

TERRITORIOS DE LA FINANCIARIZACIÓN URBANA Y DE LAS CRISIS INMOBILIARIAS

Antonio Daher

Pontificia Universidad Católica de Chile

Mail: adaher@uc.cl

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? Responder a estas cuestiones es el objetivo de esta investigación. Entre sus principales resultados destacan 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, todos los cuales 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: financiarización urbana, crisis inmobiliarias.

ABSTRACT

Does growing financialization and the widened geographic mobility of capital imply the ubiquity of real estate and others types of investment funds? Does the globalization of economic crises (unleashed by real estate financialization) involve the deterritorialization of these crises? In others words, is ubiquity or territoriality prevalent in the financialization of cities and regarding real estate crises? Responding to these queries is the objective of this research. The primary results include: the metropolitanization of GDP and financial as well as real estate sectors; the geographically selective mobility of capital; the metropolitan concentration of real estate funds; the unequal and inter-regional disequilibrium of pensions funds; the metropolitanization 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 the 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 clear metropolitan epicenter.

Keywords. urban financialization, real estate crises.

1 INTRODUCCIÓN

Las crisis económicas relacionadas o burbujas inmobiliarias – y éstas 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.

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.

La yuxtaposición de esta doble concentración, económica y territorial, se expresa en una verdadera “metromonopolización” financiero – inmobiliaria (Daher, 2012). La relevancia macroeconómica metropolitana se constata en un reciente estudio que indica que el 80% de la población estadounidense vive en 259 grandes ciudades. En esas 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 (Manyika *et. al.*, 2012). La “metropolización del PIB” – una tendencia creciente – se demostrará decisiva en la orientación de la inversión inmobiliaria.

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.

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”.

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 si 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 titulización – a tamaño realidad? ¿Podrían las crisis bancarias- antes y después de la titulización - 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 inmobiliario y, más aún, la mayor severidad, gravedad y duración de las crisis detonadas por él.

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 metropolización 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 aún 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.

2 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).. 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).

A propósito de la crisis de 1997 en el sudeste asiático, Marichal (2010) expresa que la fuerte entrada de capitales indujo alzas de consideración en las bolsas y en los inmuebles en Tailandia, Malasia, Indonesia y Filipinas, y una expansión de sus sistemas bancarios. La crisis de estos y su relación con el *real estate* fue estrecha (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 sólo del crédito inmobiliario sino del “billonario” ingreso de inversiones extranjeras a las grandes constructoras que abrieron su capital a partir de 2005.

“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.)

Los fondos de inversión inmobiliaria vehiculizan muchas de esas colocaciones diversificando los portafolios y, supuestamente, disminuyendo los riesgos para los inversionistas. 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, diciembre 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 sólo en bienes inmobiliarios nacionales (como en Suiza) o en nacionales e internacionales (ej., Países Bajos). Agrega que ciertas sociedades invierten sólo en el sector inmobiliario residencial o sólo en el inmobiliario empresarial y otras en ambos. 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, Corpataux y Crevoisier (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 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 financiarizado y el otro como indirecto y financiarizado. 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-. Demuestra que, en términos de demanda, un 75% de los activos inmobiliarios de los fondos se orienta al sector empresarial y sólo 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.

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 sólo 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. 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.

La transformación de las áreas centrales por los agentes inmobiliarios ha generado una nueva morfología urbana con consecuencias socio- espaciales. 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.

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 colocadoras netas – revela una no correspondencia entre la geografía financiera y la del producto (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.

Una referencia ilustrativa de este último condicionamiento, se encuentra en Lencioni (2011), quien señala 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.

3 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.

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) 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) destaca el rol de los fondos inmobiliarios en 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, 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”; empero, “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, Corpataux y Crevoisier, 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. 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, Corpataux y Crevoisier, 2010: 208).

Uno de los principales instrumentos ingenieriles financieros para mover lo inmóvil y licuar lo ilíquido fue la titulización inmobiliaria. 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. La titulización, incrementando su transabilidad y liquidez, financiarizó al sector inmobiliario a la vez que “inmobiliarizó” al sector financiero (Daher, 2012).

La titulización constituye uno de los cambios más importantes. En efecto, desde décadas, los bancos que realizaban préstamos hipotecarios seguían el modelo “originar para mantener”, es decir el banco que originaba la hipoteca la conservaba. Con la innovación financiera a partir de los setenta y 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 (...) Distribuir los préstamos a lo 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).

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” (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 titulación, 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 inconmensurable. 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.

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, *collateralised debt obligations*), valores que a su vez eran sucesivamente fraccionados y reproducidos sintéticamente 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) 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).

¿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 (Krugman, 2010).

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. 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).

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).

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 tales, pero no están reguladas como los bancos.

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.... 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 de calificación de créditos deberían haber dado la alarmas, 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 externalizar 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.

4 TERRITORIOS DE LAS CRISIS

Hay activos que son objeto de apalancamiento y precios especulativos. “En la reciente crisis, ese activo eran los bienes inmuebles, no sólo 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” (Roubini y Mihm 2010:145-146).

“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 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).

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 éste en el estallido de la misma (Roubini, y Mihm, 2010).

Sólo en agosto de 2007, 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. 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. Desregulación del mercado, exceso de liquidez e intereses bajos, una burbuja inmobiliaria mundial y créditos de alto riesgo con gran incremento, junto al déficit fiscal y comercial de Estados Unidos y a una economía global desequilibrada serían los ingredientes, según Stiglitz (2010) propicios para la crisis de 2008.

Desequilibrios previos a una crisis de consecuencia globales son reconocidos también por otros autores: “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). 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) afirman 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 conclusiones fueron equivalentes (Reinhart y Rogoff, 2008).

En una publicación reciente, Aalbers (2012) 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). 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 inmobiliarios y de la construcción y de su gran variabilidad inter e intradistrital.

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 de 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. 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 postcrisis (Pereira, 2011).

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. 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 “periféricos” 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.

5 CONCLUSIONES

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

5.1 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, Corpataux y Crevoisier, 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).

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 metropoliza selectivamente. La economía y sus crisis, por lo mismo y aún cuando globalizadas, tienen epicentros metropolitanos.

5.2 Metropolización del PIB y de la economía inmobiliaria

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

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 inmobiliarios y las crisis económicas (Daher, 2012). “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). Con tamaño peso macroeconómico, no casualmente el mercado inmobiliario se relaciona tan estrechamente con el sector financiero y los fondos de inversión.

5.3 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. 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, 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.

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, Corpataux y Crevoisier, 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.

5.4 Burbujas, riesgo y contagio

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, 2012). 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).

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 títulos” 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, 2012).

“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).

5.5 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 Mihm, 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). 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.

A la 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.

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

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 Mihm, 2010).

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.

BIBLIOGRAFÍA

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

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

BORDO, M. & JEANNE, O. (2002). Boom-busts in asset prices, economic instability, and monetary policy. *Working Paper* 8966. Cambridge: NBER

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

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

CATTANEO, R. (2011). 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*, 37 (112), 5-22.

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

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

DAHER, A. (1995a). Efecto concentrador de los fondos inmobiliarios. *Revista de Ciencias Sociales de la U. de Costa Rica*, 68, 17-32.

_ (1995b) Territorios del capital bancario y previsional. *Documents d' Análisis Geográfica*, 27,37-55.

_(2003). *Regiones Commodities*. Crisis y contagio en Chile. *EURE*, XXIX (86), 89-108.

_(2004). Riesgo- país versus riesgo-región: Santiago en el Mercosur. En C.de Mattos *et.al.* (Eds) *Santiago en la globalización: ¿una nueva ciudad?* (pp. 85-113). Santiago: Sur/Eure libros.

_ (2012). *El sector inmobiliario y las crisis económicas*. Instituto de Estudios Urbanos y Territoriales. Pontificia Universidad Católica de Chile.

DE MATTOS, C. (2007). Globalización, negocios inmobiliarios y transformación urbana. *Nueva Sociedad* , 212, 82-96.

FEDERAL RESERVE SYSTEM (2012). *Beige Book* (06.06-12) Washington DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

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

FUMAGALLI, A. (2011a). *Crise econômica global e governanca econômico-social*. En A. FUMAGALLI y S. MEZZADRA (orgs). *A Crise da economia global* (pp. 75-105). Río de Janeiro: Civilização Brasileira.

_ (2011b) . *Nada será como antes: dez teses sobre a crise financeira*. En A. FUMAGALLI y S. MEZZADRA *op.cit* (pp.321-351).

HAGERMAN, L., CLARK, G. & HEBB, T. (2006). Massachusetts Pension Reserves Investment Management Board : urban investing through a transparent selection process. Labor & Worklife Program. Harvard Law School.

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

HIDALGO, R. (2011). *La transformación de las áreas centrales en América Latina: agentes inmobiliarios y nueva morfología urbana en el caso de Santiago de Chile*. En P.C.X. PEREIRA (ed). *Negócios imobiliários e transformações sócio territoriais em cidades da América Latina* (pp. 97-122). Sao Paulo: FAUUSP.

INDERST, G. (2009). Pension fund investment in infrastructure. *OECD Working Papers on Insurance and*

Private Pensions, N°32. OECD Publishing.

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

LAEVEN, L. & VALENCIA, F. (2008). Systemic Banking Crises: a New Database. *IMF Working Paper*, WP/08/224 International Monetary Fund.

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

LENCIONI, J. (2011). *Condomínios industriais: um novo nicho dos negócios imobiliários*. En P.C.X. PEREIRA (ed.) *op.cit.* (pp.185-198).

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

MANYKA, J. *et. al.*(2012). *Urban America: US cities in the global economy*. McKinsey Global Institute.

MARAZZI, C. (2011). *A violência do capitalismo financeiro*. En A. FUMAGALLI y S. MEZZADRA(orgs) *op.cit.* (pp. 23-73).

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

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

MEZZADRA, S. (2011). *Introdução*. En A. FUMAGALLI y S. MEZZADRA (orgs) *op.cit.* (pp.9-21).

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

PAULRÉ, B. (2011). *Capitalismo cognitivo e financeiracão dos sistemas económicos*. En A. FUMAGALLI y S. MEZZADRA, *op.cit.* (pp. 233-267).

PEREIRA, P.C.X. (2011). *Apresentação: negócios imobiliários e transformações sócio -territoriais em cidades latino americanas: agentes, produtos e segregação*. En P.C.X. PEREIRA (ed.) *op.cit.* (pp. 7-18).

RAJAN, R. y RANCHARAM, R. (2011). Tierras en venta. *Finanzas y Desarrollo* ,48 (4), 30-33.

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

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

ROUBINI, N. y MIHM, S. (2010). *Cómo salimos de ésta*. Santiago: Destino.

SHILLER, R. (2007). Historic turning points in real estate. *Discussion Paper* , n° 1610. Cowles Foundation for Research in Economics. New Haven: Yale University.

_ (2009). *El estallido de la burbuja. Cómo se llegó a la crisis y como salir de ella*. Barcelona: Gestión 2000.

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

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

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

THEURILLAT, T. (2009). *The negotiated city: between financialisation and sustainability*. Research Group in Territorial Economy. University of Neuchâtel.

THEURILLAT, T., CORPATAUX, J. & CREVOISIER, O. (2010). Property sector financialisation: the case of swiss pensions funds (1992-2005). *European Planning Studies*,18 (2), 189-212.

ZANIN, L. (2011). *Cidades médias carimbadas: a produção imobiliária por empresas construtoras de capital aberto*. En P.C.X. Pereira (Ed.) *op.cit.* (pp. 49-72).