



**INFLACIÓN Y DEFLACIÓN URBANAS:
DE BURBUJAS INMOBILIARIAS A
RECESIONES ECONÓMICAS¹**

**URBAN INFLATION AND
DEFLATION:
ESTATE BUBBLE RECESSIONS**

Antonio Daher Hechem²
Recibido: 24/03/2015
Aceptado: 21/08/2015

RESUMEN

La relación entre las burbujas inmobiliarias y las crisis económico-financieras es analizada en este artículo, explicando el origen de los procesos y ciclos de inflación y deflación urbanas, la formación de burbujas inmobiliario-financieras y la gestación de crisis multisectoriales y globales.

PALABRAS CLAVES

Burbujas inmobiliarias; crisis económicas; financiarización; inflación y deflación urbanas.

1. CONICYT /FONDAP 15110020 y Proyecto FONDECYT 1150636

2. Instituto de Estudios Urbanos y Territoriales de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, Chile.
Correo: adaher@uc.cl

ABSTRACT

The article analyzes the relationship between housing “bubbles” and the latest financial crisis in the globe. It explains the origin and the cycles of urban inflation and deflation, the rise of housing and financial “bubbles” and the causes of global and multi sectorial crises.

KEYWORDS

Housing bubbles ; economic crises; financialization ; inflation and deflation urban .

1. INTRODUCCIÓN

A inicios del año 2015, la economía estadounidense pareciera por fin haber superado la fuerte y persistente contracción detonada por la crisis subprime del 2007. Sin embargo, sus secuelas persisten aún en Europa, y con efectos menos directos y más tardíos, en China y muchas de las economías emergentes, entre ellas las latinoamericanas. Coincidentemente tanto en esa gran nación asiática -la segunda economía mundial- como en Brasil e incluso en Chile la contracción estuvo precedida de un gran auge inmobiliario con síntomas de burbuja.

La crisis *subprime* -o de las hipotecas de mayor riesgo de las viviendas de los estratos más pobres y de las minorías étnicas de Estados Unidos- puso fin a la burbuja inmobiliaria que la precedió, y esta, estrechamente ligada a la financiarización, contagió la crisis al sistema bancario y a toda la economía de ese país y, casi en tiempo real, la difuminó en Europa y el resto del mundo. La burbuja inmobiliaria no fue solo una inflación de precios de la vivienda o del sector de la construcción y demás industrias encadenas a él: fue también y críticamente una burbuja del sector financiero que acusó su gran dependencia y alta vulnerabilidad frente al ciclo inmobiliario.

Como consecuencia, la crisis -inicialmente de rasgos sectoriales y localizada solo en algunas ciudades y barrios de los Estados Unidos con más hipotecas subprime- rápidamente se generalizó y se transformó en una crisis extremadamente grave y total de la mayor economía mundial que contaminó y arrastró a la economía global.

La burbuja inmobiliaria se reveló entonces como una burbuja que involucraba multisectorialmente a toda la economía altamente urbanizada de los países de mayor desarrollo y, en especial, al sistema financiero mundial comandado desde las principales metrópolis.

La inflación inmobiliaria, potenciada recíprocamente con una inflación financiera a través de instrumentos derivados, titulización y apalancamientos, concluyó así en una deflación no sólo inmobiliaria, también en una contracción económica generalizada y en una recesión persistente por más de un quinquenio. Ocho años después -aunque también por causas endógenas- la Eurozona intenta evitar aún la amenaza de una deflación de su economía, y España, que experimentó su propia burbuja y crisis inmobiliaria, recién logra algunos indicadores esperanzadores luego de una aguda recesión con dramáticos niveles de cesantía.

Este artículo se basa en otros tres del mismo autor: *El sector inmobiliario y las crisis económicas*, publicado en EURE (Daher, 2013a); *Territorios de la financiación urbana y de las crisis económicas*, en la *Revista de Geografía Norte Grande* (Daher, 2013b), ambas de la Pontificia Universidad Católica de Chile; y *Fondos inmobiliarios y riesgo urbano*, publicado en la *Revista de Urbanismo* de la Universidad de Chile (Daher, 2013c). El presente documento es una relectura de los precedentes y los complementa y actualiza explorando específicamente el origen y formación de las burbujas inmobiliarias, los procesos de inflación y deflación urbana, y las crisis consiguientes. Con ese fin se realiza una amplia revisión de la literatura especializada, analizando y sintetizando sus aportes, y se elabora una contribución conceptual propia en este campo.

Aunque está referido principalmente a las experiencias recientes de los Estados Unidos y España, alude también a crisis anteriores y contemporáneas de varios otros países, y sus conclusiones son ciertamente válidas, con las consideraciones necesarias, a otras realidades, incluida la chilena. El texto que sigue se desarrolla en tres secciones: la primera está referida a las burbujas inmobiliarias y la inflación urbana; la segunda a los procesos de deflación urbana; y la última a las crisis detonadas por los ciclos inmobiliarios.

2. BURBUJAS INMOBILIARIAS E INFLACIÓN URBANA

¿Qué son las burbujas inmobiliarias? ¿por qué y cómo se originan? ¿qué se puede aprender de la historia reciente de las crisis inmobiliarias? ¿son solo responsabilidad del mercado o también de los gobiernos? En efecto, más allá del accionar del sector privado, la responsabilidad de las políticas públicas en la incubación de las crisis del sector inmobiliario aparece muchas veces asociada a los procesos de desregulación y privatización. El denominado liberalismo urbano, inspirado en el filosófico y sobre todo en el económico, es señalado habitualmente como una causa inmediata -junto a la financiación- de las burbujas y crisis inmobiliarias.

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 las inversiones puede intensificar una burbuja inmobiliaria (Theurillat, Corpataux y Crevoisier, 2010). A su vez, 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). Tal movilidad se ha verificado 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.

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. 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).

Una de las consecuencias -entre otras- de la financiarización descrita fue que los excedentes de ahorro de Japón, Alemania, China y de varias economías emergentes, se invirtieran comprando la deuda de Freddie Mac y Fannie Mae y otros valores con respaldo hipotecario respaldados por tales instituciones: "Todos estaban implícitamente garantizados por el Tesoro de Estados Unidos" (Roubini y Mihm, 2010:139). Estos autores agregan que los acreedores privados de ese país -en especial inversores e instituciones financieras de Europa- fueron los mayores compradores de productos titulizados, impulsando la creación de la burbuja inmobiliaria.

Krugman le reconoce autoría sobre la titularización 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).

El mismo autor considera que la burbuja de la vivienda fue aún más injustificada que la de las acciones de la década anterior, con el agravante, según Krugman, 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, aún cuando las hipotecas subyacentes eran bastantes dudosas” (Krugman, 2010: 155).

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”.

La expansión crediticia y el endeudamiento inducen prácticas especulativas en los mercados inmobiliario y bursátil, con alternancia o simultaneidad, que luego se expresan en burbujas más o menos locales o globales. Ilustra este proceso la crisis originada en Florida pocos años antes de la Gran Depresión. Luego de la Primera Guerra Mundial y de sus consecuencias en el dinamismo económico, los bancos norteamericanos otorgaban generosos préstamos a quienes deseaban endeudarse para adquirir propiedades o títulos. A partir de 1919, el entusiasmo de los más pudientes se orientó a los bienes inmobiliarios de Florida. En 1926, la demanda inmobiliaria empezó a disminuir, aunque los precios seguían al alza: “se desató entonces un mecanismo que volveríamos a ver más tarde: falso optimismo, bancos que aconsejaban in-

versiones desproporcionadas (...), una burbuja inmobiliaria seguida de una burbuja en el mercado de acciones ..." (Attali, 2009:24).

Así también en Japón, las inversiones especulativas en finca raíz casi provocaron una crisis bancaria en los setenta. El tamaño de la burbuja japonesa era sorprendente. A inicios de los noventa, la tierra se había encarecido extraordinariamente: "de acuerdo a un dato semificticio citado con frecuencia, la milla cuadrada sobre la que se encuentra el Palacio Imperial de Tokio valía más que todo el estado de California" (Krugman, 2010:70). En la década de los ochenta, Japón se vió atrapado por una manía especulativa sin precedentes arraigada en los valores y el sector inmobiliario (...) El precio de los inmuebles residenciales casi se duplicó (...) y el valor de los inmuebles comerciales se triplicó" (Roubini y Mihm, 2010: 51-52). Y reflexionando sobre las consecuencias de esta burbuja, los mismos autores recuerdan que, para Japón, la década de los noventa se denominó la Década Perdida, y que en ese país no volvió a crecer nunca más al ritmo previo a esa crisis.

Con procesos similares, "en 1997 y 1998, las economías emergentes de todo el mundo se vieron acechadas por ese tipo de crisis (...) Los mercados de valores se sobrevaloraron, se formaron burbujas inmobiliarias" (Roubini y Mihm, 2010: 55). En Tailandia, cuando el país comenzó a crecer aceleradamente, "los campesinos pasaron del campo a los nuevos empleos urbanos" y los "templos de Bangkok quedaron a la sombra de torres de oficina y apartamentos". Los crecientes préstamos del exterior produjeron una gran expansión del crédito y por ende una ola de inversiones. "Una parte de ésta tomó la forma de construcciones reales, principalmente edificios de apartamentos y oficinas, pero también hubo mucha especulación, principalmente en finca raíz y en acciones. Hacia 1996 las economías del sudeste asiático comenzaban a tener un enorme parecido con la economía "burbuja" de Japón de finales de la década de los ochenta" (Krugman, 2010:86 y 88).

Urbanización acelerada de la población y, más aún, de la economía; globalización financiera; incremento del crédito, de la demanda y las inversiones; especulación bursátil y, sobre todo, inmobiliaria en los centros urbanos más dinámicos, sedes económicas y financieras: todos factores propicios para una crisis.

Algunos años antes de la crisis asiática en los Estados Unidos las entidades de ahorro y préstamo- denominadas *Savings and Loan*- constataron que sus préstamos se vieron afectados al estallar la burbuja inmobiliaria, hundiéndose más de 1600 bancos, que habían conservado en sus libros (según el modelo de "originar para mantener") préstamos malos para inmuebles comerciales

y residenciales, lo que supuestamente no habría ocurrido -según algunos -si los préstamos se hubieran titulizado (Roubini y Mihm, 2010).

Un paralelo en el tiempo, planteado como paradoja por uno de quienes profetizaron esta crisis resume circularmente la visión histórica descrita: “¿Cuándo empezó la época de prosperidad?: tal vez comenzó con la repentina fiebre de la reventa de bienes inmuebles, cuando los primeros especuladores compraron y vendieron solares subdivididos como si fueran acciones de una empresa, duplicando y triplicando sus beneficios en semanas, por no decir en días (...) En un momento el auge se convirtió en una burbuja” (Roubini y Mihm, 2010: 29-30) Los mismos autores señalan que este relato no corresponde sólo a fines de la década del 2000, sino al inicio de la Gran Depresión hace más de ochenta años: “Entonces, igual que ahora, las burbujas especulativas en el ámbito inmobiliario y bursátil, la mínima regulación financiera y la fiebre de innovación financiera conspiraron para crear una burbuja que al estallar, sentó las bases para que el sistema financiero de Wall Street llegara al borde del colapso, se produjera una brutal depresión económica entre los ciudadanos de a pie y se generara una crisis mundial” (Roubini y Mihm 2020: 31).

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. Los mismos autores, aludiendo a *The Economist*, recordaban que el precio de la vivienda en EE.UU. se había incrementado en 73% desde 1997 a 2005, más del 100% en Australia y cerca del 150% en España; y siguiendo a Colliers International, señalaban que en Dubai las casas se apreciaron en 227% sólo entre 2003 y 2007. Constataban que las razones eran las mismas: políticas monetarias laxas, inédita rebaja de los tipos hipotecarios a un solo dígito, exceso de ahorro global, menos regulación de los mercados hipotecarios y financieros, sensación de mayor poder adquisitivo de los propietarios de inmuebles de precios crecientes y, por ende, mayor gasto y menos ahorro de los mismos. En consecuencia “el posterior boom de las inversiones residenciales elevó el PIB de muchos países” y, comparativamente y en conclusión, “ la situación en Estados Unidos era mala, pero no era ni de lejos la peor, incluso aunque la burbuja inmobiliaria generara allí más préstamos problemáticos que cualquier otro país(...) Cuando las crisis inmobiliaria atacó Estados Unidos, todos las demás economías con burbujas inmobiliarias su-

frieron un declive comparable, si no mayor” (Roubini y Mihm, 2010: 210-212).

En 2008, China, con un costo real del capital negativo, desarrolla una burbuja financiera, bursátil y un *boom* del mercado inmobiliario. Europa, ese mismo año, presentaba una alta probabilidad de verse tan afectada como Estados Unidos: el Reino Unido, como centro financiero, y España, con una burbuja inmobiliaria propia, parecían más vulnerables (Soros, 2008).

España desarrolló una gran burbuja en el sector vivienda y sufrió un desastre total de su mercado inmobiliario (Janoschka, 2011). El *boom* sectorial español -el mayor de la historia europea- respondió a una sobreabundancia de crédito que estimuló una sobreproducción de viviendas (Vergés, 2002). A diferencia de Estados Unidos, las fuertes regulaciones bancarias españolas permitieron que sus bancos soportaran mejor la crisis, aunque el impacto de la misma en el conjunto de su economía fue mucho mayor. También el Reino Unido sufrió una burbuja inmobiliaria. Su normativa financiera flexible no funcionó mejor que en los Estados Unidos. Dada la mayor proporción del sector financiero en la economía británica, el costo de los rescates fue, en términos relativos, mayor (Stiglitz, 2010).

La gravedad y persistencia de la crisis española requiere especial atención (García, 2008). Según Ortega y Peñalosa (2012) los desequilibrios expansivos y la reducción de los instrumentos de política económica para el ajuste fueron consecuencia de la pertenencia de España a la unión monetaria europea, coincidiendo en este diagnóstico con Bernardos (2009). Las particularidades de la crisis inmobiliaria española -incluida su burbuja propia-(Colom, 2012) y los factores de cambio de tendencia (González, 2011) son desarrollados también por Naredo(2012), quién destaca el tránsito de un modelo que priorizaba la vivienda en alquiler -tanto “libre” como social- a otro de promoción de la vivienda en propiedad. Desatada la crisis y la consiguiente recesión, el Ministerio de la Vivienda (2010) vuelve a impulsar el alquiler y la vivienda “protegida”, asimilando a esta a un número de viviendas “libres”.

Fernández y Cruz (2010) afirman que el caso español aporta un ejemplo modélico de la interacción financiero -inmobiliaria con bajos tipos de interés -históricamente los mínimos -e incremento significativo en los plazos medios de devolución de los préstamos hipotecarios -25 a 50 años -. Aseveran estos autores que tales condiciones de financiación han redundado a su vez en un incremento histórico del precio de la vivienda, y ciertamente han favorecido asimismo a las empresas constructoras y agentes promotores. Las mismas condiciones favorables, a las que se agrega el ingreso de capitales extranjeros orientados a la compra de inmuebles -equivalentes a cerca del 1% del

PIB español en los primeros años de la década del 2000 -fortalecieron “la concepción según la cual la vivienda se transforma de bien de uso en bien de inversión, o incluso de especulación” (Fernández y Cruz, 2010:4)

Analizando la relación entre el alto crecimiento de la economía española previo a la crisis de 2008 y el protagonismo del sector inmobiliario en el mismo, Fernández y Cruz (2010:2-4) señalan que “es un tema muy debatido el nivel de influencia que haya tenido en este crecimiento la progresiva basculación del modelo económico español hacia el sector de la construcción (...) pero parece innegable que el acelerado incremento del peso proporcional del mismo no puede ser ajeno al resultado global”, agregando que la menor rentabilidad en otras opciones “ha contribuido de forma manifiesta a dirigir la práctica totalidad del ahorro nacional hacia la adquisición de suelo o inmuebles, en los que la valorización anual por la acelerada subida de precios auspiciaba beneficios notoriamente superiores. “La construcción se erigió, así, en la verdadera industria nacional, cuyo peso económico se elevaba bien por encima de la media europea” (Naredo, 2012:65).

Volviendo a EE.UU. y a la crisis *subprime*, catalogada como la peor desde 1930, la de 2008, a diferencia de otras crisis periódicas asociadas a los ciclos económicos, sería el resultado de una extraordinaria expansión crediticia, durante el cuarto de siglo que la precedió (Soros 2008). Este mismo autor enfatiza que esa crisis no es sólo el estallido de la burbuja inmobiliaria norteamericana, sino al de una superburbuja -ambas vinculadas -incubada en la globalización de los mercados financieros y a una asimetría que desplazó los ahorros internacionales desde la periferia -donde solía ocurrir la mayoría de la crisis -al centro, permitiendo que Estados Unidos tuviese un déficit crónico de cuenta corriente acumulando deuda externa mientras China y otros países acumulaban reservas externas ...La crisis inmobiliaria hace caer el consumo pero también al dólar, desinflando los excesos producidos por las innovaciones financieras, ya que la crisis de la hipotecas subprime inducía un abombamiento de la superburbuja (Locussol, 2007).

Sin embargo, y a pesar de tantos indicios, la crisis no era advertida: “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.

Por el contrario, las imperfecciones inherentes a los mercados inmobiliarios, la especulación asociada a las externalidades y plusvalías urbanas, y los factores de riesgos propios del crédito y los valores hipotecarios incrementan los efectos distorsionadores que dichos mercados tienen, no pocas veces, en los procesos de crecimiento y contracción, distorsión manifiesta en la emergencia reiterada de burbujas inmobiliarias y en sus consecuencias multisectoriales, dados los encadenamientos productivos, de insumos y de servicios, y sus apalancamientos y derivados financieros .

El estratégico rol articulador del sector inmobiliario entre la economía real y la financiera, dado su peso macroeconómico y sus vastas y complejas relaciones multisectoriales, determina que -como se ha expuesto -tal sector esté estrictamente relacionado con las más importantes crisis bancarias y financieras. En consecuencia, “las conexiones entre urbanización, acumulación del capital y formación de crisis merecen analizarse cuidadosamente” (Harvey, 2011: 137).

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.

En síntesis, las crisis financieras, más que constituirse en la causa originaria de las recesiones, las amplifican (Reinhart y Rogoff, 2011) y contagian, ciertamente con mayor potencia y celeridad luego de la titulización y financiarización inmobiliarias. Por lo mismo, los precios de la vivienda pueden constituirse en los primeros y más asertivos indicadores de alerta temprana de las crisis bancarias (Reinhart y Rogoff, 2011), confirmando tanto el rol detonante de las mismas jugado por los ciclos y burbujas inmobiliarias, cuanto la mayor vulnerabilidad del sector financiero a tales ciclos.

“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).

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.

Pero las fluctuaciones que se registraron con más evidencia a fines del 2007 ya no correspondían tan solo a una deflación de precios en el sector inmobiliario -lo que ocurría desde 2006- sino al preámbulo de la mayor crisis mundial desde inicios del siglo XX.

3. DEFLACION INMOBILIARIA Y URBANA Y RECESIONES ECONÓMICAS.

¿Por qué una auspiciosa burbuja revienta sorpresivamente? ¿qué produce una deflación inmobiliaria y urbana? ¿cómo es posible que una caída en el sector inmobiliario arrastre a todo el sistema financiero?

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). 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.

“El origen de todo lo marcó el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, al de-

rrumbarse 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 titulizar (“*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).

En ese contexto, 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). 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 -Shiller, 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).

De acuerdo con Roubini y Mihm (2010), casi todas las crisis comienzan con una burbuja, donde el precio de un activo crece muy por sobre su valor básico subyacente, acompañado de un endeudamiento excesivo con el fin de sumarse a esa prosperidad. Otras crisis se asocian a innovaciones tecnológicas -como el ferrocarril e internet -que generan grandes expectativa. “Esa innovación tecnológica no fue el detonante de la actual crisis, impulsada por el sector inmobiliario”, pero los complejos valores mobiliarios creados en los laboratorios financieros del Wall Street sí podrían dar la talla cómo desencadenante” (Roubini y Mihm, 2010: 35). En relación a los períodos de prosperidad en los ciclos económicos y los activos de interés especulativo, agregan que: “aunque el activo codiciado podría ser cualquiera, normalmente se trata de acciones de interés variable y de bienes inmuebles”. Y agregan: “La reciente burbuja inmobiliaria en Estados Unidos siguió ese guión al pie de la letra: se decía que los bienes inmuebles eran una “inversión segura”,

que “nunca perdía valor” porque “los precios de las viviendas nunca bajan” (Roubini y Mihm. 2010:36). El rol de la especulación en los ciclos inmobiliarios es ampliamente tratado por Malpezzi y Wachter (2005).

A propósito de las burbujas inmobiliarias y sus distorsiones en los mercados, De Mattos (2007:87-88) señala, siguiendo a Charmes, que “un ejemplo de esta sobreespeculación inmobiliaria es la explosión de Bangkok de 1997, origen de la crisis económica asiática (y) otro caso es la reciente crisis hipotecaria en Estados Unidos”. Concluye el autor: “ambos casos permiten evaluar la importancia que la inversión inmobiliaria ha cobrado en la dinámica económica global en las últimas décadas”.

En términos diferentes pero convergentes, Shiller (2009:9), refiriéndose a la crisis *subprime*, afirma que “sin embargo no deberíamos confundir los primeros síntomas de la crisis con la causa última de la misma (...) las burbujas del mercado financiero y del mercado de valores, unos sucesos de magnitud internacional”.

Según Roubini y Mihm (2010), una explicación habitual de la crisis refiere a la burbuja inmobiliaria, los prestatarios *subprime* y sus hipotecas que, titulizadas, habrían infectado y derrumbado el sistema financiero global. Estos autores sostienen que esto no fue sino el principio, y que los cambios en los gobiernos corporativos y los sistemas de bonificaciones, como también el gobierno -a través de las políticas monetarias y las políticas a favor de la adquisición de viviendas en propiedad -serían corresponsables. En cuanto a la relevancia de la intervención gubernamental, los mismos autores señalan que quedó “enana” frente a la relevancia de su inacción, a la omisión regulatoria ante el crecimiento de la banca en la sombra.

Krugman (2010: 155) comenta que “mientras que los precios de las viviendas siguieran subiendo, todo parecía bien y el esquema Ponzi seguía rodando. Había unas pocas hipotecas en mora, los títulos respaldados con hipotecas arrojaban grandes ganancias y los fondos continuaban entrando al mercado inmobiliario”. El mismo economista advierte, sin embargo, que las consecuencias de la explosión de la burbuja de la vivienda fueron peores a lo imaginable: “El sistema financiero resultó ser mucho más vulnerable a los efectos colaterales de los precios de la vivienda en picada que a los efectos de la caída de la bolsa (en 2000)”.

“Porque el sistema financiero había cambiado de manera que nadie entendía por completo” (Krugman, 2010: 150 y 157). Más que la sola complejidad del sistema financiero, su alta vulnerabilidad a la caída de los valores inmobiliarios.

liarios -mayor incluso al riesgo de su exposición bursátil -resulta ser una clave de significación analítica (Brueggemen y Fisher, 2004).

A la comentada mayor vulnerabilidad del sistema financiero frente a los ciclos inmobiliarios se agrega, según varios autores, el también mayor efecto riqueza de la vivienda. Tanto este último como el factor de riesgo asociado a la exposición inmobiliaria directa o indirecta ayudan a comprender como los ciclos inmobiliarios detonan las crisis bancarias.

De acuerdo con Stephanie Pomboy y, en particular con Robert Shiller, Foster y Magdoff (2009) subrayan que el efecto riqueza de la vivienda puede ser muy mayor al del mercado bursátil y que, como lo ha demostrado Shiller, la vivienda tiene el doble de correlación con el consumo que el mercado bursátil. De aquí que la “burbuja inmobiliaria y la fortaleza del consumo en la economía están conectadas con lo que podría denominarse “la burbuja del endeudamiento de los hogares”, que podría estallar fácilmente si los tipos de interés aumentan y el precio de la vivienda se estanca o desciende”(Foster y Magdoff, 2009:54). La alta correlación vivienda -consumo, intermediada por el crédito, evidencia el rol articulador del sector inmobiliario entre el sistema financiero y la economía real.

Consecuentemente con las argumentaciones expuestas “ puede conjeturarse que una de las razones por las que las grandes crisis bancarias tienden a prolongarse por tanto tiempo es que estos episodios involucran el persistente ciclo del sector inmobiliario (...) Luego de la reciente crisis hipotecaria, la contracción del sector financiero durante 2008-2009 acabó siendo considerablemente más grande” (Reinhart y Rogoff, 2008: 186-187).

Si efectivamente hay una cierta relación de causalidad entre los ciclos inmobiliarios y las crisis financieras, entonces no puede sorprender que, identificando “los indicadores de alerta temprana de una crisis”, Reinhart y Rogoff (2011:300-301) describan que “en el caso de las crisis bancarias el precio real de la vivienda ocupa casi el primer sitio en las lista de indicadores confiables (...) pues es el que produce un menor número de falsas alarmas. Monitorear la evolución del precio de la vivienda tiene entonces un evidente valor añadido al tratar de predecir potenciales escenarios de crisis bancaria”.

La burbuja hizo crisis en 2006 por el incremento de los tipos de interés, lo cual causó un cambio en la dirección de los precios de la vivienda (Foster y Magdoff, 2009). “La crisis (*subprime*) instantáneamente afectó a los agentes financieros de Europa y Asia. Sin embargo, se demoró cerca de un año en transmitir el *shock* a la economía real, lo que muestra la relativa independencia de los dos ámbitos” (Corpataux, Crevoisier y Theurillat, 2009:330). Cuando la burbuja se rompió, los propietarios debían más por sus hipotecas

de lo que se valoraban sus casas. Las tasas medias de ahorro habían caído a cero. La explosión afectó primero a las hipotecas de alto riesgo de familias de ingresos bajos -perdieron sus hogares, sus ahorros, sus opciones de educación universitaria - Luego se expandió a toda la propiedad inmobiliaria residencial y enseguida comercial. Cayó la demanda, el valor de las acciones, la posibilidad de endeudamiento, y luego colapsó la industria manufacturera norteamericana...Los efectos se amplificaron porque los bancos inventaron productos complejos de base hipotecaria que multiplicaban el riesgo y engañaban a los entes reguladores, los que se habían dispersado en el sistema bancario mundial. Sin la seguridad y la confianza que los sustentan, los mercados mundiales de crédito se desmoronaron (Stiglitz, 2010).

Pero estos efectos no son sino expresiones específicas del contagio de una crisis global detonada por el sector inmobiliario a partir de la hipotecas *subprime* ¿Por qué? Debido al enorme tamaño de la burbuja inmobiliaria. Nacionalmente, para el verano de 2006 la vivienda estaba sobrevalorada quizás en más del 50% y, “a la hora del juicio financiero final la terminación de la burbuja de la vivienda había eliminado 8 billones (de dólares) de riqueza” (Krugman, 2010: 174-175). En enero de 2008, según Ramonet (2009), el valor total de ocho grandes bolsas -de Nueva York, Tokyo y seis ciudades de Europa occidental -alcanzaba a 23,5 billones de euros: diez meses después se reducía a la mitad.

Estudios de caso han demostrado “que un alza desmedida en el precio de la vivienda por lo general precede a una crisis financiera”. Entre sus secuelas “los declives en el precio real de la vivienda promedian 35% y se extienden hasta seis años” -en Japón, 17 años -(Reinhart y Rogoff, 2011: 241 y 248). Recordando a Bordo y Jeanne, los mismos autores (2011:184) señalan que “las crisis bancarias tienden a producirse ya sea en el clímax de un boom en el precio real de la vivienda o justo después del descalabro”.

El rol económico excepcionalmente determinante del sector inmobiliario justifica que se pueda afirmar que los Estados Unidos, Gran Bretaña, España y varios otros países probablemente hubieran sufrido recesiones cuando sus burbujas inmobiliarias se reventaron aun si el sistema financiero no se hubiera derrumbado” (Krugman, 2010:185). Explica el autor: por el efecto negativo en el empleo con la caída de la construcción y la consiguiente reducción del gasto -ya que los consumidores pierden acceso a préstamos sobre el valor de sus casas y se sienten más pobres -, lo que a su vez tiene un efecto multiplicador con menos empleo y menos gasto.

“En 2007 los norteamericanos acumulaban 900.000 millones de deuda

privada en sus tarjetas de crédito, el doble en comparación con la década anterior. La deuda de los hogares (...) pasó del 46% del PIB en 1979 al 98% en diciembre de 2007". A su vez, "la deuda externa norteamericana superó los 7 T (siete billones de dólares), es decir, el 70% del PIB (...) La deuda total de los norteamericanos (incluyendo todos los agentes) llegaba al 350% del PIB en diciembre de 2007, más que en 1929" (Attali, 2009:57-58). Este autor señala que el monto total de los títulos -fueran o no inmobiliarios -alcanzó a los 12 T (12 billones de dólares), suma equivalente a los bonos del Tesoro norteamericano. El dinero barato causó así una burbuja inmobiliaria: entre 2000 y 2005, el valor de las viviendas subió más del 50% junto a un *boom* de nuevas construcciones. Merrill Lynch observaba que casi la mitad del crecimiento del producto de Estados Unidos en el primer semestre de 2005 estaba relacionado directa o indirectamente -por el dinero generado por la refinanciación hipotecaria -con las viviendas. El fuerte crecimiento del precio de la vivienda llevo a la especulación. Ese año, según Mason y Rosner, el 40% de las viviendas adquiridas tenía como finalidad la inversión o servir de segunda vivienda (Soros, 2008).

¿Se ha vuelto obsoleto el ciclo económico? "Con buena parte del mundo en medio de la angustia de una crisis financiera y económica que recuerda la de los años treinta, estos pronunciamientos optimistas suenan casi increíblemente presuntuosos" (Krugman 2010:22) El autor responde así, dramáticamente, a quienes creían haber domesticado y superado los conocidos *boom -bust cycles*. A propósito de estos últimos, Laeven y Valencia (2008) identifican, sólo en el período 1970-2007, 124 crisis bancarias, 208 cambiarias y 63 de deuda soberana, constatando que varios países experimentan múltiples crisis. Señalan que las crisis recientes -en 2008 - en EE.UU. y Gran Bretaña no difieren significativamente de las tradicionales *boom-bust cycles* observados en las otras crisis nacionales, ya que muchos de los episodios críticos experimentan burbujas de precios, y particularmente burbujas inmobiliarias, a menudo generadas por liberalización financiera (aunque en el caso de EE.UU. no se trataría -según estos autores -de liberalización en sentido convencional, sino más bien de innovación financiera que el mercado y los reguladores no entendieron plenamente). Para ellos, los *real estate ventures* han sido centrales en muchas de las recientes crisis bancarias.

Así pues y recapitulando, la historia de las crisis enseña que, luego de un ciclo de auge inmobiliario y de inflación urbana las burbujas terminan por reventar, haciendo caer no sólo los precios de los bienes raíces -una deflación meramente sectorial- sino que detonando una situación financiera apocalíptica que generaliza la crisis a toda la economía

de un país y, con la globalización, a la economía mundial en su conjunto.

4. BURBUJAS, DEFLACIÓN Y CRISIS INMOBILIARIO-FINANCIERAS

Las crisis relacionadas o burbujas inmobiliarias -y éstas a los procesos de financiarización de la ciudad -replantan 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.

Las crisis económicas detonadas por las burbujas inmobiliarias y la financiarización urbana afectan 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.

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 las burbujas y ciclos inmobiliarios 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). Con tamaño peso macroeconómico, no casualmente el mercado inmobiliario se relaciona tan estrechamente con el sector financiero y los fondos de inversión.

En esa relación, 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). 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).

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. Las hipotecas *subprime* fueron para las minorías marginadas en los barrios con más hispanos, negros, inmigrantes y pobres: la vivienda social estadounidense, financiarizada, “inmobiliarizó” al sector financiero y desfinanciarizó a la banca internacional, en una crisis global con dramáticas consecuencias sociales y políticas.

Roubini y Mihm (2010) destacan como, ya desde el siglo XIX y de manera reiterada, la valorización y especulación territoriales producidas por la expansión ferroviaria y las burbujas inmobiliarias se perfilan como causas mediatas o inmediatas de las sucesivas crisis. En efecto, “el pánico de 1857 no fue menos global (respecto del inglés de 1825) en cuanto a su esfera de acción. El período de bonanza empezó en Estados Unidos con la especulación en torno al tráfico de esclavos, el ferrocarril, los instrumentos financieros y el suelo (...) Es posible que el hundimiento global más espectacular del

siglo XIX fuera la crisis de 1873 (...) las indemnizaciones que Francia pagó a Alemania tras la guerra franco - prusiana desencadenaron un *boom* especulativo en el sector inmobiliario alemán y austríaco". Y también "la crisis de 1907 empezó en Estados Unidos después de que se fuera a pique un *boom* especulativo asociado a las acciones y al sector inmobiliario" (Roubini y Mihm, 2010: 43-45).

Según Marichal (2010) la crisis de 1857 se origina en burbujas relacionadas con el sector de ferrocarriles y tierras públicas; la de 1873, con los sectores de la construcción, de la vivienda y ferrocarriles; la de 1974, con *booms* en acciones y bienes inmuebles, al igual que la de 1990 en Japón; y la de 2008, ciertamente con bienes inmuebles, derivados y *credit default swaps* (CDS) o seguros contra impago de créditos. Según este autor -y a diferencia de otros- la primera crisis mundial es la de 1873 iniciada en Austria y expandida a gran parte de Europa y luego a los Estados Unidos con un gran desplome bursátil y financiero, reflejando así la extensión y creciente integración del capitalismo a escala internacional. Siguiendo a Giffen y Schumpeter, el mismo autor indica como causa inmediata de dicha crisis el auge y caída de un sector clave en la actividad económica a escala internacional, la construcción ferroviaria: los contratistas congelaron las obras de construcción en EE.UU., Europa y otras regiones, con el consiguiente despido de millones de trabajadores y la cancelación de contratos de suministros metalúrgicos y mineros (Marichal, 2010).

Así pues, "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).

"A menudo se comenta que la actual crisis financiera mundial empezó en Estados Unidos. Esta afirmación no es inexacta, puesto que las primeras fisuras de la arquitectura financiera global (...) guardaban relación con las hipotecas *subprime* (hipotecas de alto riesgo) que se originaron en Estados Unidos. Entre enero y marzo de 2007 más de cuarenta agencias que emitieron esta clase de hipotecas en EE.UU cerraron o se declararon en quiebra" (Shiller, 2009:9).

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 documentarnos 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). Posteriormente Harvey coincidirá en este diagnóstico, afirmando que varias de las crisis en el mundo luego de 1973 “tuvieron como base cuestiones de propiedad(raíz) o de desarrollo urbano”, y que “no hay, por tanto, nada de original ...en su enraizamiento en el mercado inmobiliario y en el desarrollo urbano” (Harvey, 2011: 14 y 16). El mismo autor acentuará, en una obra posterior, “las raíces urbanas de las crisis financieras”(Harvey, 2012: 321).

Aún considerando el volumen de esta burbuja y su trascendencia internacional cabe preguntarse: ¿Cómo una crisis inmobiliaria circunscripta a Estados Unidos deviene en una crisis mundial? Ramonet(2009) plantea esta cuestión y afirma que la desregulación bancaria y la hipersofisticación de la industria y la ingeniería financieras explican, preferentemente vía la titularización -entre muchos nuevos instrumento- dicha propagación. La “titularización”, iniciada en la década de los ochenta, transforma préstamos bancarios inmobiliarios en activos financieros transables en los mercados. Esta es sin duda alguna más una revolución para la economía inmobiliaria que para los mercados financieros.

Las crisis bancarias son más un mecanismo de amplificación y de contagio-más aún un medio de la financiarización -antes que un factor de causalidad. La vulnerabilidad del sector financiero frente al ciclo inmobiliario y los efectos multiplicadores de aquel fueron previstos y anunciados por Roubini: en septiembre de 2006, anticipó el estallido de la burbuja inmobiliaria, señalando que el impago de las hipotecas paralizaría todo el sistema financiero global al revelarse valores con respaldo hipotecario por billones de dólares, con consecuencias en todo el sistema financiero, desencadenando una crisis. Predijo que esta no tardaría en propagarse al exterior generando una pandemia financiera global (Roubini y Mihm, 2010). La burbuja había sido detectada tres años antes por Case y Shiller (2003), en su etapa de inflación inicial.

Proporcionales a la gran influencia económica y financiera del sector inmobiliario son también sus efectos: la burbuja inmobiliaria fue tan importante para contrarrestar el estancamiento económico y como base de la financiarización, y también para el bienestar de los hogares norteamericanos, que la debilidad del mercado inmobiliario podría llevar a una contracción

económica y a un caos financiero generalizado (Foster y Magdoff, 2009). Los mismos autores concluyen que, dado que el consumo en EE.UU. es la principal base de la demanda de la economía mundial, se hace más probable una crisis global. “La crisis de las *subprime* tampoco terminó en las fronteras de Estados Unidos. Los boyantes mercados inmobiliarios han dado señales de debilidad o al menos de estancamiento, en muchos países” (Shiller, 2009:18). Wolff (2006) había hecho poco antes una revisión internacional de los activos inmobiliarios, en la víspera de la crisis.

No casualmente un estudio del Fondo Monetario Internacional (Laeven y Valencia, 2008) sobre 127 crisis económicas acaecidas en las tres últimas décadas en una treintena de países -citado también por Ramonet (2009:22) “confirma que las que nacen a partir de los sectores inmobiliario y bancario son particularmente “intensas, largas, profundas y nocivas para la economía real” ¡qué duda cabe! Shiller (2009:13) lo confirmaba tempranamente: “la crisis de las *subprime* es la denominación de un punto culminante e histórico de nuestro sistema económico y nuestra cultura. Se ha producido fundamentalmente tras el estallido de una burbuja en el mercado inmobiliario que empezó en Estados Unidos en el año 2006 y ya ha causado estragos en muchos otros países a modo de derrumbes financieros y crisis de liquidez global en los créditos”. Su pronóstico resultaría dramáticamente profético: “Es probable que hayamos entrado en una grave recesión económica que causará problemas para millones de personas propagándose más allá de las hipotecas *subprime* que se sitúan en el epicentro de esta crisis” (Shiller, 2009: 17-18).

Esa probabilidad, vislumbrada por Shiller en los años iniciales de la crisis, se convirtió dramáticamente en certeza. Sus consecuencias económicas, sociales y humanas perduran aún en 2015 en la mayoría de los países, afectando siempre más, aunque tardíamente, a las economías emergentes y a sus sectores más vulnerables.

5. CONCLUSIONES

Un primer conjunto de conclusiones de este estudio está referido al origen de las burbujas inmobiliarias y de la inflación urbana. La experiencia histórica en países y contextos muy diferentes demuestra que las burbujas surgen tanto por acción del sector privado como por acción -y también omisión- del sector público. El mercado -tanto local y global- y los gobiernos comparten responsabilidades ante la inflación inmobiliario-financiera, y por ende frente a las crisis que ella detona y a sus muy graves secuelas económicas y sociales. En esa relación, 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.

La competitividad urbana y el city marketing propiciados por las administraciones municipales o los gobiernos locales -que apuntan a la atracción de capitales externos-; las políticas de regulación o desregulación relacionadas con las instituciones financieras, la operación de los fondos de inversión institucionales -incluidos los soberanos, los de pensiones y ciertamente los inmobiliarios-; las normas relativas a la inversión externa directa, entre otras varias acciones de organismos gubernamentales, contribuyen muchas veces a crear o agudizar las condiciones propicias a la inflación de burbujas y ulteriores crisis.

La globalización financiera y la financiarización -que posibilitó la titulización hipotecaria a escala internacional-; el incremento del crédito -ligado también a las políticas monetarias-; la especulación bursátil y sobre todo inmobiliaria en los centros urbanos más dinámicos, son todos factores que luego convergen en burbujas más o menos locales o globales propicias para una crisis.

Las imperfecciones inherentes a los mercados inmobiliarios, asociadas a las externalidades y plusvalías urbanas, y los factores de riesgos propios de los valores hipotecarios, incrementan los efectos distorsionadores que dichos mercados tienen, no pocas veces, en los procesos de crecimiento y recesión, distorsión con amplias consecuencias multisectoriales, dados los encadenamientos productivos, de insumos y de servicios, y los apalancamientos y derivados financieros de los sectores de la construcción e inmobiliario.

El estratégico rol articulador de este sector entre la economía real y la financiera, dado su peso macroeconómico y sus vastas y complejas relaciones multisectoriales, determina que él esté estrictamente relacionado con las más importantes crisis bancarias y financieras.

Un segundo orden de conclusiones dice relación con los procesos de deflación urbana y las recesiones económicas. La historia de las crisis enseña que, luego de un ciclo de auge inmobiliario y de inflación urbana las burbujas terminan por reventar, haciendo caer no sólo los precios de los bienes raíces -una deflación meramente sectorial- sino que detonando una réplica financiera que generaliza la crisis a toda la economía de un país y, con la globalización, a la economía mundial en su conjunto. En efecto, casi todas las crisis comienzan con una burbuja, y los ciclos de precios del sector inmobiliario han estado directa y recurrentemente relacionados con las crisis bancarias y financieras. La inflación inmobiliaria ha sido el detonante de las crisis más severas, confirmando la alta vulnerabilidad del sector financiero

y de la economía en su conjunto a la caída de los valores de la vivienda y demás bienes inmuebles.

Así pues, constatar que las burbujas inmobiliarias están en el centro de las crisis equivale a reconocer que las burbujas y esas mismas crisis se incuban en las ciudades y, sobre todo, en la metrópolis, sedes crecientemente concentradoras tanto del capital inmobiliario como del financiero. 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 las burbujas y ciclos inmobiliarios con las crisis económicas.

Estas crisis, vinculadas 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.

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. En el advenio de la crisis subprime, las instituciones financieras y fondos de inversión inmobiliaria transnacionales descubrieron en la financiarización y titulización una vía eficaz para su diversificación geográfica y distribución del riesgo hipotecario. Como paradoja, esa fue también la vía expedita del contagio de una crisis con ubicuidad financiera, aunque no social ni territorial.

Una última conclusión se refiere precisamente a la supuesta ubicuidad o a-territorialidad de las crisis como consecuencia de la globalización. Las crisis económicas detonadas por las burbujas inmobiliarias y la financiarización urbana afectan 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 aun cuando globalizadas, tienen epicentros metropolitanos.

El contagio y las consecuencias económicas, y sobre todo sociales y humanas, de la última gran crisis inmobiliario-financiera -la subprime- perduran aún a fines de 2015 en la mayoría de los países, afectando siempre más, aunque tardíamente, a las economías emergentes y a sus sectores más vulnerables.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Attali, J. (2009) *¿Y después de la crisis qué...? Propuestas para una nueva democracia mundial*. Barcelona: Gedisa.
- Bernardos, G. (2009). Creación y destrucción de la burbuja inmobiliaria en España. ICE, 850: 32-40.
- 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.
- Brueggemen, W. & Fisher, J. (2004). *Real Estate Finance and Investments*. Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- Case, K. & Shiller, R. (2003). *Is there a bubble in the housing market? Brookings Papers on Economic Activity* 2, 299-362.
- Cassidy J. (2011). *¿Como os mercados quebran. A lógica das catástrofes econômicas*. Rio de Janeiro: Intrínseca.
- Colom, A. (2012). La crisis económica española: orígenes y consecuencias. Una aproximación crítica. *XIII Jornadas de Economía Crítica: Los costes de la crisis y alternativas en construcción*: 1314-1330. Sevilla, febrero.
- Daher, A. (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.
- Daher, A. (2013a). El sector inmobiliario y las crisis económicas. *EURE*, vol. 39 (118): 47-75.
- Daher, A. (2013b). Territorios de la financiarización urbana y de las crisis inmobiliarias. *Revista de Geografía Norte Grande*, 56: 7-30
- Daher, A. (2013c). Fondos inmobiliarios y riesgo urbano. *Revista de Urbanismo*, 29:32-45.
- 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.
- Fernández, A. & Cruz, E. (2010). Análisis territorial del crecimiento y la crisis del sector de la construcción en España y la Comunidad Autónoma de Andalucía. Artículo para evaluación y publicación en EURE.
- Foster, J. & Magdoff, F. (2009.) *La gran crisis financiera. Causas y consecuencias*. Madrid: Fondo de Cultura Económica.

- García, J. (2008). De la quimera inmobiliaria al colapso financiero. Crónica de un desenlace anunciado. Barcelona: Antoni Bosch.
- González, M. (2011). La vivienda y la crisis. *Extoikos*, 3:33-36.
- Harvey, D. (2011). *O enigma do capital e as crises do capitalismo*. San Pablo: Boitempo.
- Harvey, D. (2012). The urban roots of the financial crisis. En Aalbers, M. (Ed.) *Subprime cities. The political economy of the mortgage markets* (13-19). Malden, Willey-Blackwell
- Hiang Liow, K. (2008). Financial crisis and Asian real estate. Securities market interdependence: some additional evidence. *Journal of Property Research*, 25(2), 127-155.
- Janoschka, M. (2011). *Urbanismo neoliberal, expansión urbana y crisis financiera en el litoral español: Análisis empírico y reflexión crítica*. [http:// www. michael-janoschka.de](http://www.michael-janoschka.de).
- 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.
- Locussol,A. (2007). Krach 2007. *La vague scélérate des "subprimes"*. Paris: Le Manuscrit.
- Malpezzi, S. & Wachter, S. (2005). The rol of speculation in real estate cicles. *Journal of Real Estate Literature*, 13: 143-166.
- Marazzi, C. (2011). A violência do capitalismo financeiro. En A. Fumagalli & S. Mezzadra (orgs) *A crise da economia global* (pp. 23-73). Río de Janeiro: Civilizacao Brasileira.
- Marichal, C.(2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008*. Buenos Aires: Debate.
- Ministerio de la Vivienda (2010). *Informe sobre la situación del sector de la vivienda en España*. Ministerio de la Vivienda, Gobierno de España, abril.
- Naredo, J. M. (2012). El modelo inmobiliario español y sus consecuencias. En M. Belil, J. Borja & M. Corti (Eds.), *Ciudades, una ecuación imposible* (56-98). Buenos Aires: Ed. Café de las ciudades.
- Ortega, E. & Peñalosa, J. (2012). Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM. *Documentos Ocasionales* N°1201, Madrid: Banco de España, Euro-sistema.
- Ramonet, I. (2009). *La catástrofe perfecta. Crisis del siglo y refundación del porvenir*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Reinhart, C.& Rogoff, K. (2008). Is the 2007 US subprime financial crisis so different? An international historical comparison. *American Economic Review*, 98: 339-344.

Reinhart, C. & Rogoff, K. (2011). *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*. México: FCE.

Roubini, N. & 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.

Shiller, R. (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.; Corpataux, J. & Crevoisier, O. (2010). Property sector financialisation: the case of swiss pensions funds (1992-2005). *European Planning Studies* 18 (2), 189-212.

Vergés, R. (2002). El mercado residencial español 1987-2006. Expectativas de vivienda y suelo. *Revista de Economía y Finanzas de Castilla y León*, 6: 68-83

Zanin, L. (2011). Cidades medias carimbadas: a produção imobiliária por empresas construtoras de capital aberto. En P.C.X. Pereira (Ed) *Negócios imobiliários e transformações sócio territoriais em cidades da América Latina* (pp. 49-72). Sao Paulo: FAUUSP.