</sup>. Por supuesto, al no disponer de ese dinero (que por eso existe el crédito) se añaden intereses a la cuota, lo que en sí, es justo y normal. Pero es muy difícil saber a cuánto ascenderán dichos intereses, razón por la que, al igual que en las demás estadísticas del Banco Central Europeo o del Fondo Monetario Internacional, el Banco de España se limita a proporcionar únicamente el saldo vivo del llamado *principal*.

Los gráficos 1 y 2 expresan la evolución del saldo vivo de la deuda de los españoles, a la izquierda la privada y a la derecha la pública. El gráfico 1 representa al *crédito concedido por las entidades a otros sectores residentes (OSR)*, concepto que no es residual sino que supone al 96% de to-

**SALDO VIVO DE CRÉDITO PRIVADO  
A EMPRESAS Y HOGARES. 1993-2010**  
Banco de España y FMI Millones de euros

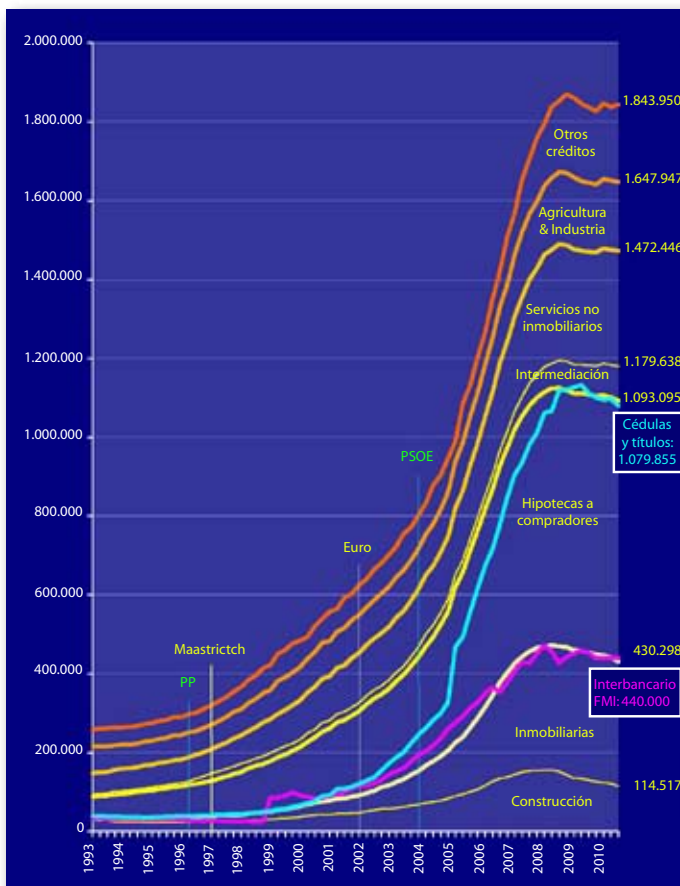


GRÁFICO 1

**SALDO VIVO DE DEUDA PÚBLICA  
DE LAS ADMINISTRACIONES. 1993-2010**  
Banco de España. y Tesoro Público. Millones de euros



GRÁFICO 2

do el crédito concedido por dichas entidades. Como se observará, lo inmobiliario representa ahora dos tercios del OSR, agrupando por un lado a promotoras y constructoras y, por otro lado, a los hogares hipotecados. También podríamos incluir en ese sector a los enigmáticos “servicios de intermediación financiera”, dado su reciente desarrollo paralelo al del propio sector inmobiliario.

En cuanto al resto de crédito privado, se distinguen los “servicios no inmobiliarios”, cuyo desarrollo entre mediados de 2005 y finales de 2008 deja suponer que parte de ellos sí que lo eran, aunque no de forma directa. Quedan luego los sectores productivos agrícolas, extractivos, industriales y energéticos -escasamente dotados-, por fin, un *cajón de sastre* con “otros servicios” representando al consumo.

Obsérvese la subida de la deuda privada desde que se fijó el tipo de cambio al euro en 1997. Un concepto elocuente sería la diferencia entre los inicios de la anterior crisis (1993) y de la actual (2010). Se comprobaría así que ahora estamos un 700% más endeudados que entonces y un 1100% si incluimos una capitalización simulada de los intereses venideros.

Obsérvese que, en todos los estratos, el nivel de saldo vivo se ha inmovilizado desde 2008 tras el cierre del grifo de crédito exterior. Ello significa que, de forma permanente, se está refinanciando la deuda contraída y pagando solamente intereses<sup>7</sup>. Ese efecto es el de “cola pesada” (*fat-tail*) descubierto por Pareto, que constriñe a los países en vía de desarrollo -y ahora a España- y contra el cual intenta rebelarse Islandia.

## LA CRISIS DE DEUDA PRIVADA

Esté aún en manos del sector de producción inmobiliaria o bien ya en manos del usuario final, el saldo vivo inmobiliario desde la llegada del euro ha crecido muy por encima de las posibilidades ofrecidas por el ahorro nacional. La pregunta es entonces **¿de dónde ha salido tanto dinero para generar tanta deuda privada?**

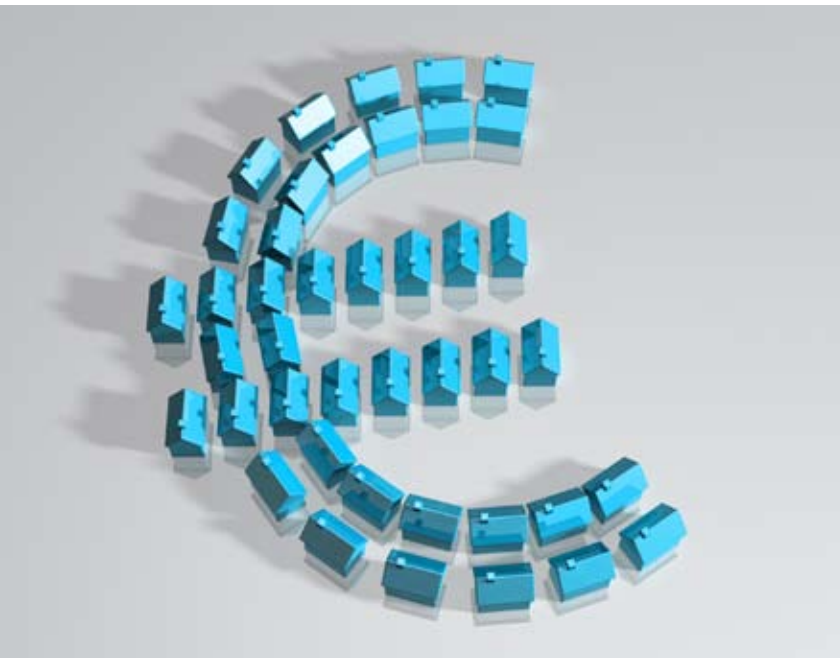
Si nos limitamos a lo aún no devuelto, se dispone de dos informaciones plasmadas en el gráfico 1. La primera es la del sector de producción inmobiliaria según el Banco de España (líneas amarillas), que alcanza los 430.000 millones (dejando fuera a la intermediación). La segunda información es la del *segmento español* en el mercado interbancario (línea roja con cam-

La deuda del sector inmobiliario a nuestras entidades financieras está calcada de la deuda de estas últimas a los bancos acreedores europeos. Su estancamiento simultáneo marca el origen de la crisis

bio de base 1999), procedente de las *Estadísticas Financieras Internacionales* publicadas cada mes por el FMI y que se acerca a los 440.000 millones de euros.

La superposición de ambas informaciones demuestra que se trata del mismo dinero que ha cambiado de mano, pasando de bancos europeos a bancos nacionales y, acto seguido, de éstos últimos a los prestatarios operativos que son nuestros promotores y constructores. Y como éstos no han podido terminar y/o vender gran parte de lo que en su momento iniciaron (amén de dedicar mucho dinero a la compra de aún más suelo *de cara al futuro...*), resulta que Frankfurt solo podría recuperar su activo (no todo) si el stock acabara vendiéndose a usuarios con 25 o 30 años por delante para pagar.

Obviamente, Frankfurt no esperaba tener que esperar tanto... ¿Y por qué estábamos tan seguros de poder devolver a medida? Pues porque confiábamos en que ese *cash-flow* se perpetuaría. Esa ha sido la gran “burrada”, como dice Donges<sup>8</sup>. Pero tanto la confianza en el “milagro español” como el excedente de liquidez europea se agotaron en 2007, de forma que el grifo se cerró solo. En todo



caso, al no poder devolver ese dinero al Interbancario a medida que vendiésemos la producción, estamos obligados a pagar unos intereses que nos ahogan y que, de no encontrar remedio, ahogarán también a la siguiente generación.

En cuanto al resto de la deuda inmobiliaria personal, puede presentar problemas de severidad pero no de liquidez, puesto que ha sido constituida por el multiplicador bancario de la "inversión" del sector y luego recomprada vía cédulas y títulos.

#### LA CRISIS DE DEUDA PÚBLICA

En el gráfico 2 figura el 4% concedido por las entidades privadas a las diversas administraciones públicas, más la deuda pública emitida por el Estado, la Seguridad Social, las Comunidades Autónomas y, dentro de ellas, por algunos grandes ayuntamientos y demás emisores públicos acreditados. Ese gráfico muestra que la deuda pública no ha conocido un crecimiento paralelo al de la deuda privada.

Obviamente, los gobiernos no tienen acceso a sus propios bancos centrales, ni mucho menos al mercado interbancario europeo. Por consiguiente, deben financiar la obra pública mediante sus presupuestos anuales en función de la recaudación tributaria corriente, todo ello sin acumular déficit. Si lo acumulan, entonces deben emitir deuda pública. Entre 1999 y 2008, eso no ha ocurrido aquí a pesar de que, en términos comparativos, España ha licitado obra pública por un valor que

ha llegado a ser *cuatro veces más elevado que en el resto de Europa y Estados Unidos*. Preguntamos entonces; **¿de dónde ha salido tanto dinero para tanta obra pública?**

La respuesta es: del propio auge inmobiliario gracias a dos efectos distintos que afectan a la base tributaria alimentadora de la obra pública. El primero es la sobreproducción que desde 1999 ha duplicado el *número* de unidades producidas<sup>9</sup>.

Al parecer, ese primer efecto no parecía suficiente porque transmitía a la sociedad el mensaje de que éramos más consecuentes pero no que éramos más ricos, que es lo que han ansiado transmitir todos los ministros de Hacienda desde Miguel Boyer. Por lo tanto, al no conseguir ser más ricos por la vía de la productividad, sólo quedaba la vía de la revalorización de activos, como se había hecho ya en Japón entre la crisis del petróleo de 1978 y el *crash* de 1992<sup>10</sup>. Obviamente, en España esta revalorización ha sido más tardía, afectando en particular a los activos inmobiliarios en proyecto. Ello se ha conseguido aprovechando la capacidad *oligopolística* de asignar precios por vía de **tasación previa de proyectos** y no por vía de **mercado**, ya que los proyectos y la venta sobre plano suelen incorporar toda clase de expectativas, reales o no.

De este modo, una vez duplicada la sobreproducción, la base tributaria que alimenta al volumen de obra pública ha vuelto a duplicarse de nuevo gracias a los sobrepuestos duplicadores del valor asignado a las viviendas producidas. Este efecto empezó también en 1999 pero se amplificó sobretodo a partir de 2003 tras la llegada del euro. Los gráficos 3 y 4 son resultado de trabajos iniciados con la malograda Comisión de Estadística del ex-Ministerio de Vivienda y muestran esos aumentos inconsiderados de cantidades y precios.

Así se explica por qué el volumen de obra pública en España ha sido cuatro (y no dos) veces mayor que antes o incluso que ahora respecto a los países europeos o a Estados Unidos y Canadá.

En definitiva, los incrementos de cantidades y precios han generado crecientes excedentes de explotación en los balances de los agentes, excedentes de los que se han derivado beneficios extraordinarios para las empresas del sector incluyendo las de suelo, por supuesto. Las burbujas de cantidades y de precios han fomentado pues una burbuja de impuestos sobre valor añadido y sobre excedentes de sociedades, con la que

**VIVIENDAS EN VISADOS DE PROYECTO  
Y DE DIRECCIÓN DE OBRA**  
Últimos 12 meses. 1987-2010. España. CSCAE y Fomento

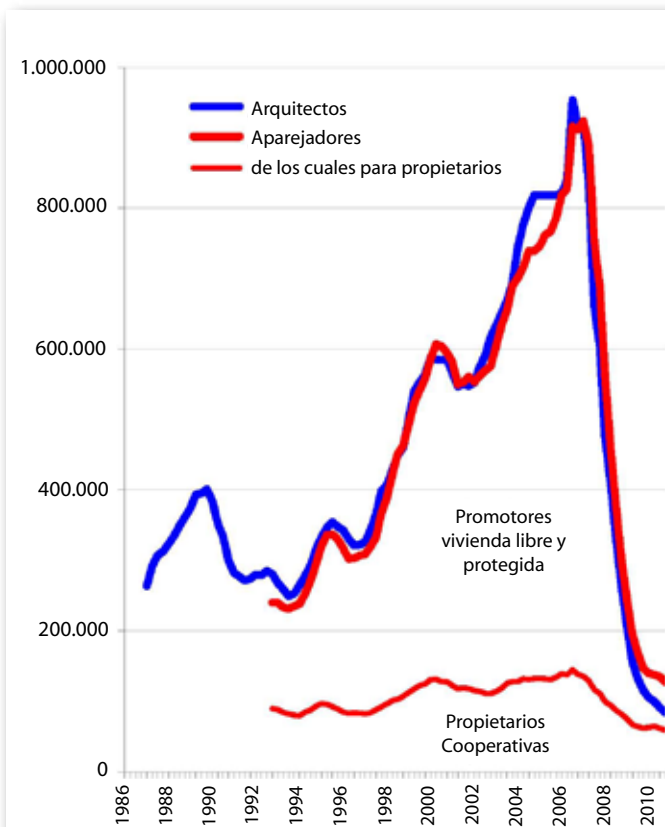


GRÁFICO 3

**PRECIO DE VIVIENDA EN EUROS/ M².  
TASACIONES, OFERTA, COMPRAVENTAS**  
Renta por hogar en índice ajustado a 1987. 1987-2010. España. Fomento

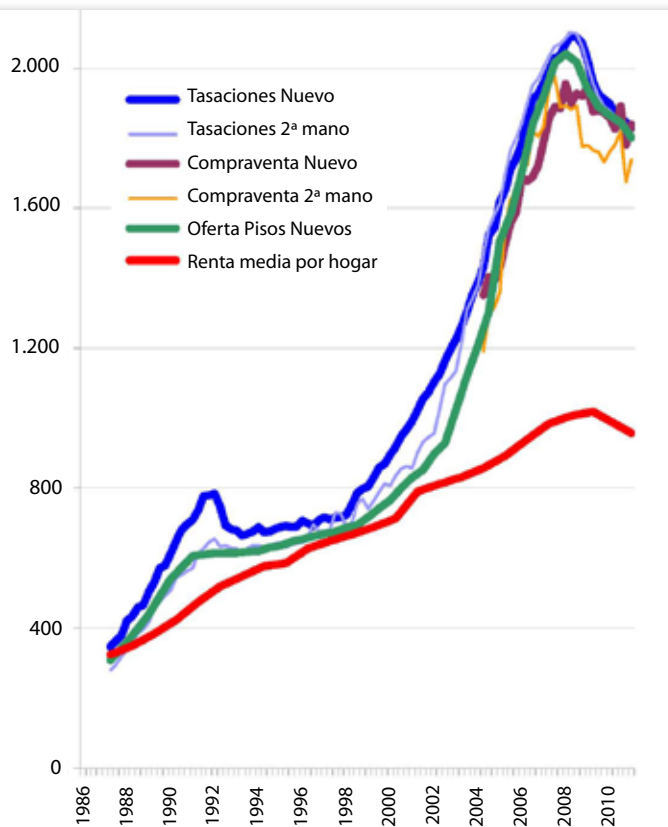


GRÁFICO 4

se ha podido financiar la también desproporcionada obra civil, sin necesidad de recurrir en ningún momento a la emisión de deuda pública -por lo menos para este fin- durante el período 1999-2007. Se entiende entonces por qué los gobernantes de ese país se hayan guardado bien de intervenir para desinflar sobreproducción y sobreprecios a pesar de transgredir las reglas europeas de las que hablaremos más adelante. De hacerlo se habrían privado del dinero privado "blanqueado" por la vía fiscal con el que han financiado su propio "milagro español".

Pero llega 2007 con el cierre del grifo privado de Frankfurt. Las piezas del dominó caen una tras otra y cuando hubiera sido prudente parar obras, o cuanto menos restringir la licitación de nueva obra civil, ésta se acelera incomprensiblemente al ritmo de una brutal emisión de deuda

pública, como muestra el gráfico 2. Y allí nos esperaba Bruselas, con efecto inmediato de desviar el debate desde la crisis de deuda privada hacia la crisis de deuda pública.

#### EN BUSCA DE LA FUENTE DE LIQUIDEZ

Sorprende la unanimidad política y social surgida entorno a todo lo ocurrido en España a lo largo de esos tres lustros que nos separan de Maastricht. Da la impresión incluso de que si se hubieran intercambiado las tornas electorales, el mismo guión hubiera seguido imperturbable: tal vez se nos esté ocultado algún "pacto de Estado" entre los componentes de un conglomerado de borroso contorno formado por financieros y demás agentes actuando con firmeza, al parecer con la venia política y siempre secundados por una prensa sometida.

Es más, esa unanimidad ha sido prácticamente compartida con el resto de Europa, por lo menos hasta 2007 inclusive, no obstante la evidente transgresión de numerosos principios de la ciencia económica, de la buena práctica financiera y, también allí, de la libertad de prensa<sup>11</sup>. Tal vez haya existido también algún “pacto entre Estados...”.

En todo caso, se ha logrado convencer a propios y extraños, de que si teníamos tanto dinero para lo privado como para lo público era porque éramos más ricos que antes y que aún lo seríamos más si participáramos en el negocio inmobiliario. En realidad, lo que el *conglomerado* ha conseguido es hacernos morder un anzuelo que ahora no nos suelta. Y como que, al parecer, eran los propios bancos extranjeros quienes nos ofrecían esos préstamos, la pregunta es: **¿de dónde los bancos europeos sacaron tanto dinero para prestarnos?**

Stock y deuda son las dos caras de una misma moneda. En definitiva, la actual crisis en España es debida al origen y mal uso de una financiación indebida de naturaleza monetaria, destinada a un sector no productivo inflado con falsas expectativas a golpe de información asimétrica. Peor no podía ser

La opinión general es que los países fundadores de Europa, principalmente Alemania, habrían producido más que consumido e invertido y que, por tanto, habrían acumulado ahorro que han ido colocando a aquellos otros países, ahora también europeos, reconocidos por su escasa propensión en la materia, entre los cuales España<sup>12</sup>. Previamente, dichos primeros países habrían provocado una burbuja de demanda residencial inicialmente turística, para luego orientar sus inversiones hacia el sector inmobiliario mediterráneo, en particular español<sup>13</sup>.

Sin embargo, algo no encaja en esa hipótesis. ¿Cómo países como Alemania, aún bajo la losa de la reunificación entre otras cosas, pueden haber ahorrado en tan poco tiempo y soltado alegremente a otros países de los que nunca se habían fiado antes, importes que se acercan a los trece dígitos? La misma pregunta puede hacerse para Francia, afligida por su déficit social y su incapacidad para llevar la oferta al necesario medio millón de viviendas año, amén de su retraso en la ampliación de infraestructuras. ¿Y cómo esos países habrían invertido en España ignorando que la inmensa mayoría de compradores de vivienda iban a ser los propios españoles, seguidos de lejos por los ingleses?

Entonces, si no ha sido ahorro, ¿qué respuesta dar a la pregunta planteada? Esta respuesta no puede ser otra que la **nueva liquidez**, como se desprende del dato del gráfico 1, clasificado por el FMI en *instrumentos monetarios* y no en mercados financieros, tal y como corrobora Donges (*op. cit.*). “España se está quedando con toda la liquidez generada por los bancos europeos para financiar su vivienda.”.

¿Ha sido normal ese tipo de transacción entre bancos acreedores europeos y bancos deudores españoles? Habría que referirse al régimen institucional de “conducta sujeta a reglas” (de corte neo-clásico), adoptado por la Eurozona. Al respecto, Donges<sup>14</sup> enuncia los objetivos monetarios de este régimen, que son el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, dado que la *inflación es un fenómeno monetario* (sic), y describe en 2004 sus reglas en forma de estrategia monetaria de referencia bipolar: un crecimiento de la masa monetaria M3 con valor de referencia del 4,5% y una tasa de inflación próxima al 2%. Ello significa que el aumento previsto de la masa monetaria debería acercarse en promedio al aumento del PIB, estimado en un 2,5%. Todos sabemos, sin embargo, que estas cifras han sido

ampliamente superadas por los grandes estados fundadores, con el efecto indeseable de haber convertido a sus bancos en los intendentes financieros de Europa.

Los préstamos de moneda nueva son baratos pero de muy corto plazo, distinguiéndose así radicalmente del mercado financiero, más caro pero de plazo mucho más largo, lo que le permite alimentar inversiones. Ello hace que muchos sueñen con invertir con “dinero de la máquina”. No deberían, puesto que no hay mejor manera de fabricar inflación y burbujas desde siempre, en cuanto la oferta se percata de que la demanda tiene más dinero en el bolsillo, no solo aumenta sus precios sino que provoca una carrera entre cantidades y precios, como hemos visto aquí -y en lugares documentados como París<sup>15</sup>- con el mercado de vivienda.

¿Ha habido acumulación indebida de deuda de liquidez en Europa? La respuesta es, sin duda, afirmativa. De hecho, algunos países la han fomentado incluso antes de Maastricht, aprovechado el tirón de un tipo favorable de cambio al euro y con la venia de sus antiguos bancos centrales. De esta forma, han aumentado artificialmente su parte en el reparto inicial de la nueva masa monetaria detentada por los doce países de la eurozona, una vez sus monedas fueron cambiadas al euro. Es lo que se observa en el gráfico 5 construido a partir de las *Estadísticas Financieras Internacionales* del FMI<sup>16</sup>.

En el gráfico 5, se observa un atávico crecimiento de la deuda de liquidez alemana, exacerbada entre Maastricht y Frankfurt, pero no después. Algo parecido ha ocurrido en Francia –e incluso en Italia- aunque esta vez la aceleración

**PARTICIPACIÓN EN MERCADOS MONETARIOS 12 PAÍSES (EXC. FIN & LUX.)**  
FMI. 36m+36n. En miles de millones de euros. 1991-2009

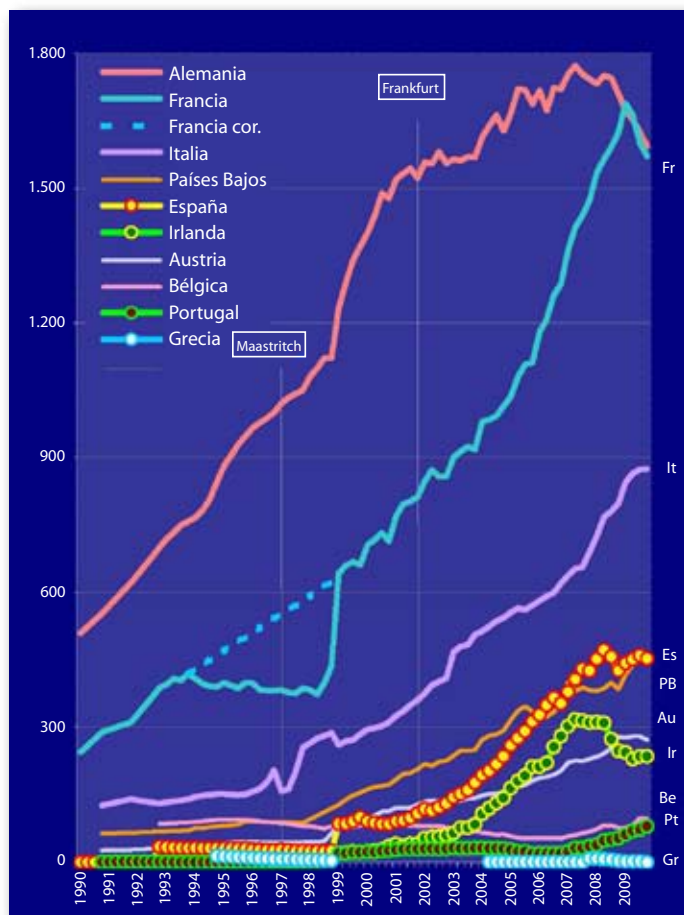


GRÁFICO 5

**PARTICIPACIÓN EN MERCADOS MONETARIOS 12 PAÍSES (EXC. FIN & LUX.) FMI y OCDE.**  
En porcentaje del PIB de cada país. 1991-2009



GRÁFICO 6





Si se demuestra que la  
acumulación  
previa de liquidez en  
moneda nacional por  
parte de ciertos países ha  
sesgado el equilibrio de  
entrada de los demás en la  
moneda única,  
entonces la cosa cambia

ha llegado justo después del euro y hasta bien entrada la crisis. Pero en España, Irlanda y Portugal, dicha deuda solo ha crecido tras la llegada del euro, lo que le hizo decir a Solbes que nos estábamos acercando a la media europea: ¡menudo consuelo!

Ese gráfico informa pues del peso relativo de la nueva liquidez en manos de los distintos países europeos. Sin embargo, no pondera el peso

relativo de las economías ni distingue la liquidez generada por la propia economía y aquella conseguida para otros fines. Por consiguiente, debe completarse la información recogiendo la evolución de la ratio entre dicha deuda y el incremento del producto interior bruto de cada país, evolución que debería adoptar configuraciones más horizontales.

Aquí se observa que, desde un punto de vista comparativo; es decir en relación con el propio PIB, tan solo el grupo formado por Alemania, Austria y Francia ha practicado políticas expansivas de liquidez antes de la adopción del euro. Al grupo se han unido los Países Bajos después de Maastricht mientras que Bélgica no ha cesado de devolver la suya. Ahora bien, después del euro, Alemania se ha estabilizado mientras que los demás países de grupo han continuado expandiéndose.

Al otro extremo, el grupo formado por España, Irlanda, Portugal -y también Italia-, que habían mantenido una ratio de deuda/PIB muy razonable antes del euro, la han incrementado de forma inconsiderada después, gracias precisamente a los préstamos monetarios procedentes del primer grupo. En definitiva, el primer grupo ha prestado al segundo parte del dinero que él mismo debe aún a sus antiguos bancos centrales (?). Por lo demás, solo España -y un poco Irlanda- posee buenos datos acerca del mal uso que se ha hecho de ese dinero, razón por la cual los gobiernos han intentado desacreditar la información relacionada e incluso ocultarla aquí y fuera de aquí.

#### CONCLUSIÓN

Es evidente que, por su torpeza y alguna que otra perversidad, España no podrá devolver parte de la deuda privada acumulada desde la llegada del euro, por lo menos en los términos iniciales acordados con sus acreedores europeos. Dado que en la materia los "deberes" prescritos a España no sirven de nada porque la competitividad se consigue a muy largo plazo, habrá que negociar, pero tal vez menos a la defensiva de lo que creíamos. Porque si se demuestra que la acumulación previa de liquidez en moneda nacional por parte de ciertos países ha sesgado el equilibrio de entrada de los demás en la moneda única, entonces la cosa cambia. Habrá que examinar las razones esgrimidas por los bancos de los países con moneda fuerte por las que, apenas implantado el euro, disponían de tales cantidades de crédito para prestar a los demás. [ ( ) ]

## NOTAS

---

1. Obviamente, no se trata de inversiones con participación al riesgo.
2. Véase *Observatorio Inmobiliario y de la Construcción*, 48, 52-59.
3. Antonio Elorza. "La protesta de Job", *El País* (19-05-11)
4. Véase [www.ricardoverges.com](http://www.ricardoverges.com) > Estadística y Previsión > Informes de Coyuntura del Consejo Superior de Colegios de Arquitectos de España, 1992-2006.
5. Desde los años 60, Grebler analizó el desequilibrio de los mercados inmobiliarios, especialmente con Mittelbach, con quien algunos de mis estudiantes de la Universidad de Montreal hicieron su doctorado en UCLA. Véase L. Grebler, F. Mittelbach (1979). *The inflation of house prices, its extent, causes, and consequences*. Mass.: Lexington.
6. EFP: Otras Entidades Financieras de Crédito
7. Estimación del modelo QDAM (*Quarterly Debt Accounts Model*), parcialmente financiado por el ex Ministerio de Vivienda. Tipo de interés proyectado: 6% fijo. Ese resultado significa que cada ciudadano debe en promedio unos 67.000 euros a los que deberían añadirse alrededor de 38.000 en concepto de intereses si los plazos fueran los mismos que los de las actuales hipotecas, por un total de 105.000 euros por persona.
8. Juergen Donges (2006). Entrevista. *El Economista*, 11 Julio, p. 24.
9. Véase *El Observatorio Inmobiliario y de la Construcción*, 46, 54-61.
10. El precio de las viviendas empezó aumentar debido al coste de los materiales importados, que en Japón son preponderantes. Pero al ver que la demanda continuaba siendo elevada, el aumento contagió también al mercado de segunda mano.
11. A partir de 2006, los directores de las dos principales revistas inmobiliarias francesas en las que había colaborado desde 2002, fueron cesados y mis artículos rechazados por la conocida vía del *silencio editorial*.
12. César Molinas (2010). "¿Quién quiere el rescate de España y por qué?" *La Vanguardia*. Véase Luís Garicano, 29/06/2010.
13. Ángel Gurría (200...).
14. Salvo honrosas excepciones, no parece que en España haya demasiados académicos que se extiendan sobre las teorías de Milton Friedman ni sobre la gestación de la moneda y el control de la masa monetaria por parte de los bancos centrales. Prueba de ello es que mi hija, que consiguió en 2009 su licenciatura en ciencias económicas en la Universidad de Sevilla, no ha recibido en sus clases suficiente información sobre teoría y práctica monetaria.
15. El mercado analizado por Joseph Comby es el de segunda mano en las transacciones notariadas. Su seguimiento a largo plazo en la revista *Etudes Foncières*, utiliza una función diacrónica de Marshall. La evidencia de espectaculares configuraciones en forma de boucle demuestra que las burbujas son observables.
16. Los conceptos utilizados en la estadística del FMI se refieren a la participación de los bancos agrupados por países en los mercados monetarios no financieros, ya sean subastas de dinero nuevo celebradas en el Banco Central Europeo (36m), ya sea su reparto en el mercado interbancario de Frankfurt (36n hasta 2009 y 36a después). Las series en euros de los países europeos han sido homogeneizadas a partir de 1999. Aún así, Finlandia y Grecia no transmiten datos o bien los que envían al FMI son poco significativos. Además, Luxemburgo es muy activo pero no comparable, dado que incluye a los deudores no residentes (36na en lugar de 36n). Recordar que los gobiernos no tienen acceso al mercado monetario. En cuanto a los mercados financieros, son ajenos a la inyección de liquidez y figuran en los conceptos 32d utilizados en análisis comparativos anteriores. Véase Vergés, R. (2002). *Crédit et marché du logement dans l'Union Européenne*. *L'Observateur de l'immobilier*, 53, 16-23.