



Revista de Geografía Norte Grande

ISSN: 0379-8682

hidalgo@geo.puc.cl

Pontificia Universidad Católica de Chile  
Chile

Daher, Antonio

Territorios de la financiarización urbana y de las crisis inmobiliarias

Revista de Geografía Norte Grande, núm. 56, diciembre, 2013, pp. 7-30

Pontificia Universidad Católica de Chile

Santiago, Chile

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=30029776017>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal

Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

# Territorios de la financiarización urbana y de las crisis inmobiliarias<sup>1</sup>

Antonio Daher<sup>2</sup>

## RESUMEN

¿La creciente financiarización y amplia movilidad geográfica de los capitales implica ubicuidad de los fondos inmobiliarios y demás fondos de inversión? ¿La globalización de las crisis económicas –detonadas también por la financiarización inmobiliaria– involucra la desterritorialización de las mismas? En otros términos, ¿hay ubicuidad o territorialidad en la financiarización de las ciudades y en las crisis inmobiliarias? La metropolización del PIB y de los sectores financiero e inmobiliario; la geográficamente selectiva movilidad de los capitales; la concentración metropolitana de los fondos inmobiliarios; el inequitativo desbalance interregional de los fondos de pensiones; la metropolización de las burbujas inmobiliarias y las crisis económicas; la geografía del contagio internacional de las mismas; y sus heridas y cicatrices socioterritoriales permiten afirmar que la financiarización no implica ubicuidad y que la globalización no involucra desterritorialización. Por el contrario, ambas, lejos de desdibujar las estructuras regionales y urbanas, han contribuido a agudizar la discriminación geográfica y la concentración, con un claro epicentro metropolitano.

**Palabras clave:** Metropolización; financiarización; crisis inmobiliarias.

## ABSTRACT

Does growing financialization and the widening geographic mobility of capital imply the ubiquity of real estate and other types of investment funds? Does the globalization of economic crises (unleashed by real estate financialization) involve the deterritorialization of these crises? In other words, is ubiquity or territoriality prevalent in the financialization of cities and of real estate crises? Responding to these queries is the objective of this research. The primary results include: the metropolization of GDP and the financial as well as real estate sectors; the geographically selective mobility of capital; the metropolitan concentration of real estate funds; the unequal inter-regional disequilibrium of pension funds; the metropolization of real estate bubbles and economic crises; the geography of the international contagion of these crises; and the corresponding socio-territorial wounds and scars. These results allow for the conclusion that financialization does not imply ubiquity, and that globalization does not involve deterritorialization. To the contrary, far from undoing regional and urban structures, these phenomena have contributed to worsening geographic discrimination and concentration, with a clearly metropolitan epicenter.

**Key words:** Metropolitanization , financialization, real estate crises.

<sup>1</sup> Artículo recibido el 29 de diciembre de 2012, aceptado el 12 de agosto de 2013 y corregido el 23 de agosto de 2013.

<sup>2</sup> Instituto de Estudios Urbanos y Territoriales, Pontificia Universidad Católica de Chile (Chile).  
E-mail: [adaher@uc.cl](mailto:adaher@uc.cl)

Las crisis económicas relacionadas o burbujas inmobiliarias –y estas a los procesos de financiarización de la ciudad– replantean los temas de la ubicuidad y territorialidad, afectando críticamente las dinámicas urbanas y regionales, con dramáticas consecuencias sociales y desafíos estratégicos para las políticas públicas y la planificación de las ciudades y territorios.

En el contexto de una relativa ubicuidad de los procesos de financiarización inmobiliaria y de la ciudad, esta investigación tiene por objetivo identificar algunos factores explicativos de las transformaciones urbanas y territoriales inherentes a dichos procesos y, en particular, a las crisis financiero-inmobiliarias asociadas a ellos.

La creciente urbanización de la economía y la doble concentración –económica y territorial– de los sectores inmobiliario y financiero en las metrópolis, fundamentan la relación entre los ciclos inmobiliarios y las crisis económicas detonadas por sus burbujas, dada la alta incidencia macroeconómica del sector inmobiliario y su rol articulador entre el sector financiero y la economía real. Antes de la última crisis –2008– las instituciones financieras y fondos de inversión inmobiliaria transnacionales encontraron en la financiarización y titulización una vía eficaz para su diversificación geográfica y distribución del riesgo hipotecario. Fue también la vía expedita del contagio de una crisis con ubicuidad financiera, aunque no social ni territorial.

A la urbanización creciente de la economía se suma una progresiva metropolización de los sectores inmobiliarios y financieros, y ciertamente también del poder político y, por ende, de la regulación –o desregulación– de tales sectores y de su producción urbana. La yuxtaposición de esta doble concentración, económica y territorial, se expresa en una verdadera “metromonopolización” financiero-inmobiliaria (Daher, 2013).

La relevancia macroeconómica metropolitana se constata en un reciente estudio que indica que el 80% de la población estadounidense vive en grandes ciudades (257 en el rango entre 150.000 y 10 millones de habitantes más las megaciudades de Nueva York y Los Ángeles que superan ese rango). En esas

259 ciudades se genera cerca del 85% del producto interno bruto (PIB) del país, proyectándose que contribuirían con más del 10% del crecimiento global del producto mundial de 2025, integrando un grupo internacional de 600 ciudades que aportarían el 60% del crecimiento del producto global en esa fecha (Manyka *et al.*, 2012). La “metropolización del PIB” –una tendencia creciente– se demostrará decisiva en la orientación de la inversión inmobiliaria.

Sin embargo, el mismo estudio constata que el patrón de crecimiento de la población y del producto de las grandes ciudades de Estados Unidos –y también a nivel intercontinental– nuestras importantes variaciones en el tiempo, no explicables solo por su composición sectorial específica, concluyendo que las ciudades más exitosas en crecimiento no corresponden a un modelo único. Esta diferenciación intermetropolitana exigirá una selectividad en la estrategia de diversificación geográfica de los fondos de inversión inmobiliaria.

En América Latina –y en el mundo emergente en general– con altas y crecientes tasas de urbanización y metropolización, la concentración de capital, trabajo y producción en las grandes ciudades, que representan hasta dos tercios de la población y la economía en varios países del área, hace de las metrópolis, más que un problema, el principal recurso nacional, la mayor capacidad instalada y el más importante potencial económico.

Pero también un problema, y para nada menor ni simple: porque el recurso metropolitano, absorbiendo gran parte de la inversión pública y privada, hace crisis, sin embargo, en todos los frentes: crisis de crecimiento, crisis sociales y deterioro de la calidad de vida, depredación y contaminación del medio natural.

Es difícil –y sería equívoco– hablar de crecimiento económico al margen de las grandes unidades económicas que son las metrópolis. Igualmente resultaría difícil tratar problemas sociales excluyendo los grandes conglomerados demográficos, sea en contraste con las demás regiones, sea porque en ellas tales problemas se agudizan y se expresan políticamente con fuerza. Poco probable parece tam-

bién atender los problemas ambientales sin hacer especial referencia a su especificidad metropolitana, tanto porque allí se hacen críticos algunos de ellos, cuanto porque afectan a sectores muy significativos de la población.

Si no es posible hablar de crecimiento, ni de equidad y bienestar social, ni de conservación y uso racional de recursos al margen de las metrópolis, entonces tampoco es posible hablar de desarrollo excluyendo las grandes ciudades.

Metrópolis más o menos eficientes condicionan los costos y beneficios privados y sociales de gran parte de la economía. Metrópolis más o menos equitativas afectan al bienestar y calidad de vida de mayorías crecientes de la población mundial.

Si el crecimiento y el desarrollo no son ubicuos y, por el contrario, corresponden a procesos hiperconcentrados e hiperlocalizados, la presunta ubicuidad financiera se verificará más bien como plena movilidad geográfica, pero también alta concentración territorial.

La inversión inmobiliaria acumulada refleja e ilustra esta concentración. En el caso de Chile, el Servicio de Impuestos Internos avalúa fiscalmente en US\$ 218.600 millones los bienes raíces no agrícolas del país en 2012 (*El Mercurio*, 9 de noviembre de 2012: B6). Con anterioridad, en un ejercicio de tasación de la capital de Chile realizado por el autor de este artículo, el avalúo comercial del área metropolitana de Santiago se estimaba en US\$ 160.000 millones. Ocho veces el PIB nacional o diez veces la deuda externa del país en esa época. Si Santiago vale eso, entonces sin duda ¡la capital es el capital! Y este, el recurso más escaso en los países en desarrollo, coexiste concentrado en el espacio con otro principal recurso, relativamente abundante: el trabajo. Porque la gran ciudad, millonaria en capital, también es varias veces millonaria en población.

Es una imagen similar, y refiriéndose a la crisis de 2008 en los dos mercados financieros más dinámicos y centrales, Nueva York y Londres, Marichal (2010), usando una expresión de Cassis, se preguntaba por los factores

comunes que desbarajustaron estas “capitales del capital”.

No casualmente economistas tan reconocidos como Stiglitz (2010) y Shiller (2009:121) afirman –el primero– que entre dos tercios y tres cuartos de la economía estadounidense estaban relacionados con la vivienda, mientras que el segundo, complementariamente, que “el mercado inmobiliario es uno de los activos más importantes, comparable en tamaño a todo el mercado de valores”. Siguiendo a Hervé de Carmoy, Ramonet (2009) indica que la riqueza total producida anualmente en la economía mundial es alrededor de 50 billones de euros, y el stock mundial de los bienes inmuebles es cercano a 75 billones.

La relevancia macroeconómica de la economía inmobiliaria da más razón a las constataciones anteriores. Por su alta contribución al PIB, por su fuerte participación en la inversión, por su amplio impacto en el empleo y en el gasto, el sector inmobiliario tiene un peso macroeconómico y estratégico superior. En efecto, si –como aconteció en la década pasada en la mayor economía– la inversión privada en vivienda llegó a representar más de un tercio de la inversión privada total (Foster y Magdoff, 2009) y sí el sector vivienda dio cuenta, al menos en un semestre, del cincuenta por ciento del incremento del PIB (Soros, 2008), entonces no cabe duda alguna de la determinante incidencia macroeconómica del sector inmobiliario. ¿Podría el sector financiero ser poco vulnerable –incluso sin la titulación– a tamaño realidad? ¿Podrían las crisis bancarias –antes y después de la titulación– no estar relacionadas con los ciclos inmobiliarios? En fin ¿podrían ser tales crisis menos agudas, más breves y menos graves de lo que han resultado ser? (Daher, 2012).

Cuando la deuda hipotecaria llega a ser casi equivalente al PIB de la mayor economía mundial (Foster y Magdoff, 2009); cuando los créditos con garantía hipotecaria llegan a ser mayores a su déficit en cuenta corriente (Soros, 2008); y cuando el monto total de títulos –incluidos los inmobiliarios– es comparable al de los bonos del Tesoro de los EE.UU. (Attali, 2009), entonces es más comprensible la mayor vulnerabilidad del sector financiero frente a los ciclos y burbujas del sector inmo-

biliario y, más aún, la mayor severidad, gravedad y duración de las crisis detonadas por él.

En una similar línea de reflexión, algunos especialistas (Roubini y Mihm, 2010; Cassidy, 2011), sostienen que el gran efecto macroeconómico de la economía inmobiliaria puede producirse vía mercado e inducirse vía políticas públicas, para prevenir o mitigar recesiones o francamente como medio de aceleración económica. Todo lo anteriormente expuesto hace inteligible el proceso contrario, es decir el enorme potencial del sector inmobiliario para producir, por sí mismo, recesiones económicas, incluso sin la concurrencia de derrumbes bancarios o financieros (Krugman, 2010), con el agravante de que sus ciclos recesivos prácticamente duplican en duración a los bursátiles (Reinhart y Rogoff, 2011) y suelen tener un mayor impacto financiero, en la inversión, el empleo y el consumo.

La responsabilidad de las políticas públicas en el desarrollo y las crisis del sector inmobiliario aparece muchas veces asociada a los procesos de desregulación y privatización. El liberalismo urbano, inspirado en el filosófico y sobre todo en el económico, es señalado habitualmente como una causa inmediata –junto a la financiarización– de las burbujas y crisis inmobiliarias.

Sobre la crisis subprime, detonada por las hipotecas titulizadas de la “vivienda social” norteamericana, no todos piensan que la desregulación es la responsable de la misma. Según Roubini y Mihm (2010), algunos analistas conservadores creen que fue el resultado de una acción excesiva del gobierno, no de una escasa: la legislación (con la colaboración de Fannie Mae y Freddie Mac) contribuyó a estimular el mercado de mayor riesgo (subprime) y la crisis final. Aunque tales autores no comparten esta argumentación, reconocen sin embargo que el Gobierno federal lleva tiempo promoviendo y subsidiando la propiedad inmobiliaria.

Con o sin acción del Estado, por desregulación o intervención del mismo, sea a través de políticas urbanas o monetarias, directa o indirectamente, la economía urbana y la economía inmobiliaria aparecen en cualquier caso estrechamente ligadas a la metropoli-

zación de la producción y de las finanzas, y ciertamente a sus procesos y períodos de auge y crisis. La ubicuidad asociada a la financiarización, lejos de desterritorializar tales procesos, los concentra geográficamente; en vez de deslocalizarlos, los metropoliza selectivamente: la economía y sus crisis, por lo mismo y aun cuando globalizadas, tienen epicentros metropolitanos.

Los resultados de esta investigación se presentan en tres capítulos: el primero está referido a la geografía de los fondos inmobiliarios y demás fondos de inversiones, constatando su tendencia concentradora y, en el caso de los fondos de pensiones, su inequitativo desbalance regional. El segundo trata de la financiarización y de la ubicuidad, la movilidad geográfica de los capitales, la formación de burbujas inmobiliarias, y del riesgo y contagio de crisis. En fin, el último capítulo se aboca a los territorios de las crisis, a su relación con los ciclos inmobiliarios y a su epicentro metropolitano.

La contribución de este artículo se da principalmente en el ámbito conceptual, a partir de una selección y revisión actualizada de la literatura especializada la que, aun cuando contempla referencias históricas y coyunturales e incluso antecedentes empíricos y estadísticos, apunta a confrontar e integrar aportes desde la teoría económica y los estudios urbanos y territoriales. En términos académicos, el texto acentúa la relación entre las crisis económicas y las inmobiliarias, enfatizando que estas últimas no son solo efecto de las primeras, sino muchas veces una de sus causas principales. Teóricamente, el artículo sostiene la tesis de que la “nueva” geografía económica no es otra que la de la securitización y las innovaciones de la ingeniería financiera que, lejos de la ubicuidad o la desterritorialización, emerge como una auténtica geografía de la financiarización.

## **Geografía de los fondos inmobiliarios**

La financiarización inmobiliaria y urbana, como medio de ampliación de la movilidad espacio-temporal de los capitales y, por ende, de globalización de los mismos, se nutre ciertamente de los recursos financieros de

los grandes inversionistas institucionales, la banca internacional, los fondos soberanos, los fondos de pensiones, las sociedades de inversión y, en particular, por su especificidad, de los fondos de inversión inmobiliaria y en infraestructura.

La creciente movilidad geográfica de capitales (Soros, 2008; Krugman, 2010; Reinhart y Rogoff, 2011) a escala global se ha demostrado como una de las causas que, con cierta regularidad y en conjunto con otras endógenas, incrementa la disponibilidad de créditos con intereses menores, el endeudamiento, el consumo y la especulación, con un efecto precio en los activos, sobre todo con los inmobiliarios y bursátiles (Roubini y Mihm, 2010). Los ciclos y burbujas en los respectivos mercados, de manera más o menos simultánea o secuencial, han sido la consecuencia más clara y constante de tales procesos. La crisis del sudeste asiático y más actualmente la de los Estados Unidos y España –entre otras– ilustran la vinculación de sus burbujas inmobiliarias con el ingreso de capitales externos sumado a otros factores crediticios locales (Shiller, 2009; Roubini y Mihm, 2010; Stiglitz, 2010).

La financiarización descrita llevó a que los excedentes de ahorro de Alemania, China y Japón y de varios países emergentes, se invirtieran adquiriendo deuda de Freddie Mac y Fannie Mae y otros títulos hipotecarios garantizados por tales entidades: “Todos estaban implícitamente garantizados por el Tesoro de Estados Unidos” (Roubini y Mihm, 2010:139). Los mismos autores señalan que los acreedores de ese país, en especial inversores e instituciones financieras europeas, fueron los grandes demandantes de productos titulizados, promoviendo la burbuja inmobiliaria.

Respecto de la crisis asiática, Marichal (2010) señala que la gran llegada de capitales impulsó alzas en las bolsas e inmuebles en países como Tailandia, Malasia, Indonesia y Filipinas, y una inflación de sus sistemas financieros. La crisis de los mismos y su vínculo con el real estate fue evidente (Hiang Liow, 2008).

Zanin (2011) reconoce que la crisis financiera mundial de 2008 afectó el boom inmobiliario que registraba Brasil en los años

precedentes, producto no solo del crédito inmobiliario sino del “billionario” ingreso de inversiones extranjeras a las grandes constructoras que abrieron su capital a partir de 2005, acelerando la compra de terrenos y la construcción.

“Uno de los cambios que ha tenido mayor incidencia en la actual revolución urbana es el generado por el aumento de las inversiones inmobiliarias privadas. Este incremento permite afirmar que las ciudades están viviendo una aguda intensificación de la mercantilización de desarrollo urbano” (De Mattos, 2007: 83). El mismo autor agrega que “el fenómeno solamente puede entenderse en el marco de la creciente movilidad del capital producido por la globalización financiera (en concomitancia con) la aplicación de políticas de liberalización económica, desregulación y apertura externa (y con las) estrategias de competitividad urbana y *city marketing*, mediante las cuales las autoridades de un número creciente de ciudades buscan, explícita y deliberadamente, atraer capitales externos” (De Mattos, 2007: 83).

En el contexto de la movilidad geográfica de capitales y de la apertura de los respectivos mercados, los fondos de inversión inmobiliaria vehiculizan muchas de esas colocaciones diversificando los portafolios y, supuestamente, disminuyendo los riesgos para los inversionistas. En las inversiones inmobiliarias destacan principalmente tres tipos de negocio: el desarrollo inmobiliario, el de rentas inmobiliarias y el de plusvalía, cada uno con su propia especificidad y perfil de riesgo/retorno. Por el grado de especialización requerida y por el tamaño de las inversiones, una opción de ingreso a estos negocios es a través de fondos de inversión, incluso para inversionistas institucionales y *family offices*. A pesar de las consideraciones de liquidez, las inversiones inmobiliarias puedan ayudar en la diversificación de los portafolios de inversión y reducir la volatilidad por su baja correlación con los activos tradicionales. La creciente necesidad de descorrelación es consistente con la tendencia mundial a incrementar la exposición a inversiones inmobiliarias de los portafolios de inversionistas institucionales: en Estados Unidos y el Reino Unido ellas representan el 7, 3% de los mismos (Entorno & Retorno, 2011).



Le Fur (2006) reseña que los fondos inmobiliarios incluyen sociedades de inversiones y sociedades destinada a generar plusvalías (*developer-traders*), y que en algunos países invierten solo en bienes inmobiliarios nacionales (como en Suiza) o en nacionales e internacionales (ej. Países Bajos). Agrega que ciertas sociedades invierten solo en el sector inmobiliario residencial o solo en el inmobiliario empresarial y otras en ambos. Especifica que en algunos países (como Alemania) los fondos inmobiliarios están exentos de impuestos. En referencia al desarrollo de tales fondos, dicho autor constata que, a nivel global, su número creció de 124 en 1983 a 431 en 1995, alcanzando a 1.000 en 2002, correspondiendo cerca del 40% a Europa, un tercio a Asia y algo más del 20% a América del Norte. La mitad de tales fondos en 2006 estaban diversificados sectorialmente; un 20% especializados en el sector inmobiliario comercial, un 16% en el residencial y un 11% en el de oficinas. Significativamente, más del 75% de los fondos efectuaba inversiones inmobiliarias exclusivamente domésticas o locales.

A propósito de la concentración geográfica de las inversiones de los fondos inmobiliarios, Le Fur (2006), revisando la experiencia internacional, verifica que en los Estados Unidos la mayoría de los Real Estate Investment Trusts (Reits) se especializaba geográfica y económicamente; que las Property Companies inglesas concentraban sus inversiones en un sector o en una región particular, aunque la mayoría lo hacía en inmuebles del centro de Londres o en los alrededores de la capital; que los Fonds de Placement Immobiliers (PPI) suizos, concentrados en el sector residencial, geográficamente localizaban sus colocaciones en las cinco principales ciudades suizas; y que en Hong Kong y Singapur se registra una doble concentración, asociada a la restricción de territorio y a la oferta inmobiliaria limitada, y además a la alta localización de actividades globales: no casualmente la capitalización de las sociedades inmobiliarias en Hong Kong representaba cerca del 40% de la capitalización total de su bolsa de valores.

En relación a los fondos de pensiones suizos, Theurillat et al. (2010) verificaban que cerca del 15% de los mismos estaba invertido en propiedades en el período 1992-2004.

Tales fondos disponían de la opción de una gestión directa de compra y administración de sus portafolios de inversión, o bien de adquisición de cuotas o acciones mediante diversos vehículos de inversión. La primera alternativa suponía un *staff* profesional experto en los fondos, y una cierta dispersión regional en las adquisiciones. En el segundo caso, los fondos eran meros inversionistas con criterios de mercado tales como utilidad, diversificación, riesgo y liquidez, con un foco concentrado en las principales ciudades del país. Se pasa de una visión de comprar y esperar a otra de comprar y administrar. Un canal puede describirse como directo y no financierizado y el otro como indirecto y financierizado. Según tales autores, los fondos de pensiones se han convertido en uno de los principales actores e inversionistas en los mercados inmobiliarios, y sus decisiones resultan decisivas tanto en términos territoriales –comunales, regionales, urbanos– cuanto sectoriales –propiedades comerciales, habitacionales, etc.– produciendo o acentuando disparidades espaciales con un impacto en la economía real y en su geografía.

Daher (1995a) analiza tempranamente el efecto concentrador de los fondos de inversión inmobiliaria en Chile –creados por ley en 1989– en relación a su rol en el mercado inmobiliario y a su impacto en el desarrollo territorial. Demuestra que, en términos de demanda, un 75% de los activos inmobiliarios de los fondos se orienta al sector empresarial y solo el 25% restante al habitacional. Verifica además que, territorialmente, casi el 90% de las inversiones se concentra en la región metropolitana y dos tercios de ella se localizan en sus comunas de mayores ingresos. Cattaneo (2011) llega a conclusiones muy similares, en un estudio hecho para Santiago de Chile quince años después, confirmando así las tendencias detectadas al inicio de la acción de los fondos de inversión inmobiliaria. Ya en 1995 se constataba el enorme potencial de crecimiento de los fondos de inversión inmobiliaria, afirmándose que “estos pueden llegar a posicionarse estratégicamente tanto en la demanda como en la oferta inmobiliaria, comprometiendo a su vez la intermediación bancaria y financiera (y) afectando geográfica, económica y socialmente las oportunidades de desarrollo” (Daher, 1995a: 18).

Cattaneo (2011:19-20) sostiene que “el comportamiento del mercado habitacional metropolitano (de Santiago) revela la influencia creciente de las decisiones y de los arbitrajes de los operadores del mercado de capitales sobre este sector”, comprobando un acentuado sesgo metropolitano en las colocaciones de los fondos inmobiliarios, con una alta selectividad geográfica en sus inversiones, que presentan una concentración territorial del 90% en solo diez comunas, de las cuales las primeras cinco representan casi dos tercios del total.

Theurillat (2009) constata que, en el contexto de la creciente globalización, las instituciones financieras están invirtiendo en proyectos de gran escala localizados en las metrópolis –dado que las inversiones están estrechamente correlacionadas con la jerarquía urbana– y, dentro de ellas, en determinadas áreas o distritos. De acuerdo a la lógica de portafolio management, las inversiones se diversifican sectorial y territorialmente.

Lorrain (2008), en una investigación sobre los fondos privados de inversión –relacionando la industria financiera y las infraestructuras– concluía que tales fondos se caracterizaban por el eclecticismo de su portafolio de activos y por la rotación de los mismos, representando así un “conglomerado inestable”: conglomerado, por la nula complementariedad en el conjunto de firmas; inestable, porque los activos no permanecen largo tiempo en su portafolio. Con un “corazón” netamente financiero, tales conglomerados recibían una buena evaluación de la banca de inversión trabajando estrechamente con ella e invirtiendo inmobiliariamente en esparcimiento, parques temáticos, hoteles, casinos, etc., contribuyendo así a la producción urbana bajo una forma distinta a la de los servicios regulados.

Nappi-Choulet (1999) hace una síntesis sobre marketing y estrategia inmobiliaria –específicamente en relación a oficinas, centros comerciales, hoteles– explicando las restricciones de localización y la particularidad de su gestión financiera. Ciertamente a las condiciones propias de la normativa urbana se suman los factores de economía de localización.

La transformación de las áreas centrales por los agentes inmobiliarios ha generado una nueva morfología urbana con consecuencias socioespaciales. En el caso de Santiago, Hidalgo (2011) destaca la renovación urbana y los planes de repoblamiento mediante subsidios, la transformación del comercio, la promoción y consolidación de centros universitarios y barrios bohemios, y la latinización y el renacimiento de los “conventillos” por inmigrantes.

La relación entre los fondos de inversión inmobiliaria y los fondos de pensiones –de gran potencial financiero y alta significación social– se traduce en impactos urbanos convergentes y agregados que confirman que la financiarización acusa un fuerte sesgo concentrador metropolitano, con graves consecuencias de inequidad regional y –paradójicamente– de regresividad social en la inversión de los fondos previsionales.

Estudiando la organización espacial y las implicaciones del sistema de fondos de pensiones del Reino Unido –uno de los principales circuitos de capital financiero en la economía nacional– Martin y Minns (1995) tempranamente descubrieron que dichos fondos eran canalizados y controlados por instituciones financieras del sudeste del país, y más aún, eran invertidos primariamente en compañías y organizaciones localizadas en la misma región. La conclusión del estudio era radical: el sistema de fondos de pensiones del Reino Unido, que extraía aportes a través de las regiones de todo el país, centralizaba su administración e inversiones en una sola región. Por el contrario, y en relación a los fondos de pensión de los empleados estatales de Massachusetts, Hagerman, Clarck y Hebb (2006) destacan que por décadas invierten en el crecimiento económico de ese estado, principalmente en Boston y ciudades cercanas, revitalizándolas y beneficiando a la economía local, a través de un proceso transparente y riguroso de selección de inversiones urbanas.

En una investigación sobre los territorios del capital bancario y previsional en Chile, se analiza la distribución territorial del capital financiero, constatándose que “la transferencia geográfica de capitales –que determina la existencia de regiones captadoras y coloca-



doras netas— revela una no correspondencia entre la geografía financiera y la del producto. La conducta territorial de esos recursos de capital —sea intermediada o desintermediada— confirma una reasignación sectorial y regional de factores asociada a la apertura económica y al dinamismo exportador”. Concluye el estudio que “la inconsistencia entre la geografía financiera y la geografía histórica de la producción (...) es, en rigor, más que una asimetría espacial, una asincronía que tiende a ajustarse en el largo plazo, en la medida de la maduración de las inversiones y de la consolidación del nuevo modelo” (Daher, 1995b: 55).

Paulré (2011) señala que las presuntas consecuencias del incremento de los fondos de pensiones —considerados por algunos como los principales responsables de las mayores transformaciones del mundo industrial— incluirían la financiarización de sus empresas y/o de sus estrategias y la transformación de sus normas de gestión, reflejando una penetración muy profunda de lógicas esencialmente financieras en su funcionamiento e inversiones. Agrega Paulré que ciertos analistas destacan la injerencia de los accionistas institucionales —incluidos los fondos de pensiones— en el “activismo” en las empresas.

Así pues, a la no correspondencia entre la geografía financiera y la del producto —y a la reasignación territorial y sectorial de los recursos de capital implícita en ella— se suma la inclusión de lógicas financieras en los modelos de gestión y en las estrategias empresariales. Es decir, se produce un doble impacto, a nivel macroeconómico —en el primer caso— y en las unidades microeconómicas, en el segundo. Una referencia ilustrativa de este último condicionamiento, en línea con Paulré, se encuentra en Lencioni (2011), quien señala que la novedad en los condominios industriales —generalmente localizados en el entorno de las principales metrópolis— reside en la condición jurídica que asume la propiedad inmobiliaria que acoge a la producción industrial, afirmando que hay una sobredeterminación del capital inmobiliario en el capital industrial y en sus decisiones de localización.

Constatando que las necesidades de inversión en infraestructura son crecientes y

que el financiamiento de sus proyectos por el sector privado se ha desarrollado en todo el mundo, Inderst (2009) verifica que los fondos de pensiones incrementan sus posiciones en ese dominio —infraestructura económica, de transporte, social, sanitaria...— aconsejando sin embargo prudencia frente al volumen, riesgo y rendimiento de estos muy diversificados activos, asociados potencialmente a problemas jurídicos y de propiedad, ambientales, reglamentarios y políticos.

Las recientes crisis económicas, en especial la asiática de fines de los noventa y la subprime que aún afecta a las economías de distintos continentes, han demostrado sin embargo que los riesgos mayores provienen principalmente de los sectores financiero e inmobiliario, y de su articulación, multiplicación y difusión global a través de la financiarización.

## Financiarización y ubicuidad

La financiarización es definida por Corpataux y Crevoisier (2005) como la construcción de la movilidad /liquidez del capital. La movilidad y liquidez del capital inmobiliario, en bienes raíces, físico y fijo, no “transable”, no siempre divisible, parecía un desafío mayor, si no imposible, antes de la expansión de la financiarización.

De acuerdo con Harvey, Theurillat (2009) reconoce su aporte pionero en visualizar el rol central del sistema bancario en la creación de la movilidad y en la urbanización del capital, y consecuentemente en el cambio desde una *managerial urban governance* hacia una *entrepreneurial urban governance*. El mismo autor indica que la financiarización de las ciudades se facilita además por los procesos de liberalización urbana tales como la privatización y cooperación público-privada y la externalización inmobiliaria, separando la lógica económica de la financiera en la gestión urbana, y transformando sus activos reales en activos financieros-móviles y líquidos-transables en los mercados de valores. Reinhart y Rogoff (2011:234), siguiendo a Philippon, expresan que “la titularización permitió que los consumidores estadounidenses transformaran activos inmobiliarios tradicionalmente ilíquidos

dos en cajeros automáticos, lo que significó una reducción en el ahorro”.

El ambiente o medio construido es hoy un activo financiero entre otros –bonos, derivados, valores– que hace posible la diversificación de cartera de los inversionistas financieros. Expuestas a la movilidad del capital, las ciudades deben ofrecer condiciones de inversión atractivas a los inversionistas interesados en edificios e infraestructura indispensable para la competitividad urbana (Theurillat, 2009).

Shiller (2009), postulando la conveniencia de nuevos mercados para el sector inmobiliario, insiste que cada vez es más necesario un mercado verdaderamente líquido, ilustrando con la experiencia de creación de mercados de futuros sobre el precio de la vivienda unifamiliar por parte de la Bolsa Mercantil de Chicago. Recordando que el mercado inmobiliario es uno de los activos más relevantes –equivalente a todo el mercado de valores– postula que debería constituirse en un factor primordial de diversificación para los gestores de carteras de valores.

Lorrain (2008) les reconoce a los fondos de inversión tres aportes: globalmente, estos actores financieros aumentan la fluidez de los intercambios; hacen equivalentes –con una visión global– firmas operando en sectores y países diferentes; consecuentemente, hacen comparables y ponen en competencia a todas las firmas, tensionando todo el sistema de ventajas comparativas. Entre las críticas, destaca su rol entre la intermediación financiera y la economía real, desvinculando los instrumentos financieros de los activos reales, y determinado, por su gran volumen, los precios y la orientación de los capitales hacia los sectores sostenidos por dichos actores, impactando la economía real. Sin embargo, dada la creciente, profunda y compleja relación entre las economías real y financiera, Mezzadra (2011) plantea que en las últimas décadas la distinción entre “economía real” y “economía financiera” no posee ningún fundamento. El sector inmobiliario, con la financiarización, se ha convertido precisamente en uno de los principales articuladores entre ambas. “La creciente liquidez y movilidad reduce el riesgo creado por la inmovilidad del capital real,

y otorga a los agentes (*players*) del mercado la opción de salirse de sus inversiones en cualquier momento”; sin embargo, “la alta concentración geográfica de tales inversiones puede intensificar una burbuja inmobiliaria, de igual forma en que ellas contribuyeron a la escalada del mercado de valores en los noventa, invirtiendo considerables sumas en acciones” (Theurillat *et al.*, 2010: 192 y 209).

Según estos mismos autores, una nueva geografía económica de las finanzas está emergiendo, con la caída de los canales financieros regionales y la concentración de la actividad financiera en los principales centros de los países. El creciente poder de los inversionistas institucionales contribuye así a incrementar los desequilibrios regionales. La transición a una economía de mercado financiera favorece ciertos tipos de espacios (centros financieros) y ciertos tipos de inversionistas (grandes compañías y agentes financieros) a expensas de otros. Como paradoja, la movilidad instantánea a través de grandes distancias, lejos de descentralizar, centraliza los mercados financieros ahora intensivos en tecnologías informáticas. “La industria financiera es al capital lo que la industria del transporte es para las personas y bienes: unifica mercados, hace comparable los productos y, como resultado, incrementa la competencia a la vez que hace posible economías de escala y la centralización y concentración del poder económico”... “La financiarización centraliza la administración de la economía en un número de centros financieros y favorece la concentración de la inversión en las mayores ciudades” (Theurillat *et al.*, 2010: 208).

En relación a esta dinámica, Corpataux *et al.* (2009), expresan que el tránsito desde el capital real (como edificios e infraestructuras) al financiero, exige que el control del capital real se formalice mediante su securitización (*equity and shares*); exige también un ambiente institucional-legal que promueva su movilidad y rentabilidad; además, tecnologías de información y comunicación; e instituciones de intermediación expertas.

Uno de los principales instrumentos ingenieriles financieros para mover lo inmóvil y licuar lo ilíquido fue la titulización inmobilia-

ria. En efecto, la titulización, ampliando casi ilimitadamente la transabilidad hipotecaria (Ramonet, 2009; Roubini y Mihm, 2010), y por ende la liquidez de activos natural o tradicionalmente poco líquidos y de altos costos de transacción, constituyó, más que una sola innovación de ingeniería financiera, una verdadera revolución inmobiliaria. Conviertiendo capitales reales en capitales financieros (Corpataux *et al.*, 2009), la titulización permitió de modo radical la financiarización del sector inmobiliario, otorgando amplia movilidad a activos casi por definición inmóviles. Ello no solo hizo posible una mayor participación hipotecaria en las colocaciones de los fondos de inversión, de pensiones y de seguros, sino que también permitió un mayor endeudamiento hipotecario, multiplicando la deuda de los hogares y del sector privado en general. La titulización, incrementando su transabilidad y liquidez, financiarizó al sector inmobiliario a la vez que “inmobiliarizó” al sector financiero (Daher, 2013).

La titulización fue una de las transformaciones más relevantes: los bancos prestamistas hipotecarios seguían la fórmula tradicional de “originar para mantener”, conservando el banco la hipoteca originada. Con la titulización, “los activos elegidos como hipotecas podían ahora agruparse y transformarse en activos líquidos con los que se podría negociar en el mercado abierto (...). Con el tiempo, otros organismos gubernamentales como Freddie Mac y Fannie Mae entraron en el negocio de la titulización. También lo hicieron los bancos de inversión, las corredurías e incluso los constructores inmobiliarios (...) Distribuir los préstamos a los más capacitados para cargar con el riesgo (fondos de inversión, aseguradoras y otros inversores institucionales) podía reducir el riesgo de que se produjera una crisis financiera sistemática. La filosofía de “originar para distribuir” sustituyó a la de originar para mantener” (Roubini y Mihm, 2010:110-112).

Krugman sin embargo le reconoce autoría sobre la titulización a Fannie Mae: “La titularización de las hipotecas de vivienda, reunir grandes paquetes de hipotecas y luego venderles a inversionistas acciones en los pagos que hacen los prestatarios, no es una práctica nueva. De hecho fue una idea pionera de Fannie Mae, la agencia de préstamos

respaldada por el gobierno (...) Sin embargo, hasta la gran burbuja de la vivienda la titularización estaba más o menos limitada a las hipotecas de primera (...) y los compradores de títulos respaldados con hipotecas sabían más o menos lo que estaban comprando” (Krugman, 2010:154-155).

La complejidad de los nuevos productos financieros tuvo un rol tan importante en la crisis de 2008 como la falta de transparencia. Los derivados –su valor deriva de otro activo– estaban entre las innovaciones de las que sentían orgullo los mercados financieros. Sin embargo, nadie entendía plenamente sus implicaciones de riesgo. Los bancos, aun teniendo información, no podían comprender su propia posición financiera (Stiglitz, 2010).

La titulización presentaba una gran ventaja: permitía repartir el riesgo. Pero tenía también una gran desventaja al hacer más imperfecta la información. Los costos de esta fueron infinitamente mayores que los beneficios de una mayor diversificación: produjeron enormes cantidades de “hipotecas basura” (Stiglitz, 2010).

Los fondos de cubrimiento tenían habitualmente activos a corto plazo seguros y líquidos, y activos a largo plazo arriesgados e ilíquidos –incluyendo títulos hipotecarios o derechos indirectos sobre finca raíz, vivienda e inmuebles en general–. “Para muchos activos ilíquidos los mismos fondos eran el mercado; cuándo todos intentaron vender al mismo tiempo– no había otros compradores”. En 1998 en Estados Unidos “los títulos comerciales respaldados con hipotecas, los instrumentos financieros que indirectamente financian la mayor parte de la construcción de finca raíz no residencial, no podían venderse en absoluto” (Krugman, 2010:140-141).

Lorrain (2008) sostiene que la gran sofisticación financiera conduce tanto a una dilución de los riesgos como también a su difusión en caso de crisis mayores. La titularización, a su vez, fragmentando, atomizando y dispersando el riesgo hipotecario (Roubini y Mihm, 2010; Stiglitz, 2010) lo minimiza para algunos y lo endosa e incrementa para muchos, potenciando un efecto contagio incommensurable. Sin causar las crisis por sí misma,

la titulización las maximiza. Esto confirma que “las recurrentes crisis han demostrado la insuficiencia del concepto e instrumental de evaluación del riesgo-país. El riesgo es cada vez más propio de regiones supranacionales. La misma globalización, y los acuerdos de libre comercio y demás procesos de integración regional supranacional contruidos sobre una base geográfica común, acentúan la vulnerabilidad y facilitan el contagio de las crisis al hacer más permeables las economías y diluir las fronteras nacionales” (Daher, 2004:85).

La innovación, complejidad y riesgo de los instrumentos financieros se hizo patente en la crisis 2008 y en su posterior difusión global, “el origen de todo lo marcó el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, al derrumbarse los precios de la vivienda por la saturación del mercado, situación que se hizo patente ya en el primer trimestre de 2007 en EE.UU.” (Tamames, 2009: 14). Explica el mismo autor que la clave de la crisis fue la hiperexpansión del crédito, generada por la práctica de los bancos de empaquetar o titularizar (*slicing and dicing*) los préstamos hipotecarios para obtener créditos de los bancos de negocios, fondos de inversión, *hedge funds* y otros inversionistas, mediante CDO (*collateralised debt obligations*). Estos CDO se difundieron velozmente y, “entre 2000 y 2006, su emisión anual, solo en EE.UU., pasó de 250.000 millones de dólares a tres billones, es decir se multiplicó por doce” (Tamames, 2009:15).

Entre los instrumentos financieros más comunes estaban las hipotecas con “trampa”, con interés inicial por debajo del mercado y refinanciamiento incremental posterior. Las hipotecas fueron muy asequibles para quienes tenían indicadores bajos de crédito (hipotecas *subprime*). Los Alt-A, conocidos como “préstamo del mentiroso”, concedidos contra escasa documentación, y los créditos “ninja” (“no job, no income, no assets”) se hicieron frecuente con acuerdo de los agentes y prestamistas hipotecarios. La titulización creaba valores “sintéticos” que simulaban los riesgos de valores reales multiplicándolos más que la oferta del mercado. Los bancos liquidaron sus hipotecas de mayor riesgo convirtiéndolas en obligaciones de deuda con garantía (CDO, sigla en inglés), valores que a su vez eran sucesivamente fraccionados y reproducidos sinté-

ticamente con distintos tramos de riesgo. Los *hedge funds*, legalizados a inicios de 2000, actuaron como compañías de seguro sin licencia para muchos de los valores sintéticos. Los *credit default swaps* (CDS) –iniciados en los 90 como instrumentos interbancarios europeos para transacciones de fracciones de crédito y diversificación de cartera– alcanzaron valores nominales del orden de 42 billones de dólares, superando a los 18,5 billones de capitalización de la bolsa estadounidense y, por lejos, a los 4,5 billones del mercado financiero de dicho país (Soros, 2008).

Krugman (2010) considera que la burbuja de la vivienda fue aún más injustificada que la de las acciones de la década anterior, con el agravante, según el mismo autor, de que la vivienda es más importante que la bolsa, en especial para las familias de clase media cuyas casas son su mayor activo. ¿Qué justificaba una burbuja de la vivienda? Las bajas tasas de interés hicieron subir sus precios y los prestamistas relajaron sus estándares porque creyeron en los precios cada vez más altos de la vivienda, y también porque no se preocuparon por la calidad de sus préstamos puesto que no se quedaron con ellos, vendiéndolos a inversionistas que no entendían lo que compraban: “La innovación financiera que hizo posible la titularización de hipotecas con tasas no preferenciales (*subprime mortgage*) fue la obligación de deuda colateral o CDO (...) Una CDO ofrecía acciones en los pagos de un paquete de hipotecas, pero no todas las acciones fueron creadas iguales. En vez de ello, unas acciones eran privilegiadas, y tenían derecho primero a los pagos de las hipotecas (...) y entonces las agencias de clasificación estuvieron dispuestas a clasificar con AAA a algunas acciones privilegiadas en CDO, aun cuando las hipotecas subyacentes eran bastantes dudosas” (Krugman, 2010: 155).

Haciendo historia, Cassidy (2011) señala que las cosas empezaron a cambiar cuando las financieras comenzaron a emitir segundas hipotecas a personas a quienes los prestamistas primeros negaban otro crédito. Así por ejemplo Beneficial Finance tenía emitidos más de 4 billones de dólares en segundas hipotecas en 1979. El mismo autor recuerda que, a comienzos de los noventa, surgió una fuente más barata y confiable de

financiamiento, bajo la forma de *warehouse loans* otorgados por bancos de Wall Street que ingresaban al negocio de agrupar hipotecas *subprime* transformándolas en títulos garantizados por hipotecas residenciales (RMBS) y obligaciones con garantías reales (CDO). Las nuevas obligaciones hipotecarias *subprime* fueron conocidas como títulos hipotecarios privados, diferenciándolas de las obligaciones hipotecarias públicas que tenían garantía de Fannie Mae y Freddie Mac. John Cassidy agrega que, a medidas que la burbuja inmobiliaria crecía, el préstamo hipotecario *subprime* típico se hacía cada vez más arriesgado, constatando que en 2001 el valor medio de una hipoteca de ese tipo era algo más de 150 mil dólares, mientras que en 2005 alcanzaba casi a los 260 mil. El mismo autor indica que, en medio de la crisis, con un mercado fracasado incapaz de emitir señales de precios, el problema de información era tan grave que muchas instituciones financieras no sabían cuánto valían las hipotecas *subprime* que poseían.

A inicios del 2000, los bancos “dividían en créditos más arriesgados, en especial los *subprime*, en función del nivel de riesgo y los reunían en paquetes: los RMBS (*residential mortgage-backed securities*), los *equity* (los más arriesgados), que algunos *traders* denominaban *loss money*, los *mezzanine* (intermedios), los *seniors* y los *superseniors* (AAA). Después revendían estos paquetes en el mercado como obligaciones” –a los ahorradores institucionales de todo el mundo, y en particular a los *hedge funds off shore*–. “Estas operaciones se denominan titulización (posible gracias a las nuevas tecnologías, los modelos matemáticos e internet) y alcanzaron rápidamente el éxito, por la rentabilidad prometida” (Attali, 2009: 50-51). Este autor agrega que “Freddie Mac y Fannie Mae hicieron lo mismo: conservaron una parte de los créditos hipotecarios en sus balances y revendieron los otros en forma de RMBS”.

Otros agentes también asumieron importantes riesgos y responsabilidades. En los últimos treinta y tantos años surgió el “sistema bancario en la sombra”, según la denominación original de Paul McCulley (Roubini y Mihm, 2010). Estos autores señalan que este sistema está integrado por instituciones financieras que parecen bancos y actúan como ta-

les, pero no están reguladas como los bancos. La mayoría de dichas instituciones o bancos en la sombra tomaban dinero prestado en mercados líquidos a corto plazo y lo invertían en activos ilíquidos –incluyendo suelo e inmuebles– a a largo plazo con un desajuste en los vencimientos y vulnerabilidad ante el pánico bancario.

La banca de inversión, por su parte, también incrementó su riesgo. En 2002, los mayores bancos de inversión tenían un apalancamiento de 29 a 1: una caída del 3% en el valor de sus activos los haría desaparecer. Sin embargo, luego de 2004, algunos aumentaron su apalancamiento de 40 a 1 (Stiglitz, 2010).

Entre los actores responsables, los *hedge funds* constituyeron una paradoja. Según Krugman (2010:126) “los fondos de cubrimiento de riesgo no cubren. En efecto hacen más o menos lo contrario. Según el diccionario Websters, *Hedge* significa “tratar de evitar o disminuir las pérdidas realizando apuestas, inversiones y otras operaciones que hagan contrapeso entre sí” (...) Por el contrario, lo que hacen los fondos de cubrimiento es precisamente sacarle el mayor provecho a la fluctuaciones del mercado”.

Tamames (2009), siguiendo a Richard Bitnes, destaca que los *brokers* o gestores bancarios fueron muy propensos a acoger prestatarios de alto riesgo por los incentivos de jugosas comisiones. Algo análogo sucedía con las infladas tasaciones de los tasadores de los bienes a hipotecar y con las agencias de *rating* de las emisiones de bonos. Todos querían ganar más en toda la cadena. Las agencias calificadoras de los productos hipotecarios otorgaban persistentemente puntuaciones máximas (AAA) a productos que resultaron muy vulnerables, ya que las mismas agencias creían que la burbuja no estallaría. Además las agencias reguladoras incumplieron el ordenamiento de una dinámica de préstamos agresivos (Shiller, 2009). Las agencias de calificación de créditos deberían haber dado la alarma, pero tenían incentivos –buenas comisiones y promesas de negocios futuros– para, por el contrario, otorgar altas calificaciones (Roubini y Mihm, 2010). Los mismos autores apuntan a una cuestión fundamental: la propensión generalizada a asumir riesgos, bajo el supuesto de externa-



lizar los costos de los mismos: la clave es el concepto de riesgo inducido o “riesgo moral”, es decir, la mayor disposición a asumir riesgos –que normalmente se eludirían– simplemente porque se sabe que otros se harán responsables de las consecuencias negativas o del rescate.

Roubini y Mihm (2010) plantean, siguiendo a Frank H. Knight, la distinción entre riesgo e incertidumbre, señalando que el primero era cuantificable y calificable en términos relativos hasta la crisis del verano boreal de 2007, momento en que se desata y domina la incertidumbre: “Cuando se derrumbó el mercado inmobiliario y la incertidumbre se cernió en torno a esos valores, el sistema financiero ya no parecía comprensible y mucho menos previsible (...) Nadie lo sabía; reinaba la incertidumbre. Las pérdidas estimadas de las hipotecas tóxicas oscilaban entre 50.000 millones y 500.000 millones de dólares, y puede que más” (Roubini y Mihm, 2010: 161). En tales circunstancias, agregan estos autores, la dificultad está en diferenciar las instituciones financieras simplemente ilíquidas (“buenas”) de las insolventes (“malas”), ya que, en un escenario de pánico, tales entidades pueden, con facilidad, pasar de un estado a otro.

## Territorios de las crisis

“No hay ninguna burbuja inmobiliaria nacional –declaró Lereah, economista jefe de la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios de EE.UU., al *Washington Post* en el año 2005–, cualquier información que haga referencia al hundimiento del mercado inmobiliario es absurda” (Roubini y Mihm, 2010:59). Cassidy (2011), citando a Frank Nothalf, principal economista de Freddie Mac –en declaraciones a *Business Week* en junio de 2005– destaca su afirmación de que no preveía ninguna declinación en el precio de los inmuebles, y que los análisis de Freddie Mac no registraban año alguno, durante el último medio siglo, en que el precio medio nacional de los inmuebles residenciales hubiera caído. Asimismo, Cassidy recuerda que el Joint Center for Housing de Harvard señalaba que la evolución de los precios de los inmuebles continuaba positiva en la mayoría de los mercados y que, a largo plazo, las

perspectivas para los mercados inmobiliarios eran favorables.

De acuerdo con Robert Shiller, Marichal (2010) expone que la compra masiva de viviendas primarias y secundarias correspondía a un fenómeno de “contagio social” o efecto manada, donde los individuos creen que la mayoría no puede equivocarse. Hay activos que son objeto de apalancamiento y precios especulativos. “En la reciente crisis, ese activo eran los bienes inmuebles, no solo el suelo y los edificios, sino los exóticos títulos cuyo valor procedía de los pagos hipotecarios a tiempo (...) Así, lo que empezó como un problema en, digamos, el sector inmobiliario puede extenderse de repente a otros mercados”.

A esto se agrega que “la euforia que había empezado en el sector inmobiliario y se filtró en dirección ascendente por todo el sistema financiero, no hizo sino estimular que se asumieran más riesgos” (...) “Lo que inicia una crisis financiera rara vez es algo drástico (...) sino simplemente una estabilización (...) y unas pocas señales inquietantes. Estas llegaron en la primavera de 2006, cuando se calmó el ímpetu inmobiliario y el precio de la vivienda (que se había duplicado en términos reales durante la década anterior) dejó de subir” (Roubini y Mihm 2010:145-151). Los mismos autores explican con una sencilla razón: la oferta de viviendas nuevas fue superando a la demanda, y los mayores tipos de interés encarecieron las hipotecas de interés variable. En consecuencia, los precios se estabilizaron. Y luego se explotaron señalando que la súbita aversión al riesgo y el afán instantáneo de dismantelar las pirámides de apalancamiento es el punto de inflexión clave –o “momento Minsky”– en una crisis financiera.

“La burbuja en el mercado de la vivienda es una de las causas más importantes, por no decir la causa principal, de la crisis de las hipotecas *subprime* y de la crisis económica a gran escala que afrontamos hoy” (Shiller, 2009:33).

Como en EE.UU. las hipotecas son de hecho “préstamos sin recurso” –la cesación de pago permite embargar la vivienda, pero no otras propiedades o ingresos del hipotecado– muchos deudores con bajo nivel de renta, al



constatar que el valor de la vivienda quedaba por abajo del valor hipotecado, optaron simplemente por devolver las llaves (Tamames, 2009). Como los activos que están en el centro de la burbuja habitualmente se utilizan como garantía colateral –y el valor de ese colateral crece– un especulador puede endeudarse aún más. Roubini y Mihm (2010:37) ejemplifican esta constatación suya señalando que “las familias usaron sus hogares como garantía colateral para pedir más dinero prestado, principalmente en forma de préstamos con garantía hipotecaria; es decir, la gente utilizó su hogar como si fuera un cajero”.

Cuando la oferta de nuevas construcciones supera a la demanda, los precios ceden y se inicia el desapalancamiento. Más tarde, al estallar la burbuja y desatarse el pánico, los precios de las viviendas, tal como superaron su valor fundamental en la burbuja, caen muy por debajo de este en el estallido de la misma (Roubini, y Mihm, 2010). Estos autores recuerdan, a propósito de esta oscilación extrema, que John Stuart Mill –a mediados del siglo XIX– constataba que la burbuja no desencadena una crisis por sí sola, desempeñando un rol fundamental el crédito y la deuda. Observaba que la caída de los precios resultaba siempre excesiva, tal como el alza sobre su nivel normal en el período especulativo. Este contrapunto de anormales alzas y bajas se constataba nítidamente en la realidad norteamericana:

“Según los índices de precios de la vivienda que establece Standard & Poor’s/Case-Schiller, que yo mismo ayudé a fundar, el precio de la vivienda norteamericana ya ha descendido (en 2008) casi a la mitad de su nivel anterior a la burbuja financiera. El índice de caída de precios se ha ido acelerando” (Shiller, 2009: 33).

Los problemas en el sector inmobiliario surgieron primero en el mercado de alto riesgo para expandirse luego al mercado residencial y comercial de alta calidad. La contracción del gasto de los consumidores y el incumplimiento en el pago de las tarjetas de crédito llevarían a muchas empresas a la quiebra (Stiglitz, 2010).

En agosto de 2007, American Home Mortgage, uno de los grandes prestamistas para

la vivienda en Estados Unidos, se declaró en quiebra, como consecuencia del desplome del mercado inmobiliario *subprime* o de alto riesgo. En el mismo mes, BNP Paribas, por similar causa, debió retirar algunos de sus fondos de inversión cuyos activos no podía valorar dado que el mercado había desaparecido. Goldman Sachs debió inyectar capital para sostener el valor de un *hedge fund*. Contrywide Financial, la mayor fuente de hipotecas de Estados Unidos, redujo sus líneas de créditos. Y en septiembre el mayor banco hipotecario británico, Northern Rock, rozó el límite de la insolvencia detonando un pánico bancario. Solo en agosto de ese año, al inicio de la crisis, el Banco Central Europeo debió inyectar más de 200.000 millones de euros, y la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Japón debieron tomar medidas similares (Soros, 2008).

Una investigación sobre auges y caídas en los precios de activos, la inestabilidad económica y la política monetaria (Bordo y Jeanne, 2002), sugiere que tales ciclos pueden ser muy costosos en términos de caída del producto, y que inyectar liquidez *ex post* en el evento de una crisis crediticia puede ser, en determinadas circunstancias, más costoso en términos de pérdida de producto que una política proactiva que incorpore los precios de los activos directamente en la función objetivo de los bancos centrales. Los autores concluyen que la evidencia muestra que los ciclos de auge y caída en los mercados de valores son menos frecuentes que los de las propiedades, lo que sugiere que una política proactiva puede ser más eficaz interviniendo en estos últimos. En relación a este tema y a las políticas monetarias, Marazzi (2011) afirma que la crisis de gobernanza monetaria revela una asincronía entre el ciclo económico y el ciclo monetario, donde el primero se desarrolló en un tiempo más breve que el segundo.

La responsabilidad de las políticas monetaria, crediticia y fiscal, entre otras, parece innegable, sea en la imprevisión de la crisis o, peor aún, en su inducción. Stiglitz (2010) indica como factores la desregulación, los bajos intereses y alta liquidez, la burbuja inmobiliaria global y la proliferación de créditos de alto riesgo, junto al déficit fiscal y comer-

cial en los Estados Unidos y a una economía mundial desequilibrada.

“La mayor parte de Europa Occidental experimentó un auge en el sector de la vivienda en los albores del siglo XXI. Los *booms* en el Reino Unido, Francia, España, Italia e Irlanda fueron especialmente relevantes y también ocurrieron en otros países de Europa Occidental. Sucedió lo mismo en zonas de Rusia, India, China y Corea” (Shiller, 2009).

Muchas de las economías que sufrieron la última crisis presentaban vulnerabilidades similares a las de Estados Unidos, lo que no sería de extrañar según Roubini y Mihm (2010). Estos afirman que, en primer lugar, dicho país no era ni de lejos el único con una burbuja inmobiliaria: un incremento a un ritmo inexorable en el precio de los bienes inmuebles también se había registrado en Australia, China, Dubai, España, Estonia, Irlanda, Islandia, Letonia, Lituania, Nueva Zelanda, Sudáfrica, Singapur, Tailandia y Vietnam. En España cuya “burbuja inmobiliaria era proporcionalmente tan grande como en Estados Unidos o Gran Bretaña (...) los efectos de la crisis económica llegaron más tarde, en la medida que los mercados de bienes raíces se hundían de forma más lenta (aunque aún más profunda) que en el resto de Europa” (Marichal, 2010: 309-310).

Reinhart y Rogoff (2011:184) explican que la “burbuja del sector inmobiliario estadounidense (...) ocupa el centro del escenario como culpable de la más reciente crisis financiera mundial. Sin embargo, la Segunda Gran Contracción (2008) está lejos de ser el único caso en este respecto. En una obra anterior documentamos la trayectoria en los precios reales de la vivienda alrededor de todas las crisis bancarias después de la Segunda Guerra Mundial (...) en particular alrededor de las “cinco grandes” crisis (España, 1977; Noruega, 1987; Finlandia y Suecia, 1991 y Japón 1992)”.

Las primeras crisis del siglo XX confirman e incrementan la relación entre los sectores inmobiliario –incluidas propiedades urbanas y tierras agrícolas– y financiero, y su vinculación con los centros económicos. En efecto, la crisis de 1907 se originó en instituciones de Nueva York semejantes a los bancos pero

orientadas en principio a administrar herencias y propiedades. Estos “fideicomisos” tenían menos regulaciones que los bancos nacionales, pero comenzaron a especular en finca raíz y la bolsa, áreas prohibidas a aquellos, pagando rendimientos más altos y creciendo rápidamente. “Para 1907 el valor total de los activos de los fideicomisos de la ciudad de Nueva York era tan grande como el total de los bancos nacionales (...) El pánico de 1907 comenzó con la desaparición del fideicomiso Knickerbacker...” (Krugman, 2010:161).

Por su parte, Rajan y Ramcharan (2011) verifican que la extraordinaria proliferación bancaria –y del crédito– en las tres primeras décadas del siglo XX en los Estados Unidos ejerció en los activos un efecto precio muy superior al causado por las variables fundamentales. Particular interés tiene esta constatación para las tierras agrícolas, cuya deuda hipotecaria medida por acre aumentó 135% entre 1910 y 1920, anticipando las cerca de 6.000 quiebras bancarias –un 20% de los bancos– en los años siguientes que precedieron a la Gran Depresión.

Los ciclos de precios de la vivienda, y más ampliamente del sector inmobiliario, han estado estrecha y recurrentemente relacionados con las crisis bancarias y financieras (Laeven y Valencia 2008; Roubini y Mihm, 2010; Reinhart y Rogoff, 2011). Desde el siglo XIX al menos, y tanto en países desarrollados como emergentes de los diversos continentes, se verifica dicha relación (Marichal, 2010; Roubini y Mihm, 2010). Históricamente esta precede con mucho a los procesos más recientes de bancarización generalizada y financiarización. Estos últimos, y más específicamente la titularización y otros derivados, lejos de causar por sí mismos las crisis, actúan más bien como instrumentos de multiplicación y contagio (Stiglitz, 2010). El factor inmobiliario ha sido el detonante de las crisis más severas posteriores a la segunda guerra mundial (Ramonet, 2009; Reinhart y Rogoff, 2011) aunque también precedió a la Gran Depresión (Attali, 2009; Shiller, 2009) y últimamente, a la crisis subprime con todas sus secuelas.

No cabe duda alguna de que la crisis actual, originalmente iniciada en los Estados

Unidos y conocida como *subprime*, es la más global de todas. Sin embargo, al igual que es reconocible su origen localizado, sus efectos y consecuencias dentro y fuera de ese país presentan también connotaciones territoriales específicas. La globalización de la crisis no es sinónimo de ubicuidad ni en la geografía de su contagio ni menos en sus impactos económicos y sociales.

En una publicación reciente, Aalbers (2012) edita una serie de estudios en relación a la economía política de los mercados hipotecarios y, en particular, a los *subprime* de la última crisis. Explicando el rol de la urbanización y financiarización, apunta a las raíces urbanas de la formación de las crisis en general y a la dinámica específica de la crisis de 2008, destacando como el destino de las áreas metropolitanas ha estado estrechamente ligado y entrelazado a los “opacos” negocios de las instituciones financieras.

No basta, sin embargo, aludir a los orígenes urbanos de las crisis y a la complicidad metropolitana en las mismas. La diversidad de áreas metropolitanas, de sus dinámicas y potencial, queda reflejada, en el caso norteamericano, en una tipología formulada por Brookings (2010) que contempla indicadores de crecimiento demográfico y niveles educacionales en relación a los promedios nacionales, logrando una clasificación de siete categorías de metrópolis emergentes.

Los informes de los doce distritos de los Estados Unidos en el Beige Book del Federal Reserve System (2012) dan cuenta también de la relevancia de los sectores inmobiliario y de la construcción y de la gran variabilidad inter e intradistrital de indicadores tales como construcciones iniciadas, inventarios, ventas de departamentos y casas, precios de venta, mercados de alquiler, mercados de oficina y bienes raíces comerciales, infraestructura pública y otros.

En un análisis histórico de los puntos de inflexión en el mercado inmobiliario estadounidense, Shiller (2007) intenta descubrir marcadores o indicadores del término de los *real estate booms/busts* en California en la década de 1880; en Florida en la década de 1920; en los años siguientes a 1980, con desfase desde la costa este a la oeste; en los

noventa, en todos los Estados Unidos y, finalmente en la década del 2000, dentro y fuera, en y más allá de los Estados Unidos. Consta que mientras en algunos casos hay factores exógenos que detonan las crisis –huracán en Florida o la guerra del Golfo Pérsico en los noventa– en otros no hay marcadores exógenos y las causas de los puntos de inflexión permanecen difusas.

Si es posible constatar una cierta geografía en las crisis, y verificar importantes efectos deferenciales intermetropolitanos y distintos y asincrónicos ritmos de recuperación –como los registrados en el Beige Book–, resulta asimismo elocuente –y no menos dramático– observar la competencia entre metrópolis agudizada en los períodos de crisis y post-crisis. Pereira (2011) sostiene que importan poco los impases del actual escenario internacional de crisis, puesto que es evidente que, a pesar de las restricciones y también por causa de las dificultades, se expanden los negocios globales que envuelven disputas entre ciudades.

En la escala de la geopolítica global, la crisis también induce cambios radicales: Fumagalli (2011a) recuerda que, en los noventa, el proceso de financiarización tomó impulso y las políticas de externalización y deslocalización rediseñaron las estrategias de producción de las grandes multinacionales occidentales, colaborando en ello las tecnologías de información y la reducción de los costos de transporte. En otro artículo de igual autoría se constata el cambio detonado por la crisis global de 2008. En efecto, Fumagalli (2011b) sostiene que la actual crisis financiera pone fin a una anomalía que había caracterizado la primera fase de difusión del “capitalismo cognitivo”: la deslocalización de la centralidad tecnológica y del trabajo cognitivo en dirección a India y China, manteniéndose la hegemonía financiera en Occidente, verificándose así una primera contradicción en los equilibrios geoeconómicos mundiales: la primacía occidental en las finanzas y la primacía oriental en la economía “real” y en el comercio internacional. La crisis financiera actual pone fin a esa distonía.

Siempre en la escala global, la crisis en la Eurozona y la puesta en jaque del proyecto paneuropeo de integración es otro ejemplo

de impacto territorializado, con acentuadas diferencias entre los países llamados “peri-féricos” y las economías del centro y norte del continente. Más allá de los desequilibrios económicos, la geografía social y política de la crisis es tan dramática como radical.

En fin, así como a nivel mundial y supranacional las crisis manifiestan sus canales de contagio y sus heridas y cicatrices en territorios concretos –con mayor o menor intensidad– también a nivel subnacional es evidente que los impactos son asimismo fuertemente variables en las diversas regiones y ciudades de los países.

En un estudio sobre el efecto diferencial de las tres últimas crisis internacionales –previas a la del 2008– en las regiones de Chile, Daher (2003) plantea la hipótesis de un nuevo dualismo entre una capital subglobal –Santiago– y sus “regiones-commodities”. Tres tipos de conclusiones se derivan de esta investigación: unas están referidas al riesgo-país versus el riesgo-región; otras, al contagio geográfico de las crisis; las últimas, a la verificación estadística del contagio de crisis y del riesgo regional en Chile. En primer lugar, se demuestra –sobre base empírica– la insuficiencia del concepto de riesgo-país frente a la real vulnerabilidad de las economías subnacionales, las que ciertamente coligadas macroeconómicamente entre sí y con las políticas nacionales, se insertan en la economía mundial de manera sustantivamente diversa según su canasta y mercados de exportación. La exposición al riesgo varía tratándose de regiones con economías más o menos diversificadas, más orientadas al sector externo o interno, a la producción de bienes transables o no transables, de base más primaria o terciaria. El riesgo-región difiere así radicalmente del riesgo-país. En tiempos de crisis, las fluctuaciones interregionales son tan grandes como las intersectoriales, y no pocas veces están coludidas. La heterogénea conducta de los precios de los *commodities* y las variaciones en los términos de intercambio, junto a la especialización productiva y exportadora de algunas economías subnacionales se expresa, en términos analíticos, en el concepto de “regiones-commodities”. En segundo lugar se concluye que las crisis siguen siendo regionales a la vez que globales, y que existe una verdadera geografía del contagio

de crisis entre países y regiones. La propagación de las crisis sigue patrones territoriales específicos, siendo los canales de contagio principalmente los flujos financieros –multiplicados y complejizados con la financiarización– y los de comercio exterior. Unos y otros, aunque ciertamente interdependientes y globales, no son en absoluto homogéneos en términos geográficos. El riesgo-país resulta condicionado por la localización geográfica de una cierta economía nacional. Los efectos barrio o vecindario, el efecto gran vecino y el concepto mismo de crisis-*clusters* hacen explícita una verdadera externalidad territorial en el contagio de crisis. Más aún, la geografía no solo registra el despliegue espacial de los efectos de las crisis, sino también actúa como causa del contagio y difusión de aquellas. En tercer lugar, el estudio de caso realizado en torno a la experiencia chilena frente a las recientes crisis internacionales arroja evidencia suficiente para concluir que, de un lado, las regiones subnacionales presentan una heterogénea vulnerabilidad ante el contagio y los efectos de tales crisis, y de otro, que según sea su distinta inserción en la economía mundial, se muestran más o menos propensas a los efectos recesivos en determinadas regiones supranacionales. Aunque obviamente las economías subnacionales no constituyen realidades autónomas, es asimismo cierto que la economía nacional puede, a su vez, resultar más o menos determinada por el comportamiento de algunas de ellas. En la experiencia chilena, esto es bastante evidente en relación a las “regiones-commodities” y en particular a las de la gran minería.

Los territorios de las crisis y la geografía del contagio confirman así que, sea a nivel supranacional, nacional o subnacional, la presunta ubicuidad asociada a la financiarización y a la globalización no es tal.

## Conclusiones

Las principales conclusiones de esta investigación se presentan referidas a: 1. Financiarización y ubicuidad; 2. Metropolización del PIB y de la economía inmobiliaria; 3. Geografía de los fondos inmobiliarios: concentración e inequidad. 4. Burbujas, riesgo y contagio; y 5. Territorios de las crisis.

### *Financiarización y ubicuidad*

La movilidad y liquidez del capital inmobiliario, físico y fijo, no transable ni siempre divisible, parecía un desafío mayor si no imposible. La financiarización transformó sus activos reales en activos financieros –móviles y líquidos– transables en los mercados de valores (Theurillat, 2009), determinado –por el gran volumen de inversiones– los precios y la orientación de los demás capitales (Lorrain, 2008).

La financiarización unifica mercados, hace comparable los productos, incrementa la competencia y, a la vez, centraliza y concentra el poder económico en las mayores ciudades. La alta concentración geográfica de tales inversiones puede intensificar una burbuja inmobiliaria (Theurillat *et al.*, 2010). La creciente movilidad geográfica de capitales a escala global (Krugman, 2010; Reinhart y Rogoff, 2011) se ha demostrado como una de las causas que, mediante un efecto precio en los activos, sobre todo inmobiliarios y bursátiles (Roubini y Mihm, 2010), contribuye a la inflación de burbujas (Shiller, 2009; Stiglitz, 2010). Así se verifica en la crisis *subprime* en Estados Unidos (Roubini y Mihm, 2010); en la del sudeste asiático (Hiang Liow, 2008); y en el *boom* inmobiliario de la segunda mitad de la década del 2000 en Brasil (Zanin, 2011). La financiarización y movilidad de capitales se complementa, en sus opciones de localización de inversiones, por las estrategias de competitividad urbana y *city marketing* que apuntan a la atracción de capitales externos (De Mattos, 2007).

En esta movilidad, se constata la existencia de regiones captadoras y colocadores netas en la transferencia geográfica de capitales y, asimismo, una no correspondencia entre la geografía financiera y la del producto, y por ende una reasignación territorial y sectorial de los recursos de capital (Daher, 1995b).

El crecimiento y el desarrollo no son ubicuos. Por el contrario, corresponden a procesos hiperconcentrados y localizados. La ubicuidad de la financiarización está referida a la plena movilidad geográfica de capitales y no excluye la alta concentración territorial y metropolitana de los mismos más allá de cierta volatilidad, sobre todo en períodos de crisis.

Las crisis económicas detonadas por las burbujas inmobiliarias y la financiarización urbana afectan crítica y diferencialmente a ciudades y regiones, confirmando la vigencia y relevancia de su territorialidad pese a la presunta ubicuidad inherente a la financiarización. Esta no desterritorializa los procesos de crecimiento y recesión. Más aún, los concentra geográficamente y los metropolitaniza selectivamente. La economía y sus crisis, por lo mismo y aun cuando globalizadas, tienen epicentros metropolitanos.

### *Metropolización del PIB y de la economía inmobiliaria*

La yuxtaposición de la doble concentración –económica y territorial– de los sectores financiero e inmobiliario en determinadas metrópolis, puede definirse como una verdadera “metromonopolización” de los mismos (Daher, 2013).

La heterogeneidad y competencia intermetropolitana exigirá una selectividad en la estrategia de diversificación geográfica de los fondos de inversión inmobiliaria y demás fondos institucionales. Esta selectividad afectará diferencialmente el desarrollo urbano y regional. En el contexto de globalización, las instituciones financieras invierten en megaproyectos localizados en las metrópolis –en áreas específicas de las mismas– correlacionando las inversiones con la jerarquía urbana (Theurillat, 2009).

En América Latina y el mundo emergente en general, con crecientes tasas de urbanización y metropolización, las grandes y megaciudades son su mayor dotación de capital y trabajo, su principal recurso y más importante potencial económico. Los desafíos de crecimiento y equidad no pueden enfrentarse al margen de sus metrópolis, y estas son claves en cualquier estrategia de desarrollo nacional. “La capital es el capital”: la participación de las grandes metrópolis en el producto suele ser muy superior al de cualquier sector económico. Ellas devienen así en el recurso económico más estratégico y en el mayor y más complejo desafío de administración y de política pública.

La urbanización de la economía y, más aún, la creciente “metropolización del PIB”, y



la doble concentración –económica y territorial– de los sectores inmobiliario y financiero en las metrópolis, sustentan la relación entre los ciclos y burbujas inmobiliarias y las crisis económicas. Las economías urbana e inmobiliaria están profundamente vinculadas a la metropolización de la producción y de las finanzas, y por ende a sus procesos de auge y crisis. “El mercado inmobiliario es uno de los activos más importantes, comparable en tamaño a todo el mercado de valores” (Shiller, 2009: 121). La inversión privada en vivienda llegó a representar más de un tercio de la inversión privada total de los Estados Unidos (Foster y Magdoff, 2009). El sector vivienda explicó en un semestre el 50% del crecimiento del PIB de ese país (Soros, 2008). La deuda hipotecaria alcanzó a ser casi equivalente al producto norteamericano (Foster y Magdoff, 2009). Los créditos con garantía hipotecaria superaron al déficit en cuenta corriente de la mayor economía mundial (Soros, 2008). El monto total de títulos, incluidos los inmobiliarios, llegó a ser comparable al de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (Attali, 2009). Más allá de este país, en un caso singular –Hong Kong– la capitalización de las sociedades inmobiliarias representaba cerca del 40% de la capitalización total de su bolsa de valores (Le Fur, 2006). Con tamaño peso macroeconómico, no casualmente el mercado inmobiliario se relaciona tan estrechamente con el sector financiero y los fondos de inversión.

### *Geografía de los fondos inmobiliarios, concentración e inequidad*

La gran relevancia macroeconómica del sector inmobiliario y su rol articulador entre el sector financiero y la economía real inciden en las crecientes inversiones de los fondos inmobiliarios, de pensiones, de seguros, soberanos y demás fondos institucionales, en bienes raíces, inmuebles comerciales y de oficinas, viviendas e infraestructura de diversos sectores. Tales fondos institucionales influyen así decisiva y selectivamente en el desarrollo urbano, en la oferta y precios inmobiliarios y en los mercados urbanos en general. La financiarización inmobiliaria y urbana se nutre de los recursos de capital de los grandes inversionistas institucionales, la banca internacional, las sociedades de

inversión y, en particular, de los fondos de inversión inmobiliaria y en infraestructura. Los fondos de inversión inmobiliaria vehiculizan muchas de esas colocaciones de capital, diversificando los portafolios y supuestamente disminuyendo los riesgos de los inversionistas. A nivel global, su número ha crecido exponencialmente, sobre todo en Europa, aunque también en Asia y América. Algunos fondos se especializan sectorialmente –en inmuebles comerciales, habitacionales y de oficinas–. La mayoría de ellos invertían, al inicio de la década del 2000, en sus propios países, pero siempre con una fuerte concentración geográfica en una o pocas ciudades principales (Le Fur, 2006).

En una de las primeras investigaciones sobre los fondos de inversión inmobiliaria, Daher (1995a) demostró –para el caso chileno– su fuerte tendencia concentradora, sectorial y territorialmente, con un claro sesgo metropolitano e intraurbanamente, hacia las comunas de más altos ingresos. Ello implicaba también un sello concentrador social. Se destacaba tempranamente su potencial para posicionarse estratégicamente en la oferta y demanda inmobiliarias, comprometiendo a la intermediación bancaria y financiera, y afectando geográfica, económica y socialmente las oportunidades de desarrollo. Un estudio posterior (Cattaneo, 2011) confirmaba estas observaciones.

Entre los fondos de inversión, los de pensiones se han convertido en uno de los principales actores en los mercados inmobiliarios, y sus inversiones resultan determinantes en términos sectoriales y territoriales. Por su tendencia concentradora acentúan las disparidades espaciales con efectos en la economía real y en su geografía (Theurillat *et al.*, 2010). La financiarización de los fondos de inversión acusa, en la orientación territorial de sus colocaciones, una fuerte inequidad regional y además, en el caso de los fondos de pensiones, una paradójica regresividad social.

### *Burbujas, riesgo y contagio*

Las instituciones financieras y fondos internacionales de inversión inmobiliaria descubrieron en la financiarización, titulación y demás derivados, un medio eficiente para su



diversificación geográfica y del riesgo. Como paradoja, ese mismo medio y sus instrumentos financieros fueron la vía expedita de contagio, difusión y globalización de la crisis. La titulización, fragmentando, atomizando y dispersando el riesgo hipotecario (Roubini y Mihm, 2010; Stiglitz, 2010) lo minimiza para algunos y lo endosa e incrementa para muchos, potenciando un efecto contagio inconmesurable (Daher, 2013). La filosofía de “originar para mantener” fue sustituida, con la titulización, por la de “originar para distribuir” (Roubini y Mihm, 2010). La gran sofisticación financiera conduce tanto a una dilución de los riesgos como también a su difusión en períodos de crisis (Lorrain, 2008).

Las recurrentes crisis han demostrado la insuficiencia del concepto de riesgo-país. El riesgo es cada vez más propio de regiones supranacionales. La misma globalización y los acuerdos de libre comercio y de integración regional acentúan la vulnerabilidad al hacer permeables las economías y diluir las fronteras nacionales (Daher, 2004). El riesgo resulta condicionado por la localización geográfica. Los efectos barrio o vecindario, el efecto gran vecino y el concepto mismo de crisis-*clusters* hacen evidente una fuerte externalidad territorial en el contagio de crisis.

En escenarios de crisis y pánico –por lo demás reales– la distinción entre riesgo e incertidumbre, y entre iliquidez e insolvencia se diluyen. Peor aún, el paso de una a otra se facilita (Roubini y Mihm, 2010).

En los años previos a la crisis de 2008, las agencias de calificación de créditos y de productos hipotecarios, las agencias de *rating* de las inversiones en bonos y los tasadores de bienes inmuebles fueron propensos al riesgo por incentivos perversos-comisiones, negocios futuros y afán de ganancias asociadas al *boom* inmobiliario (Tamames, 2009; Shiller, 2009; Roubini y Mihm, 2010). Los *hedge funds*, fondos de cubrimientos de riesgos, hacían –según Krugman (2010)– lo contrario: no cubrían, sino que buscaban obtener el mayor provecho de las fluctuaciones del mercado.

Hay activos que son objeto de apalancamiento y precios especulativos. En la crisis *subprime*, lo fueron no solo el suelo y los inmuebles, sino también los “exóticos títu-

los” hipotecarios (Roubini y Mihm, 2010). Es decir, la especulación y el apalancamiento afectó a activos reales y, además, a los activos o “derivados” financieros de aquellos. Las prácticas de *slicing and dicing* (titulización), las *collateralised debt obligations* (CDO), los *credit default swaps* (CDS), las *residential mortgage-backed securities* (RMBS), los *equity* o *loss money*, las “hipotecas con trampa”, las *subprime*, los “préstamos del mentiroso” (ALT-A) y los créditos “ninja” (*no job, no income, no assets*) ilustran emblemáticamente la simbiosis entre innovaciones de ingeniería financiera, segregación social crediticia y riesgo moral inherente a estas modalidades de financiarización y al “sistema bancario en la sombra”.

Uno de los principales instrumentos ingenieriles financieros para mover lo inmóvil y licuar lo ilíquido fue la titulización inmobiliaria, que amplió casi ilimitadamente la transabilidad hipotecaria (Ramonet, 2009; Roubini y Mihm, 2010) y la liquidez de activos de altos costos de transacción. La titulización, incrementando su transabilidad y liquidez, financiarizó al sector inmobiliario a la vez que “inmobiliarizó” al sector financiero (Daher, 2013).

Los activos que están en el centro de la burbuja habitualmente se utilizan como garantía colateral –cuyo valor a su vez crece– lo que posibilita un mayor y creciente endeudamiento especulativo. Al estallar la burbuja y desatarse el pánico, los precios de la vivienda caen muy por debajo de su valor fundamental, tal como lo superaron en la burbuja (Roubini y Mihm, 2010). El precio de la vivienda norteamericana ya había descendido, en 2008, casi a la mitad de su nivel anterior a la burbuja (Shiller, 2009).

“La burbuja en el mercado de la vivienda es una de las causas más importantes, por no decir la causa principal, de la crisis” (Shiller, 2009: 33). “La burbuja del sector inmobiliario estadounidense (...) ocupa el centro del escenario como culpable de la más reciente crisis financiera mundial” (Reinhart y Rogoff, 2011:184).

### *Territorios de las crisis*

Los ciclos de precios de la vivienda, y más ampliamente del sector inmobiliario, han

estado directa y recurrentemente relacionados con las crisis bancarias y financieras (Laeven y Valencia, 2008; Roubini y Mihn, 2010). El factor inmobiliario ha sido el detonante de las crisis más severas desde la segunda mitad del siglo XX (Ramonet, 2009; Reinhart y Rogoff, 2011). Bordo y Jeanne (2002) indican que la evidencia muestra que los ciclos de auge y caída en los mercados de valores son menos frecuentes que los de las propiedades. A su vez, Marazzi (2011) releva la asincronía entre el ciclo económico y el monetario. Los ciclos recesivos inmobiliarios prácticamente duplican en duración a los bursátiles (Reinhart y Rogoff, 2011) y suelen tener un mayor impacto financiero, en la inversión, el empleo y el consumo. Reconocer que los ciclos de precios inmobiliarios se relacionan directamente con las crisis bancarias y financieras, y que las burbujas inmobiliarias están en el centro de las crisis, equivale a reconocer que las burbujas y crisis se incuban en las ciudades y, sobre todo, en la metrópolis, sedes del capital inmobiliario.

No es suficiente, sin embargo, aludir a los orígenes urbanos de las crisis y a la complicidad metropolitana en las mismas. Es necesario atender la diversidad de dinámicas y potencial de las áreas metropolitanas (Brookings, 2010); la gran variabilidad inter e intradistrital en ellas (Federal Reserve System, 2012); y los diversos ciclos en los *real estate boom-busts* entre ciudades y regiones de un mismo o distintos países (Shiller, 2007). A esta asimetría y asincronía intermetropolitana—con causas y efectos geográficamente diferenciales de la crisis—se suma, por similares razones, una desigual resiliencia urbana y regional frente a los impactos de las crisis, y ritmos muy variados de recuperación de sus periodos recesivos.

Las crisis, a pesar de sus restricciones y también por causa de sus dificultades, se constituyen en oportunidades de expansión de los negocios globales que involucran disputas entre ciudades (Pereira, 2011). Por ende, las crisis pueden agudizar la competencia interurbana e interregional por atraer inversiones y captar mayores aportes fiscales.

En la escala de la geopolítica global, las crisis inducen a acelerar cambios radicales en los procesos de externalización, deslo-

calización y relocalización productiva entre naciones. La crisis actual (Fumagalli, 2011b) pondría fin a la primacía occidental en las finanzas y a la primacía oriental en la “economía real” y el comercio internacional. Por lo demás, la propia crisis de la Eurozona y la vulnerabilidad del proyecto de integración europea acusan las notables diferencias entre los países llamados “periféricos” y las economías del centro norte del continente. La geografía de la crisis y de sus consecuencias económicas, sociales y políticas se hace allí tan evidente como dramática.

Así como a escala mundial y supranacional las crisis manifiestan sus canales de contagio y sus consecuencias en territorios concretos, también a nivel subnacional es evidente que los impactos son muy distintos entre las diversas regiones y ciudades de los países. En tiempos de crisis las fluctuaciones intersectoriales son tan grandes como las interregionales. Las economías subnacionales se insertan en la economía mundial de manera muy diversa, en especial las “regiones-commodities” (Daher, 2003), con desiguales canastas y mercados de exportación, y una heterogénea vulnerabilidad ante el contagio y los efectos de las crisis.

Grandes y recurrentes crisis. Graves y persistentes recesiones económicas. Dramáticos y la más de las veces injustos impactos laborales y sociales. Y costos políticos no menores. ¿Qué hacen las políticas públicas? La responsabilidad de las políticas públicas en el desarrollo y las crisis del sector inmobiliario aparece muchas veces asociada a los procesos de liberalización, desregulación y privatización. El Estado deja de hacer en el campo de las políticas propiamente urbanas, pero hace mucho, para bien o mal de las ciudades, como subproducto de las demás políticas. En la crisis *subprime*, para algunos la desregulación es la responsable de la misma. Para otros fue el resultado de una acción excesiva del gobierno y de las políticas monetaria, crediticia y de vivienda social (Roubini y Mihn, 2010).

En ambas opciones—omisión liberal o intervencionismo—la responsabilidad de las políticas públicas parece ser de cualquier modo innegable. En el mejor de los casos, por no

prever, evitar o mitigar las crisis. En el peor, desgraciadamente, por inducirlas.

## Referencias bibliográficas

AALBERS, M. *Subprime cities: The political economy of mortgage markets*. Malden, MA: Wiley – Blackwell, 2012.

ATTALI J. *¿Y después de la crisis qué...? Propuestas para una nueva democracia mundial*. Barcelona: Gedisa, 2009.

BORDO, M. & JEANNE, O. *Boom-busts in asset prices, economic instability, and monetary policy*. Cambridge: NBER, Working Paper 8.966, 2002.

BROOKINGS. *The state of metropolitan America*. Washington DC: Brookings Institution, 2010.

CASSIDY, J. *¿Como os mercados quebran. A lógica das catástrofes econômicas*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2011.

CATTANEO, R. Los fondos de inversión inmobiliaria y la producción privada de vivienda en Santiago de Chile. ¿Un nuevo paso hacia la financiarización de la ciudad? *EURE*, 2011, Vol. 37, N° 112, p. 5-22.

CORPATAUX, J.; CREVOISIER, O. & THEURILLAT, T. The expansion of the finance industry and its impacts on the economy: a territorial approach based on swiss pension funds. *Economic Geography*, 2009, Vol. 85, N° 3, p. 313-334.

CORPATAUX, J. & CREVOISIER, O. Increased capital mobility/liquidity and its repercussions at regional level: some lessons from the experiences of Switzerland and UK. *European and Urban Regional Studies*, 2005, Vol. 4, N° 12, p. 315-334.

DAHER, A. Efecto concentrador de los fondos inmobiliarios. *Revista de Ciencias Sociales de la Universidad de Costa Rica*, 1995a, N° 68, p. 17-32.

DAHER, A. Territorios del capital bancario y previsional. *Documents d'Análisis Geográfica*, 1995b, N° 27, p. 37-55.

DAHER, A. Regiones Commodities: Crisis y contagio en Chile. *EURE*, 2003, N° 29 (86), p. 89-108.

DAHER, A. Riesgo-país versus riesgo-región: Santiago en el Mercosur. En: DE MATTOS, C.; DUCCI, M.E.; RODRÍGUEZ, A. y YÁÑEZ, G. (Editores). *Santiago en la globalización: ¿una nueva ciudad?* Santiago de Chile: Sur/EURE libros, 2004, p. 85-113.

DAHER, A. El sector inmobiliario y las crisis económicas. *EURE*, 2013, Vol. 39, N° 118, p. 47-75.

DE MATTOS, C. Globalización, negocios inmobiliarios y transformación urbana. *Nueva Sociedad*, 2007, N° 212, p. 82-96.

FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Beige Book*. Washington DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012.

FOSTER, J. y MAGDOFF, F. *La gran crisis financiera: causas y consecuencias*. Madrid: Fondo de Cultura Económica, 2009.

FUMAGALLI, A. Crise econômica global e governança econômico-social. En: FUMAGALLI, A. & MEZZADRA, S. (organizadores). *A Crise da economia global*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2011a, p. 75-105.

FUMAGALLI, A. Nada será como antes: dez teses sobre a crise financeira. En: FUMAGALLI, A. & MEZZADRA, S. (organizadores). *A Crise da economia global*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2011b, p. 321-351.

HAGERMAN, L.; CLARK, G. & HEBB, T. *Massachusetts Pension Reserves Investment Management Board: urban investing through a transparent selection process*. Harvard: Harvard Law School, 2006.

HIANG LIOW, K. Financial crisis and Asian real estate. Securities market interdependence: some additional evidence. *Journal of Property Research*, 2008, Vol. 25 N° 2, p. 127-155.

HIDALGO, R. La transformación de las áreas centrales en América Latina: agentes inmobiliarios y nueva morfología urbana en el caso de Santiago de Chile. En: PEREIRA,

P.C.X.; HIDALGO, R. & LENCIONI, S. (editores). *Negócios imobiliários e transformações sócio territoriais em cidades da América Latina*. Sao Paulo: FAUUSP, 2011, p. 97-122.

INDERST, G. *Pension fund investment in infrastructure*. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, 2009, N° 32, p. 1-47.

KRUGMAN, P. *De vuelta a la economía de la gran depresión y la crisis del 2008*. Bogotá: Norma, 2010.

LAIVEN, L. & VALENCIA, F. *Systemic Banking Crises: a New Database*. IMF Working Paper, 2008, N° 224, p. 1-80.

LE FUR, E. Panorama des fonds immobiliers dans le monde. *Management et Avenir*, 2006, N° 2 (8), p. 87-116.

LENCIONI, J. Condomínios industriais: um novo nicho dos negócios imobiliários. En: PEREIRA, P.C.X.; HIDALGO, R. & LENCIONI, S. (editores). *Negócios imobiliários e transformações sócio territoriais em cidades da América Latina*. Sao Paulo: FAUUSP, 2011, p. 185-198.

LORRAIN, D. L'industrie de la finance et les infrastructures: les fonds privés d'investissement. *FLUX*, 2008, N° 72 - 73, p. 138-151.

MANYKA, J.; REMES, J.; DOBBS, R.; ORELLANA, J. & SCHAEER, F. *Urban America: US cities in the global economy*. New York: McKinsey Global Institute, 2012.

MARAZZI, C. A violência do capitalismo financeiro. En: FUMAGALLI, A. & MEZZADRA, S. (organizadores). *A Crise da economia global*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2011, p. 23-73.

MARICHAL, C. *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008*. Buenos Aires: Debate, 2010.

MARTIN, R. & MINNS, R. Undermining the financial basis of regions: The spatial structure and implications of the UK Pension Fund System. *Regional Studies*, 1995, N° 29 (2), p. 125-144.

MEZZADRA, S. Introdução. En: FUMAGALLI, A. & MEZZADRA, S. (organizadores). *A Crise da economia global*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2011, p. 9-21.

NAPPI-CHOULET, I. *Marketing et stratégie de l'immobilier*. Paris: Dunod, 1999.

PAULRÉ, B. Capitalismo cognitivo e financeirização dos sistemas econômicos. En: FUMAGALLI, A. & MEZZADRA, S. (organizadores). *A Crise da economia global*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2011, p. 233-267.

PEREIRA, P.C.X. Apresentação: negócios imobiliários e transformações sócio-territoriais em cidades latino americanas: agentes, produtos e segregação. En: PEREIRA, P.C.X.; HIDALGO, R. & LENCIONI, S. (editores). *Negócios imobiliários e transformações sócio territoriais em cidades da América Latina*. Sao Paulo: FAUUSP, 2011, p. 7-18.

RAJAN, R. y RANCHARAM, R. Tierras en venta. *Finanzas y Desarrollo*, 2011, Vol. 48, N° 4, p. 30-33.

RAMONET, I. *La catástrofe perfecta: Crisis del siglo y refundación del porvenir*. Buenos Aires: Capital Intelectual, 2009.

REINHART, C. y ROGOFF, K. *Esta vez es distinto: ocho siglos de necedad financiera*. México: FCE, 2011.

ROUBINI, N. y MIHM, S. *Cómo salimos de esta*. Santiago de Chile: Destino, 2010.

SHILLER, R. Historic turning points in real estate. *Cowles Foundation Discussion Paper*, 2007, N° 1.610, p. 1-29.

SHILLER, R. *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y cómo salir de ella*. Barcelona: Gestión 2000, 2009.

SOROS, G. *El nuevo paradigma de los mercados financieros. Para entender la crisis económica actual*. Buenos Aires: Taurus, 2008.

STIGLITZ, J. *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*. Buenos Aires: Taurus, 2010.

TAMAMES, R. *La crisis financiera internacional: Análisis y soluciones*. Buenos Aires: Edaf, 2009.

THEURILLAT, T. *The negotiated city: between financialisation and sustainability*. Neuchâtel: University of Neuchâtel, 2009.

THEURILLAT, T.; CORPATAUX, J. & CREVOISIER, O. Property sector financialisation:

the case of swiss pensions funds (1992-2005). *European Planning Studies*, 2010, Vol. 18, N° 2, p. 189-212.

ZANIN, L. Cidades medias carimbadas: a produção imobiliária por empresas construtoras de capital aberto. En: PEREIRA, P.C.X.; HIDALGO, R. & LENCIONI, S. (editores). *Negócios imobiliários e transformações sócio territoriais em cidades da América Latina*. Sao Paulo: FAUUSP, 2011, p. 49-72.