
FINANCIARIZACIÓN VARIADA DE LA PRODUCCIÓN INMOBILIARIA EN ARGENTINA: EL CASO DEL BOOM INMOBILIARIO EN BUENOS AIRES Y LA POSTCRISIS EN PERSPECTIVA (2002-2015)

Ivana Claudia Socoloff

IEALC-UBA-CONICET, Centro Cultural de la Cooperación
ivisoc@gmail.com

Recibido: 14 de febrero de 2018; Devuelto para correcciones: 16 de julio de 2018; Aceptado: 25 de noviembre de 2018

Financiarización variada de la producción inmobiliaria en Argentina: el caso del boom inmobiliario en Buenos Aires y la postcrisis en perspectiva, 2002-2015 (Resumen)

El debate internacional sobre la financiarización de la producción inmobiliaria se ha centrado principalmente en ciudades localizadas en economías “desarrolladas”. Los investigadores han hallado una creciente penetración de lógicas financieras en la producción de la ciudad y una expansión de las innovaciones financieras aplicadas al financiamiento inmobiliario. Este trabajo se propone dialogar con esas investigaciones a fin de presentar brevemente el estado actual del debate y recuperar algunos indicadores que permitan colocar al caso argentino en perspectiva. La hipótesis central es que en el período 2002-2015 Argentina siguió una trayectoria de relativa desconexión del sistema financiero internacional que se expresó en la producción inmobiliaria, que sin embargo debe ser entendida en el marco de un proceso global de financiarización variada y desigual.

Palabras clave: financiarización, desarrollo inmobiliario, Argentina.

Variegated financialization of Argentinien Real State sector: The case of immobiliary boom in Buenos Aires and the postcrisis in perspective, 2002-2015 (Abstract)

The international debate on real estate financialization has focused on cities located in “developed” economies. Researchers have found an increasing penetration of financial logics in the production of the city and an expansion of financial innovations on real estate financing. This work aims to discuss with this literature in order to place the Argentine case in perspective through certain indicators, while briefly retrieve the current state of the art. The central hypothesis is that Argentina followed a trajectory of relative disconnection of the international financial system between 2002 and 2015, with consequences in the urban production, which must be nevertheless understood within the framework of a global process of unequal variegated financialization.

Key words: financialization, real estate development, Argentina.

Un reciente artículo publicado por Fernández y Aalbers basado en un estudio comparado sobre el proceso de financiarización de la producción residencial en más de quince países convoca al desafío de profundizar el creciente corpus de análisis sobre financiarización en economías emergentes¹. Los autores plantean que arrojar luz sobre las trayectorias diferentes en cada uno de estos países contribuirá no sólo a comprender las divergencias, sino sobre todo a poner en cuestión algunos de los fundamentos sobre los que se funda el debate. También Christophers en su crítica al extendido uso del concepto de financiarización, plantea que más análisis en países del “Sur Global” permitirían observar claramente lo que él llama “los límites de la financiarización”, tanto como concepto como proceso².

Y en línea con este desafío, el presente trabajo propone poner en discusión la validez del concepto de financiarización para explicar la producción inmobiliaria en el período argentino de postcrisis, con foco en el proceso ocurrido en Buenos Aires (2002-2015). Lo hace, por un lado, reconociendo la existencia de trayectorias comunes en un contexto de financiarización variada [*variegated*] y desigual³. A la vez que, por otro lado, entiende que existe cierta especificidad en la trayectoria seguida por Argentina en comparación con los principales países de la región.

El trabajo está organizado de la siguiente manera. En primer lugar se sintetizan brevemente los debates actuales sobre financiarización y la financiarización variada (segundo apartado) y se delinea la estrategia metodológica adoptada (tercer apartado). Luego, se describe la evolución de algunas variables que darían cuenta del proceso de financiarización inmobiliaria en los casos de México y Brasil, por oposición al caso argentino (cuarto apartado). A continuación se sostiene que el “boom inmobiliario” en Buenos Aires en el período 2002-2011 se explica mucho más por una canalización desintermediada de ahorros internos hacia el sector inmobiliario producto de las transformaciones y reformas macroeconómicas, que por una participación activa del sistema financiero (cuarto apartado). Le siguen conclusiones breves que sintetizan los principales ejes del trabajo.

Financiarización de la producción urbana: referencias conceptuales

Para Harvey, el capitalismo no sobreviviría sin ser geográficamente expansivo, buscando perpetuamente resolver sus contradicciones mediante soluciones témporo-espaciales (*spatial fix/es*)⁴. En este proceso, el capital financiero permitiría multiplicar y acelerar la relocalización de inversiones valiéndose de condiciones creadas en entramados sociales históricos y geográficamente determinados. Esta condición, que es propia del capitalismo, se ha sofisticado e intensificado por medio de la innovación financiera⁵; la cual que ha dado lugar a lo que varios autores entienden como la *financiarización* de la economía en su conjunto, entendida como un nuevo régi-

1 Fernández y Aalbers 2016.

2 Christophers 2015.

3 Aalbers 2017.

4 Harvey 1982 y 1985.

5 Durand 2017.

men de acumulación basado en las finanzas⁶ que tendría a la actividad financiera y a un grupo altamente concentrado de corporaciones financieras y no financieras como ejes centrales y articuladores en el proceso de circulación de la plusvalía⁷.

En lo que respecta específicamente a la financiarización del espacio construido, la misma está intrínsecamente ligada a la extracción de renta de la tierra y a las reformas neoliberales⁸. A su vez, se encuentra vinculada a la dinámica de la sobreacumulación producida en el circuito primario que se trasladaría y fijaría como espacio construido, haciendo un 'switch' hacia el circuito secundario⁹. Ahora bien, el modo en que este 'switch' se produce en el contexto de la financiarización y en geografías concretas es en última instancia la pregunta más general que alimenta este trabajo, y muchos de los debates actuales sobre la financiarización de la producción urbana¹⁰.

Algunas de las respuestas dadas, destacan que en las últimas décadas las innovaciones financieras han producido importantes cambios en el sector inmobiliario. En particular, en lo que refiere a regímenes de propiedad y exposición de fondos internacionales a tenencias vinculadas al real estate, que incluyen también la transformación en el financiamiento y la deuda implicada en la producción. La liquidez internacional en busca de oportunidades de inversión (llamada '*wall of money*') ha sido también un elemento clave en este proceso¹¹. De modo tal que los cambios que se destacan tienen que ver con:

First, the existence of private direct real estate vehicles breaks down entry barriers for smaller investors and for international investors who are able to build diversified global direct exposure to real estate – either through individual placements in vehicles or through fund of fund structures. Second, the growth of private equity investment vehicles effectively fragments ownership of real estate. Third, most vehicles have capital structures containing substantial amounts of debt: particularly those funds with value added or opportunity investment style.¹²

Pero al fijar nuestra atención en el espacio construido, y más específicamente en la edificación, es necesario atender a una serie de elementos que se producen en diferentes geografías configurando fenómenos multiescalares¹³. A su vez, y siguiendo a Weber, debemos entender estos 'switch' hacia el espacio construido como no mecánicos ni automáticos¹⁴. Retomando entonces estos elementos, hemos de prestar atención por un lado, a los modos de regulación sobre el sector financiero a nivel nacional e internacional pues estos juegan un papel central¹⁵. Y por otro lado, a las transformaciones políticas e institucionales en el nivel local, que se revelan funda-

6 Tabb 2007.

7 Chesnais, 2016.

8 Clark, Larsen y Hansen 2015 p. 6.

9 Harvey 1978.

10 Véase por ejemplo Chirtophers 2011, Fernandez y Aalbers 2016, Gotham 2012, Weber 2015.

11 Fernandez y Aalbers 2016.

12 Lizieri y Pain 2013 p. 446.

13 Brenner 2004.

14 Weber 2015.

15 Fernandez y Aalbers 2016.

mentales para comprender el carácter histórico y geográficamente situado a partir del cual entornos determinados forman parte de flujos internacionales globales financierizados.

Al respecto, los estudios sobre financiarización en grandes desarrollos urbanos han mostrado, por ejemplo, el papel que cumplen las autoridades provenientes de organismos públicos, pero también de empresas, sindicatos, organizaciones sociales, etc en promover la financiarización¹⁶. En este plano también, el papel de los desarrolladores y constructores como productores del espacio construido aparece como una dimensión ineludible¹⁷.

Retomando la importancia de estos trabajos propios y ajenos, en esta oportunidad el objetivo es sin embargo de carácter más amplio. Nos focalizaremos aquí en el plano de las transformaciones del sistema financiero y del financiamiento a la producción inmobiliaria en Argentina. Para ello, compararemos la evolución de algunos indicadores de financiarización de la producción inmobiliaria en Argentina, Brasil y México; y nos abocaremos a dotar de una interpretación a los datos estadísticos que dé cuenta de la trayectoria seguida por el país. La intención aquí, como hemos mencionado, es proponer la hipótesis de que Argentina en el período 2002-2015 siguió una trayectoria de una relativa desconexión del sistema financiero internacional, que sin embargo debe ser entendida en el marco de un proceso global de financiarización variada [*variegated*] y desigual.

Financiarización de la producción inmobiliaria variada [*variegated*] y desigual

Una corriente de estudios dentro de las investigaciones sobre financiarización de la producción inmobiliaria, se ha concentrado en la discusión sobre trayectorias comunes y variadas [*variegated*] en el marco de un desarrollo desigual y combinado del capitalismo¹⁸, debatiendo con la corriente institucionalista que describe las transformaciones nacionales en términos de “variedades del capitalismo” [VoC] (véase por ejemplo Schwartz y Seabrook, 2008 que utilizan la noción de “variedades del capitalismo residencial”). Desde esta perspectiva -que retomamos aquí- el capitalismo es un sistema económico global¹⁹ cuya expansión es *desigual*. En este sentido, la noción de trayectorias comunes en el marco de procesos de financiarización variados [*variegated*] y desiguales, se ha propuesto la construcción de tipologías de trayectorias²⁰, a la vez que destaca la existencia de procesos semejantes en numerosos países, compatibles con arreglos institucionales diversos²¹.

Se sostiene que la globalización ha dado lugar a la creación de circuitos financieros transnacionales que actuaron como condición de posibilidad para la desregu-

16 Guironnet et.al. 2016, Kaika y Ruggiero 2013, Savini y Aalbers 2015, Theurillat y Crevoisier 2013, Weber 2010.

17 Botelho 2007, David 2013, Fix 2007, Rouanet y Halbert 2015, Rouanet 2016, Rufino 2016, Sanfelici 2013, Shimbo 2010, AUTOR 2015.

18 Aalbers 2017.

19 Harvey 2003 y 2006.

20 Fernandez y Aalbers 2016, Fernandez 2017.

21 Aalbers 2017.

lación de los sistemas nacionales de provisión de vivienda creados en numerosos países en la 2ª postguerra. Niveles crecientes de deuda pública y privada –tanto en el nivel individual, como familiar u organizacional- contribuyeron a su vez a la profundización de las prácticas predatorias por parte del sistema financiero. De modo tal que, aun cuando los sistemas de provisión de vivienda y de financiamiento a la vivienda son nacionalmente configurados, es posible visualizar el crecimiento de la deuda y la desregulación como elementos comunes en la mayoría de los países.

En lo que refiere a la deuda, los países “emergentes” suelen tener menores niveles de deuda privada como porcentaje del PBI, debido a que sus sistemas financieros están dotados de menos complejidad en lo que refiere a innovaciones financieras. De todos modos, el crecimiento de la deuda es sólo un aspecto que se vincula con la ampliación de la intermediación transnacional que permitió el crecimiento de la deuda más allá del nivel de los depósitos, y el crecimiento del financiamiento provisto por institucionales financieras no bancarias²². A su vez, y como contracara de la deuda, se observan en la actualidad altos niveles de liquidez y ahorro, ya sea bajo la forma de ahorro en manos de las corporaciones, de los inversores institucionales y un aumento de los activos financieros (y de las ganancias financieras) por parte de empresas no financieras²³.

El proceso de financiarización de la producción inmobiliaria se muestra entonces como multidimensional, por lo que requiere una comprensión de diversas dimensiones vinculadas sobre todo al funcionamiento del sistema financiero, del sistema de provisión de vivienda y de los patrones de financiamiento a la vivienda. Para dar cuenta de estas dimensiones, a continuación, explicamos el abordaje metodológico de la investigación que dio lugar al presente trabajo.

Estrategia metodológica

El proceso de financiarización de la producción urbana es un proceso complejo que debe ser entendido como inscrito en otro más general y de larga duración de financiarización de la economía. Este último se inicia en Argentina en los años 70s, período a partir del cual Basualdo se refiere al modelo de acumulación como de “valorización financiera”²⁴. En este trabajo hemos puesto el foco en el debate en torno a la financiarización de la producción urbana para el período de 2002-2015.

Lo cual ha implicado, en primer lugar, analizar la evolución de variables de orden macroeconómica a partir de series estandarizadas elaboradas por el Instituto Nacional de Estadística de Argentina (INDEC) y por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), cuya normalización para series de largo plazo y para comparación internacional ha sido realizada por series publicadas por el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo. El análisis se hizo a partir de datos disponibles para Argentina, Brasil

22 Fernández 2017.

23 Froud et. al 2006, Krippner 2005.

24 Basualdo 2006.

y México que permitieran el cotejo intertemporal e internacional. El objetivo entonces es colocar el caso de estudio en perspectiva²⁵.

En segundo lugar, se buscó precisar las especificidades de la financiarización de la producción urbana en el mencionado país. Para ello, se tomaron datos más específicos de la dinámica de diversas variables vinculadas a lo que se conoce de manera difusa como “sector inmobiliario” en Argentina. Me refiero a la evolución de variables colectadas a nivel nacional como los datos de construcción y financiamiento, y a nivel local para el caso de Buenos Aires como: la edificación, el mercado de la vivienda, el mercado del suelo, el uso del crédito en operaciones de compraventa, así como las políticas de ordenamiento urbano. La selección de las variables aquí descritas y su importancia para entender al sector inmobiliario ha sido discutida en detalle en un trabajo anterior²⁶. Adicionalmente y a los fines de discutir el proceso de financiarización, se incluyó el comportamiento del mercado de capitales en el financiamiento de la edificación, complementando los datos mencionados en el primer punto.

Finalmente, a los fines de comprender los modos de financiamiento de la producción urbana por fuera de los canales formales tradicionales, nos hemos apoyado en información de corte cualitativo. Para ello, además de tener en cuenta otras investigaciones, nos basamos en un trabajo de campo realizado entre 2010 y 2017, cuya utilización en este escrito específico es limitada y tiene una finalidad meramente ilustrativa, dado que hemos desplegado aspectos cualitativos del fenómeno en otros trabajos y lo seguiremos haciendo en trabajos futuros²⁷. Específicamente, se trata de observaciones hechas anualmente en los dos principales eventos del sector (Expo Real Estate y Batimat Expo Vivienda, entre otros) así como 38 entrevistas a empresarios del desarrollo inmobiliario, funcionarios de planificación urbana en Buenos Aires, funcionarios de regulación financiera. Asimismo, se trabajó sobre una base incontable de documentos producidos por los grandes desarrolladores (estados contables, sitios web, presentaciones publicitarias) y por sus cámaras representativas, así como de un análisis de los principales medios de difusión utilizados por el sector inmobiliario: revistas especializadas como Reporte Inmobiliario, El Constructor, Vivienda, entre otras; secciones especializadas en diarios como *La Nación*, *Clarín* y *Cronista*; un programa televisivo (*El Desarrollador*).

El caso argentino en perspectiva: aspectos generales

Inspirados en el análisis comparativo realizado por Fernandez, nos hemos propuesto realizar un estudio similar para los tres países analizados (Argentina, Brasil y México), con la finalidad de poner el caso argentino en perspectiva. Retomando los

25 Vale aclarar que la selección de las dimensiones de la financiarización y los indicadores/series a utilizar está inspirada en el trabajo de Fernandez, el cual sin embargo no incluye los casos analizados aquí.

26 Sokolof, 2013.

27 Para un desarrollo más avanzado, véase AUTOR 2013 y 2015. También se encuentran en edición dos trabajos sobre grandes desarrolladores a ser publicados en 2019.

indicadores internacionales seleccionados, procuramos analizar 3 dimensiones del proceso de financiarización: 1) características del sistema bancario/financiero, 2) evolución de la construcción y el desarrollo inmobiliario, 3) reformas institucionales²⁸.

Para analizar la primera dimensión, tomamos indicadores de tamaño, estructura y grado de apertura del mercado financiero²⁹. En particular, 1) créditos sobre depósitos para dar cuenta del origen del financiamiento, 2) crédito al sector privado no financiero por parte de bancos e instituciones financieras para dar cuenta del crecimiento de la deuda, 3) tipo de sistema bancario, a través del porcentaje de ingresos no basados en intermediación de tasa de interés por parte de los bancos (es decir, ingresos derivados primordialmente de las comisiones que cobran), 4) grado de capitalización del mercado, 5) grado de concentración del sistema bancario, y finalmente 6) grado de solvencia del sistema financiero medido por el porcentaje de depósitos sobre PBI (cuadro 1).

La segunda dimensión reúne indicadores relativos a la construcción y al sector inmobiliario en particular. Y a falta de mejores estándares internacionales de cuantificación de estos sectores, es posible tomar sólo dos datos medidos internacionalmente³⁰: 1) la formación Bruta de Capital Fijo analizado en las cuentas nacionales, que mide adquisición menos la cesión de activos fijos excluyendo la compra-venta de tierras, que permite dar una idea de la evolución de la construcción, 2) la cantidad de fuerza de trabajo en el sector de la construcción como porcentaje de la fuerza de trabajo en general.

La tercera dimensión abarca la cuestión institucional que ha sido analizada *in extenso* por el Fondo Monetario Internacional y que le ha permitido la elaboración en 2008 de un índice de “Reformas Institucionales”. Dicho índice se recupera ilustrativamente y de manera acrítica, simplemente para dar cuenta de la consideración que se hace respecto a los tres países comparados. El resultado de esta comparación se puede observar de manera sintética en la siguiente tabla, que recupera la evolución de los indicadores en los años 1995 y 2010:

Como se observa, en el período comparado, Argentina experimenta un retroceso en la mayor parte de los indicadores de financiarización de la producción inmobiliaria, sobre todo en lo relativo a las transformaciones del sistema financiero, el cual se vuelve significativamente más “cerrado” a los flujos internacionales, con un importante decrecimiento del nivel de deuda de los privados. Los únicos indicadores que muestran una evolución claramente positiva son aquellos que se refieren al crecimiento de la construcción, que profundizaremos a continuación. Los mismos, cabe aclarar sin embargo, no contribuyen por sí a dar cuenta de la financiarización de la

28 Fernández 2017.

29 Se sugiere ver el detalle de indicadores analizados en Fernández y Aalbers 2016, Fernández 2017.

30 Sobre este punto vale mencionar que Fernández (2017) compara también la cantidad de unidades construidas, dato éste que no se encuentra armonizado para los tres países seleccionados.

Cuadro 1. Evolución comparativa de indicadores de financiarización de la producción inmobiliaria Argentina, Brasil y México (1995 y 2010-11)

Proxy para	Descripción	Argentina		Brasil		México				
		1	2	1	2	1	2			
Funding gap	Bank credit to bank deposits (%) [1995, 2010]	124,4	14,3	↓	148,1	7,9	↓	106,8	10,1	↓
Dependence/ openness	Consolidated foreign claims of BIS reporting banks to GDP (%) [1997, 2011]	26,7	10,8	↓	14,7	21,8	↑	20,9	30,5	↑
Dependence/ openness	Loans from non-resident banks [1995,2010]	10,8	3,2	↓	7,9	6,7	↓	22	7,9	↓
Debt	Private credit by deposit money banks and OFI's as % of GDP [1994, 2008]	18,5	12,6	↓	41,8	47,8	↑	33,3	20,5	↓
Institutional	Financial Reform Index, normalized to be between 0 and 100 [1995, 2005]	81	71,4	↓	38,1	57,1	↑	76,2	95,2	↑
Type of banking	Bank non interest income to total income [1998, 2011]	46,8	49,4	↑	42,2	30	↓	16,7	57,6	↑
Capital market	Stock market capitalization to GDP (%) [1995, 2011]	14,5	11,8	↓	18,4	58,3	↑	29,2	37,4	↑
Solvency	Financial system deposits to GDP (%)	16,3	18,5	↑	24,7	55,9	↑	25,1	21,5	↓
Type of banking	Bank concentration		15,1			67,1			39,4	
Real estate investment	Labor share of Construction as % of total labor [1995 y 2006]	6	9	↑	6,1	6,7	↑	4,7	8,3	↑
Real estate investment	Gross fixed capital formation as a % of GDP [1995 y 2011]	17,9	22,6	↑	18,3	19,2	↑	16,1	21	↑

Fuente: Elaboración propia a partir de variables construidas por Fernandez en 2017, con datos extraídos de bases diseñadas por Banco Mundial, FMI y OCDE. El trabajo de Fernandez no incluye los casos nacionales aquí mencionados.

producción inmobiliaria, sino que estarían permitiendo eventualmente (es decir, en el caso de otros indicadores mostrando evolución positiva) describir el *tipo* de financiarización: con stock nuevo o con stock viejo. En este sentido, como describe Fernandez, mientras que muchos países desarrollados muestran una evolución decreciente de la formación de activos fijos y del porcentaje de fuerza de trabajo en el

sector de la construcción (es el caso de los Países Bajos, Dinamarca y en menor medida Estados Unidos e Inglaterra), países como China, España o Irlanda mostraron una evolución positiva de los mismos en el período considerado, mostrando que la producción inmobiliaria de stock nuevo se constituyó en la base de una profundización de la financiarización residencial.

Por su parte y comparativamente, Brasil y México muestran una dinámica hacia mayores reformas institucionales de apertura a capitales internacionales, desregulación, etc. De igual manera, resulta clara la mayor participación en esos países del mercado de capitales a partir de la evolución positiva del índice de capitalización, en comparación con el caso argentino.

El análisis que sigue a continuación busca explicar las especificidades de la trayectoria seguida por Argentina en el período considerado. El objetivo principal del resto del artículo, será entonces de dotar a los datos estadísticos de información cuantitativa y cualitativa que permita una interpretación histórica y geográficamente más acabada del caso nacional así como de la producción inmobiliaria en Buenos Aires³¹.

Boom inmobiliario y canalización de recursos

En esta sección, a partir de la presentación de datos estilizados sobre sector inmobiliario durante el período 2002-2015, daremos cuenta del boom inmobiliario en Argentina, haciendo foco principalmente –pero no exclusivamente- en sus condiciones de posibilidad en la ciudad de Buenos Aires. Para ello, atenderemos cuestiones relativas a: 1) datos de edificación y construcción; 2) dinámica del crédito hipotecario; 3) comportamiento del mercado de capitales y otros agentes del sector financiero y, finalmente, 4) liquidez e instrumentos de canalización al sector inmobiliario. Describiremos así mismo el impacto de estas condiciones sobre el suelo (disponibilidad, precios), la construcción (costos, organización) y el financiamiento para desarrolladores, inversores y usuarios finales (crédito, liquidez).

Y como se verá, la intención aquí es mostrar que, contrariamente a otros casos latinoamericanos de intensificación de la producción inmobiliaria residencial³² y creación de nuevos frentes de expansión del complejo inmobiliario-financiero³³ por disponibilidad de crédito hipotecario³⁴ o por el masivo ingreso de capitales internacionales en alianza con desarrolladores inmobiliarios locales³⁵, la canalización de

31 Vale aclarar que los datos locales que se vuelcan a continuación refieren a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Sin embargo, las dinámicas generales se reprodujeron en toda el área metropolitana, aunque con varianzas de temporalidades. Por otro lado, es importante mencionar la importancia del caso de Buenos Aires, en tanto su área de influencia reúne a más del 30% de la población del país.

32 Véase por ejemplo Cattaneo Pineda 2011 para Chile, Royer 2009 y Rufino 2016 para Brasil o Delgadillo 2016 para México.

33 Santoro y Rolnik 2017.

34 Al respecto, véanse las innovaciones en el *Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstico* (SBPE) y el *Fundo de Garantia do Tempo e Serviço* (FGTS) y sus efectos en el financiamiento a la vivienda descriptas en Royer 2009 y Rufino 2016.

35 Véase David 2012 y 2013 para el caso de México y Santoro y Rolnik 2017 para el caso de Brasil.

liquidez hacia el sector inmobiliario se dio de manera desintermediada, es decir, sin un papel activo del sistema financiero (bancos o mercado de capitales).³⁶

La construcción y edificación: bajos costes y normativa facilitadora

Entre 2003 y 2008, el sector inmobiliario residencial³⁷ experimentó un “boom” en la ciudad de Buenos Aires³⁸ con un crecimiento de la edificación ininterrumpido, superando en 2006 y 2007 records históricos. Por su parte, el período 2009-2012 también registra niveles elevados, salvo en 2010 cuando se produjo una importante caída de los permisos de edificación (figura 1). Podríamos decir también que más allá de la edificación residencial, el sector de la construcción en su conjunto se recuperó muy rápidamente de la crisis de 2001, con un crecimiento sostenido entre 2003 y 2013, aunque nuevamente aquí con estancamientos estacionales en 2009 y 2012³⁹.

El “boom” se explica, entre otras cosas, por la caída coyuntural de los precios del suelo luego de la crisis, que dan cuenta de una parte del fenómeno. De acuerdo a los datos de la “Unidad de Sistemas de Inteligencia Territorial” (Secretaría de Planeamiento, MDU. GCBA) observamos que recién en marzo de 2005 el precio del suelo alcanzó un valor en dólares equivalente al que tenía en diciembre de 2001 (alrededor de U\$S 550 por m²). De modo tal que entre 2002 y 2004 los precios del suelo en dólares resultaban atractivos para los desarrolladores, mientras que en el mes de diciembre 2011 el precio se había más que triplicado –a oferta constante- en relación al valor mencionado, alcanzando un promedio de U\$S 1680,7 el metro cuadrado.

Asimismo, el “boom” respondió a los bajos costos de la construcción, que en los primeros seis meses de 2002 descendieron más de un 50%⁴⁰. Sin embargo, este proceso se revirtió rápidamente, pues los costos evolucionaron de manera acelerada durante gran parte del período, como se observa en la dinámica del Índice de Costos de la Construcción elaborado por el INDEC (base 1993=100) que pasó de 103 en enero de 2002 a 1291,9 en octubre de 2015.

Finalmente, otra de las condiciones que explica el boom tuvo que ver con la disponibilidad de terrenos aptos para la construcción en altura, producto de las reformas al Código de Planeamiento introducidas en el año 2000 que condujeron a una “tercera etapa de densificación vertical del tejido residencial”⁴¹. Las facilidades

36 La bibliografía es abundante en lo que refiere a otros casos internacionales. El estudio reciente de Weber para Estados Unidos, discutiendo con las explicaciones economicistas sobre el crecimiento de la demanda, atribuye claramente a las innovaciones financieras y la liquidez internacional, es decir la oferta de capital y disponibilidad de crédito, la condición de factores desencadenantes del “Millennial Boom” (Weber 2015 p. 4).

37 En lo que respecta al sector no residencial, las superficies autorizadas para construcción se limitaron a recuperar los valores observados durante la década de los 90s, sin superarlos (AUTOR 2011).

38 Baer 2011.

39 Esto se expresa en que el Índice Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) creció más del 85% entre 2004 y 2013 en promedio entre todos los destinos, mientras que el ISAC Vivienda (Base 2004) se ubicaba en 195,6% puntos en septiembre de 2013.

40 Baer 2010.

41 Ciccolella y Mignaqui 2008 p. 56.

introducidas por la legislación, junto con una política de promoción a la actividad inmobiliaria que fue percibida como “estratégica” por las autoridades, sin duda contribuyeron a posicionar al “real estate” como destino privilegiado de inversiones⁴².

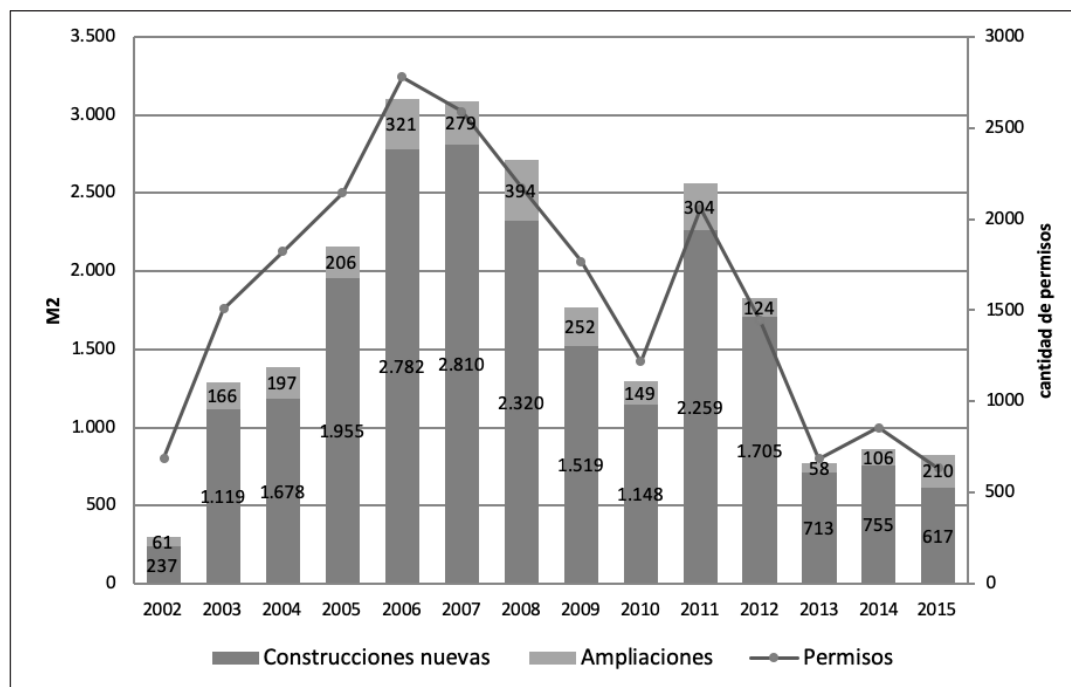


Figura 1: Superficie cubierta de construcciones nuevas y ampliaciones CBA (en miles de m2) y número de permisos otorgados 2003-2011

Fuente: Elaboración propia en base a datos del GCBA

La contrapartida de este proceso, como sostienen Baer y Kauw, es que esta expansión de la oferta residencial privada, en un contexto de densificación y verticalización tanto de la ciudad central como de los suburbios⁴³, no vino acompañada de una mejora en el acceso al suelo y la vivienda. Por el contrario, de acuerdo a los autores, se observa un agravamiento del problema habitacional tanto en Buenos Aires como en Argentina, debido sobre todo a las alzas en los precios del suelo entre punta y punta del período considerado, provocando un crecimiento importante del esfuerzo monetario requerido para la compra de vivienda⁴⁴.

El escaso comportamiento del crédito hipotecario

Ahora bien, el interrogante en la interpretación de este “boom” en la edificación residencial –como decíamos– se produce cuando observamos la dinámica del financiamiento, atendiendo al crédito hipotecario en particular. Si el excedente es generalmente canalizado hacia la urbanización por medio del sistema financiero⁴⁵,

42 Sokoloff, 2013.

43 Ciccolella, Veclir y Baer 2015.

44 Baer y Kauw 2016 p. 22-23.

45 Harvey 1985.

de manera tal que el capital hasta cierto punto manipula y controla la oferta y la demanda de inmuebles⁴⁶ ¿qué papel cumplió el crédito hipotecario en Argentina?

Desde nuestra perspectiva, el boom inmobiliario no se produjo por una expansión del crédito, que por el contrario sufrió una tendencia a la fuerte contracción luego de la crisis de 2001 como mostramos con anterioridad. Al respecto, se observa una caída de los saldos entre enero de 2002 y septiembre de 2005 (en moneda nacional⁴⁷ experimentaron un baja de \$8.008.502.000 a \$5.264.739.639), para luego revertir su tendencia desde 2005 a la actualidad. La expansión de los saldos, sin embargo, se corresponde con un decrecimiento en la cantidad de cuentas de préstamos hipotecarios (para la vivienda o no, destinados al sector no financiero) que a fines de la década de los '90s promediaba el medio millón de cuentas y en 2013 no superaba los 275 mil⁴⁸.

Esta tendencia a nivel nacional, se visualiza de manera más clara a nivel local, especialmente si observamos cómo decayó la participación de los créditos hipotecarios en las operaciones traslativas de dominio en la Ciudad de Buenos Aires en el período inmediatamente posterior a la crisis, desde porcentajes que ascendían al 20% durante la década del 90, hasta alcanzar una participación cercana al 5-6% (figura 2).

Asimismo, es notable el decrecimiento del rol del Banco Hipotecario SA (BHSA) en el financiamiento a la vivienda desde su privatización en 1999⁴⁹ junto con el crecimiento del Banco Nación y el Banco de la Ciudad en la provisión de crédito hipotecario. Es decir, producto de la concentración y extranjerización de la banca privada de los 90s, la banca pública mantuvo su participación mayoritaria en el crédito hipotecario, pero con menor participación de BHSA y de la banca cooperativa⁵⁰, el primero de los cuales dedicó sus recursos al préstamos más rentables con tasas elevadas y plazos cortos⁵¹. De modo que el desinterés de la banca privada y la falta de orientación del crédito -sobre todo hasta 2011- fueron consistentes con costos muy elevados para acceder a un crédito, que se habrían traducido en una "escasa demanda" por estos instrumentos⁵².

46 Harvey 2012 p. 46.

47 Nos referimos a la "Serie 155" publicada por el BCRA. La misma consolida "Los saldos a fin de mes de las entidades financieras, en miles de pesos de los créditos al sector privado emitidos en moneda nacional hipotecarios para la vivienda". Incluye los "Préstamos hipotecarios destinados a financiar unidades de vivienda otorgados a personas físicas o a empresas, sociedades e instituciones con tal fin. Comprende préstamos para la construcción y posterior venta de viviendas agrupadas, individuales o colectivas -urbanas o rurales-, para la adquisición, construcción, ampliación, reforma, refacción de viviendas para uso propio o para locación con tal propósito, compra de predios en los que se construirán y la sustitución de hipotecas que graven la vivienda de uso propio del solicitante." BCRA 2017.

48 Datos de la "Serie 1199" publicada por el BCRA. La misma consolida "la suma de la totalidad de operaciones de préstamos hipotecarios a titulares no financieros (de los sectores público o privado) residentes en el país y a titulares residentes en el exterior." BCRA 2017.

49 Banzas y Fernandez 2007.

50 Idem.

51 Balances BHSA 2004-2012, Sokolof et.al. 2013 p. 5.

52 Auguste, Bebczuk y Moya 2011 p. 38-39.

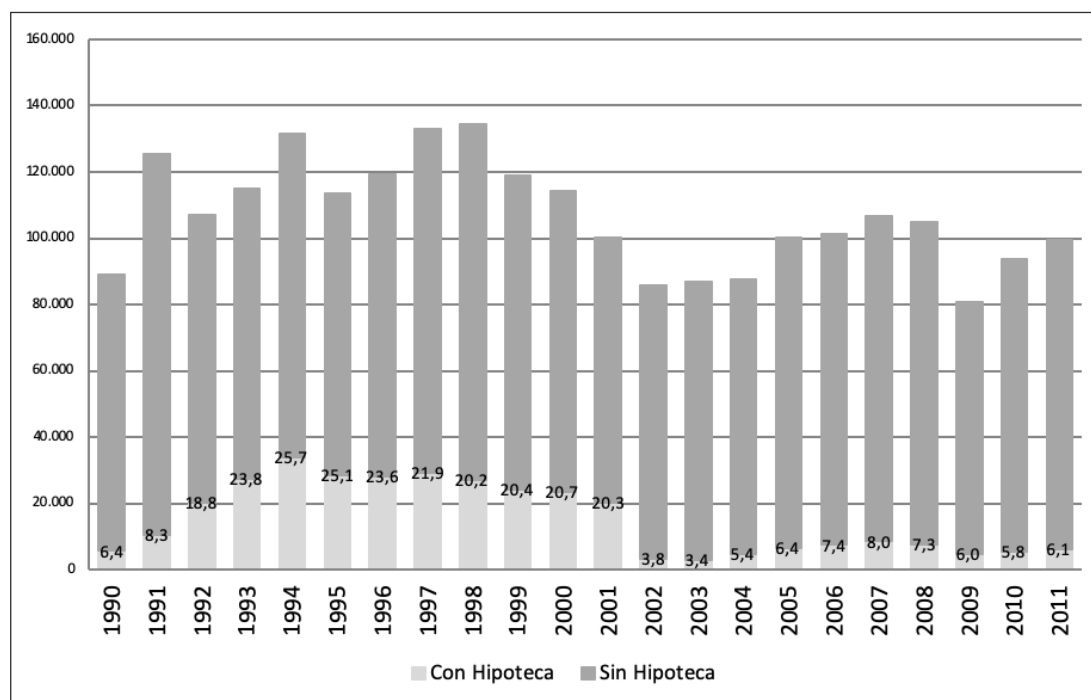


Figura 2. Cantidad de actos notariales traslativos de dominio con y sin hipoteca en CBA e incidencia de las hipotecas sobre total (en %) 1991-2011*.

Fuente: Elaboración propia en base a datos provistos por la Dirección General de Estadística y Censos (Ministerio de Hacienda GCBA) originados en el Registro de la Propiedad Inmueble. * 2011 es el último año con información disponible en esta serie.

De tal modo que, en principio, podríamos afirmar que no fueron los bancos (públicos o privados) los que financiaron a la demanda. Y a su vez, tampoco el crédito bancario de largo plazo explica el accionar de los desarrolladores inmobiliarios residenciales, quienes declaran haberse financiado principalmente a través de la pre-venta a inversores y usuarios finales⁵³.

Sin embargo, con esto no queremos decir que el sistema bancario –que fue uno de los sectores más rentables del período 2003-2015⁵⁴- no haya participado en absoluto del “boom inmobiliario”. Lo que sostenemos es que no podemos medir su impacto en las estadísticas oficiales en términos de créditos hipotecarios, pues muchos de los préstamos a desarrolladores y usuarios finales se realizaron por medio de préstamos a corto plazo y a tasas elevadas (como los préstamos “personales”).

El rol limitado del mercado de capitales

Junto con la limitada en la intermediación bancaria en lo que hace al sector inmobiliario, también observamos una baja participación del mercado de capitales en el financiamiento a desarrolladores o en la securitización de deuda hipotecaria. Esto se visualiza, como hemos explicado, en el hecho de que entre 2003 y 2015 se produjo

53 Raspall 2015.

54 Según datos sistematizados por Wierzba, Del Pino Suarez y Kupelkian la rentabilidad de los bancos privados hacia 2008 era del 17,56% (2010 p. 121). A pesar de no contar con datos actualizados, sabemos que este porcentaje fue creciendo hasta 2015, empujado sobre todo por el rol de las “lebacs” al final de periodo kirchnerista.

una importante caída del tamaño del mercado de capitales en relación con la economía, medido por la tasa de capitalización de mercado de las compañías listadas sobre PBI que pasó de representar el 27,42% a sólo el 9,6%⁵⁵. Estos porcentajes contrastan fuertemente con los de la región, ya que si bien tanto en Chile como en Brasil se experimentó una caída en el papel del mercado de capitales, en Chile el ratio era de 111% en 2003 y 79% en 2015, mientras que en Brasil pasó de 42% a 27%. Todo lo cual habla de que la economía argentina se encontraba hasta 2015 más volcada hacia la intermediación bancaria que hacia el mercado de capitales, con las salvedades que hicimos en el apartado anterior.

Por su parte, tampoco los fideicomisos financieros (en tanto instrumentos de securitización o como instrumentos de canalización de fondos) lograron instalarse como alternativa financierizada. Según datos de Auguste, Bebczuk y Moya, los fideicomisos financieros representaban un 0,3% del PBI en 2009, con sólo un 2,8% del total de préstamos securitizados⁵⁶. Y dentro de ellos, sólo el 19.2% estaba representado por hipotecas, cuya mitad comprendía créditos hipotecarios destinados a la vivienda⁵⁷.

A su vez, y en términos institucionales, el “Financial Reform Index” elaborado por el FMI en 2008 muestra un “retroceso” del país en el proceso de reformas financieras luego de la crisis de 2001 (FMI, 2008). Todo lo cual, si tenemos en cuenta la caída de la deuda pública y privada⁵⁸, las políticas de control cambiario y la restricción del giro de divisas al exterior, muestran aún más el desempeño limitado del sistema financiero en el período considerado. De modo tal que, al contrario de la tendencia en el mundo y en la región, vemos nuevamente que en Argentina algunas dimensiones que permitirían medir la trayectoria del país en términos de financierización sufrieron una caída en el período 2003-2015⁵⁹.

Esta tendencia, se vio profundizada aún más hacia 2009 cuando Argentina quedó en la mira de las calificadoras internacionales, que reclasificaron las acciones y los bonos del país como “país fronterizo”, excluyéndolo de los índices de –y de las

55 Esto se explicaría fundamentalmente por el crecimiento del PBI en esos años, acompañado de una caída en la cantidad de empresas listadas.

56 Auguste, Bebczuk y Moya 2011 p. 14.

57 Delgobbo (2000) analiza una serie de razones que explicarían los límites de la securitización en Argentina. También, en otro texto, hemos dado cuenta de algunas de estas razones (AUTOR et.al 2013).

58 Luego de la crisis de diciembre de 2001, Argentina entró en un proceso de cesación de pagos de deuda pública que se extendió hasta comienzos de 2005, cuando se inició un proceso de canje de deuda en default. Entre 2006 y 2012 se inicia una segunda etapa de cancelación de deuda pública con organismos internacionales como el FMI (2007) y el Club de París (2012), pero también con el estado español (2007) y con inversores no incluidos en el canje de 2005 (2010). Este período de desendeudamiento internacional contrastó fuertemente con la tendencia mundial durante el período (McKinsey Report on Debt 2015). A su vez, el default argentino posicionaba a las principales empresas argentinas en dificultades para incrementar su deuda en los mercados internacionales, pues debían pagar tasas muy elevadas.

59 Para una lista y discusión de indicadores susceptibles de cuantificar dimensiones de la financierización (véase Fernandez 2017).

inversiones hacia- países “emergentes”⁶⁰. Lo cual tuvo impactos en el tratamiento por parte de los inversores institucionales de los títulos argentinos, menos proclives a exponerse a economías consideradas más “riesgosas”, y/o que comenzaron a demandar mayores tasas de retorno por los riesgos asumidos.

Ahora bien, nuevamente aquí este análisis no debe hacernos pensar que el sistema financiero internacional no se haya beneficiado de los lucros locales en una época de gran crecimiento del PBI. Por el contrario, y siguiendo a Biscay, entendemos que fue la fuga de capitales financiada con una balanza comercial positiva en los primeros años del período el principal *conector* entre el sistema local e internacional⁶¹. Fuga que, según Gaggero, Rua y Gaggero, se expresa en un elevado ratio de riqueza offshore/PBI (de acuerdo a Paridad de Poder Adquisitivo) equivalente al 62% para los Argentinos a 2012. Dicho valor se muestra muy superior a los vecinos latinoamericanos, ya que para Brasil el ratio sería de 24%, del 26% para México y 38% en el caso de Chile, siendo la excepción Venezuela con el 116%⁶².

De modo tal que, aún con enormes limitaciones estadísticas, podría afirmarse que el sistema financiero internacional no inyectó fondos en el sector inmobiliario local, salvo en el breve período 2005-2007, proceso que fue luego interrumpido por la crisis internacional. Por el contrario, parecerían ser los ahorros de los argentinos en el exterior los que se volcaron a la inversión inmobiliaria en otras regiones, entre las que se destacan Uruguay (Punta del Este y Montevideo) y Florida (Miami) como principales destinos⁶³.

Lo anterior entonces nos muestra que, por un lado, existieron condiciones macroeconómicas que contribuyeron a orientar la inversión al sector inmobiliario, dando lugar a un boom en la edificación en el período considerado. Mientras que, por otro lado, este boom fue financiado principalmente con ahorro local y/o deuda a corto plazo, con una participación limitada de los bancos y muy limitada del mercado de capitales.

Finalmente, sostenemos que la fuga de capitales que caracterizó al período previo a 2011 en Argentina, contribuyó fuertemente a que los desarrolladores locales buscaran canalizar esos ahorros para el sector inmobiliario en el país y en el exterior.

60 Dicha clasificación, si bien fue revertida en el caso de los bonos desde febrero de 2017, aún está siendo considerada en el caso de las acciones. Al respecto, véase la metodología de clasificación de MSCI (<https://www.msci.com/market-classification>), que está considerando la reclasificación de las acciones de las principales compañías argentinas. También véase la clasificación de los bonos argentinas de JP Morgan, organismo que hasta febrero de 2017 había incluido los bonos argentinos en su índice NEXGEM de mercados fronterizos creado en 2011 (<http://ar.reuters.com/article/businessNews/idARL2N15C15X>).

61 Biscay 2016.

62 Gaggero, Rua y Gaggero 2013.

63 Esta inferencia se realiza en base información provista por entrevistados, pero también al análisis de estrategias de los principales desarrolladores, observaciones en ferias del sector, informaciones de la prensa especializada y los resultados parcialmente difundidos sobre el “el blanqueo de capitales” promovido por el actual gobierno. Ver apartado metodológico.

Recursos y canalización: la soja y el sector inmobiliario como destino de inversión

Si bien no existen datos estadísticos que permitan mostrar la incidencia de la dinámica del precio de las *commodities* (soja y sus derivados principalmente) en el sector inmobiliario, algunas fuentes cualitativas parecen mostrar que su incidencia fue enorme. Los desarrolladores, por ejemplo, han afirmado en múltiples oportunidades que la alta rentabilidad en algunas ciudades se debió estrictamente a la liquidez proveniente de las exportaciones de soja.

Este fenómeno fue especialmente reconocido en ciudades argentinas vinculadas al agro como el eje Rosario-Buenos Aires, que junto con Montevideo en Uruguay han sido destino de inversiones por parte de los grandes desarrolladores inmobiliarios de Buenos Aires. Al respecto, desarrolladores y funcionarios afirmaban:

Después de los primeros proyectos que llevamos a cabo en Buenos Aires, la evolución natural era la expansión y pensamos en Rosario y Montevideo porque son dos ciudades muy pujantes y de similares características: tienen en su alrededor un polo agroindustrial muy fuerte cuyos dividendos terminan volcándose en la inversión en ladrillos en la gran ciudad⁶⁴

La gente del campo no sabía qué hacer con la plata. En el interior uno veía que cualquier campesino se compraba una 4x4 y al tiempo, otra para el hijo. Llegó un punto en que ya no podían seguir comprando camionetas y pasaron a invertir en un edificio, en dos, en tres. Y después, cambiaron la alternativa. Por eso ahora se está diversificando ⁶⁵

También es de destacar que existe para el caso de Rosario entre 2002 y 2008 un boom semejante al de Buenos Aires, que acompañó estrechamente la evolución del precio internacional de la soja, como se observa en la figura 3.

De tal manera que podemos decir que existió una enorme liquidez atribuible al fenómeno de la soja, una parte de la cual habría sido volcada al sector inmobiliario. Junto con ella, se debe mencionar la liquidez debida al crecimiento de la economía en general, especialmente si observamos que el PBI se expandió durante todo el periodo, destacándose el incremento superior al 8% anual entre 2003 y 2007.

¿Pero por qué se volcaron estos fondos al sector inmobiliario? Algunas de las explicaciones dadas tienen que ver con lo que los economistas interpretan como un periodo de escasas alternativas para los inversores no sofisticados⁶⁶.

Esto sería debido fundamentalmente a: 1) la desconfianza en el sistema financiero luego de la crisis de 2001 que condujo a la salida de ahorristas del sistema bancario (como se observa en la salida de depósitos), 2) el hecho de que la valuación de los inmuebles en Buenos Aires sea en dólares⁶⁷, lo cual permite sostener la creencia

64 Federico Weil, CEO TGLT, Impulsonegocios 2013.

65 Eduardo A. González, director general de Gestión de Obras Privadas de la Municipalidad, 2008, extracto aparecido en *El Cronista*.

66 Auguste, Bebczuk y Moya 2011.

67 hasta 2008 el valor del metro cuadrado en dólares no sólo había resguardado su valor con respecto a los de la crisis (u\$s 1490 en 2008 contra u\$s 600 en 2002), sino que había superado los valores más altos de la década de los 90s (u\$s 1490 en 2008 contra u\$s 1100 en 1997). La tendencia del aumento del metro cuadrado en dólares continuó, alcanzando en 2013 el valor promedio de

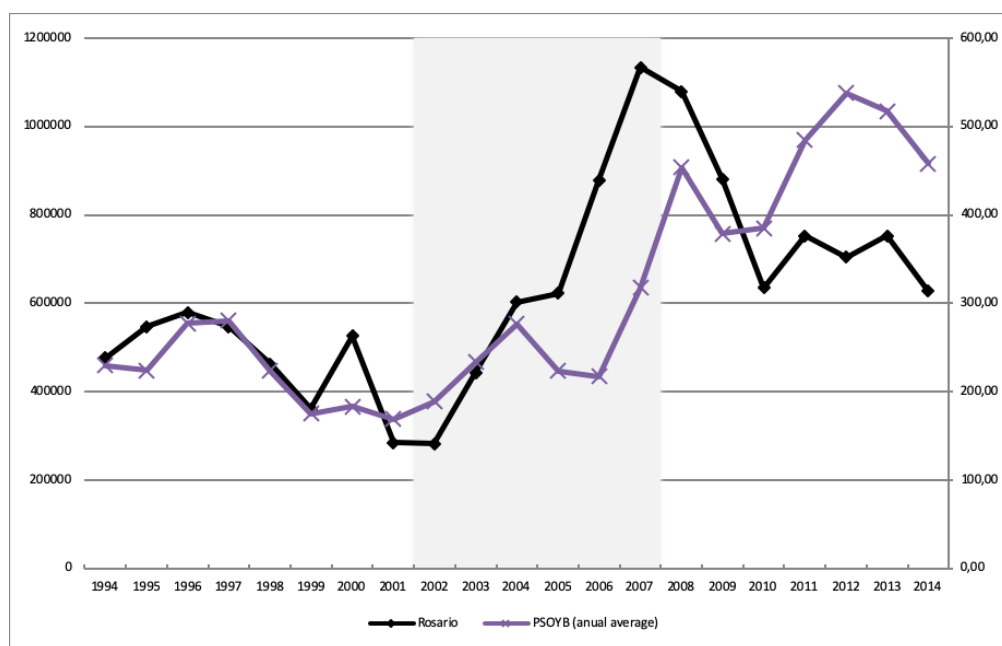


Figura 3: Permisos de edificación en Rosario y Precio internacional de la soja 1994-2014 (M2 y U\$S por Tn Future Contracts in Chicago).

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Municipalidad de Rosario y a la serie de precios de contratos futuros de granos de soja en Chicago provisto por el FMI.

a los inversores de que se protegen frente a la inflación, 3) la alta tasa de rentabilidad del sector hasta la crisis⁶⁸, aún con devaluación del dólar y aumento de los costos de la construcción que mencionamos arriba y, finalmente, 4) las bajas tasas de interés de los depósitos en el sistema bancario, alternativa usualmente elegida por los inversores no sofisticados.

Y junto con los inversores, también los usuarios finales adquirieron bienes inmuebles, producto de la redistribución progresiva de los ingresos que se produce hasta 2008. Lo cual, sin embargo, no se observa para los sectores medios-bajos, debido a la falta de herramientas de canalización de los ahorros a través del crédito hipotecario y a que la liquidez del sistema financiero estuvo destinada al consumo (bienes durables, turismo, y bienes de consumo en general). Todo lo cual, nos permite entender por qué este boom residencial no estuvo acompañado de mayor acceso a la vivienda, como mencionábamos arriba.

Finalmente, un último elemento que habría permitido la canalización de recursos al sector inmobiliario fue la estructura jurídico-impositiva utilizada (prehorizontalidad y fideicomiso no financiero) que permitió la no tributación de impuesto a las ganancias por la valorización inmobiliaria para los inversores individuales, al menos hasta el año 2012⁶⁹. Así, observamos entonces que el sector inmobiliario se

u\$S 1888. Valores correspondientes al Índice elaborado por Reporte Inmobiliario (“Valor del m2 u\$d promedio CABA para departamentos usados buenos de 2 y 3 ambientes”).

68 Pertierra Cánepa y Pantanetti 2011 p. 13.

69 Tanto el fideicomiso “inmobiliario” (“al costo”, no financiero) que se difundió entre los desarrolladores (Ley 24.441/96), como la Ley De Prehorizontalidad (Ley 19.724/72) no estuvieron pensadas para la vivienda como destino de inversión. De modo tal que quien participaba de un emprendimiento “al costo”, era parte de un desarrollo en el que no había utilidad, dado que todo

consolidó progresivamente como ámbito de reserva de valor para inversores no sofisticados y la vivienda como destino de inversión.

Conclusiones

Decíamos al comienzo, en coincidencia con recientes debates y estudios sobre la financiarización, que se requiere una mayor cantidad de investigaciones en países “no desarrollados”. Este trabajo se propuso entonces en primer lugar atender a este desafío aportando elementos sobre un caso relativamente atípico como es el argentino.

Como hemos mostrado, las condiciones macroeconómicas argentinas y las políticas desplegadas entre 2002 y 2015 dan cuenta de una *relativa desconexión del sistema financiero internacional*⁷⁰, a contramano de lo que se observa en otros países de la región. En particular, el desendeudamiento público y de largo plazo de las familias revela una especificidad en relación con otras economías. Como decíamos, y contrariamente a lo observado por Fernandez en más de 15 países⁷¹, el crédito hipotecario en Argentina tendió a perder representatividad. Al mismo tiempo, es notable la menor participación de otras estrategias de financiamiento como los fondos inmobiliarios o la cotización en el mercado de capitales de empresas inmobiliarias en comparación con otros casos nacionales.

Y sin embargo, al igual que en otras ciudades, la década de los 2000 dio cuenta de un “boom inmobiliario” al que nos hemos referido en detalle. Al respecto, entendemos que el mismo se debió a una canalización de *ahorro local* hacia el sector inmobiliario (un “switch”), en el que tuvieron una participación activa los desarrolladores, las autoridades locales y nacionales a partir de diversas reformas, que se articularon con condiciones más estructurales de la economía postcrisis de 2001, pero también la cultura, la desconfianza en el sistema financiero, etc.

Hablar entonces de financiarización de la producción inmobiliaria en Argentina *para el período 2002-2015* sería desde esta perspectiva una impropiedad. Más bien, los datos muestran un proceso de *desfinanciarización o una ralentización de la financiarización de la producción inmobiliaria residencial*. Y sin embargo, algunos elementos nos impelen a sostener el marco teórico propuesto de la financiarización de la economía y la financiarización de la producción inmobiliaria, en tanto estos procesos *deben ser comprendidos en períodos largos y en geografías diversas*.

En primer lugar porque, como hemos mencionado, el sector financiero internacional participó de estas dinámicas, pero mediante modalidades diferentes a las

lo invertido era gastado en el emprendimiento. Así, un inversor podía vender un bien valorizado a otros particulares sin tributar por ello, pues se suponía que no existía habitualidad. Por lo que, el balance al final del mismo era cero, mientras que en el transcurso sólo existía una mera “cesión de derechos” entre personas físicas (los fundadores del fideicomiso o del contrato original y los titulares finales de las unidades).

70 En el sentido de avances o gestos hacia la desconexión, concepto desarrollado por Amin 1990 y 2012. Desde otra perspectiva radicalmente diferente, el Fondo Monetario Internacional clasificaba hacia 2010 al país como “país poco integrado financieramente”. Ver: FMI 2010, p.31.

71 Fernandez 2017.

tradicionalmente mencionadas. Nos referimos específicamente al hecho de que no se trató para el caso argentino de un crecimiento en los fondos inmobiliarios (tipo “REIT”⁷²), de la ampliación de la cotización en bolsa de los desarrolladores o de la expansión masiva de la securitización de créditos hipotecarios como en los casos de Brasil y México. Más bien, fueron solamente los préstamos a corto plazo (como los “préstamos personales” o las tarjetas de crédito) los que permitieron financiar una parte menor de la producción residencial. Así como la fuga de capitales hizo posible canalizar los activos de los argentinos hacia la producción inmobiliaria en ciudades como Miami o Punta del Este en el período posterior a la crisis de 2008⁷³. El impacto de lo cual requiere de otra investigación que analice innovaciones financieras -como la expansión de las operaciones bancarias en la sombra [*shadow banking*] y sus vínculos con agentes de la región- ya que en esta instancia sólo se puede apreciar de manera incompleta mediante las fuentes cualitativas disponibles.

En segundo lugar, el marco de la financiarización de la producción inmobiliaria resulta apropiado en tanto su visión de largo plazo permite entender tanto las permanencias como los cambios en las trayectorias nacionales variadas [*variegated*] y desiguales de la financiarización de la vivienda, como el que ocurrió en Argentina con el cambio de gobierno a finales del año 2015 y el consiguiente giro radical en la política económica, que muestran una reversión desde 2016 en todos los indicadores aquí mencionados⁷⁴.

En tercer lugar, nos parece pertinente apelar a estos conceptos porque en un contexto global de financiarización, las políticas económicas en Argentina no lograron escapar al constreñimiento del sistema financiero –que por ejemplo penalizó al país con su reclasificación de “país fronterizo” en 2009- aunque sí le permitieron *desconectarse* de tendencias observadas en otras geografías.

Los efectos de todo lo cual son contradictorios y no pueden analizarse de manera lineal en el ámbito urbano. Ya que, como dijimos, la mayor redistribución del ingreso no vino acompañada de mayor acceso a la vivienda, debido principalmente a las limitaciones en la política de tierras, de vivienda, urbanas y de acceso al crédito hipotecario, entre otras razones. Sin embargo, también podría pensarse que fue esta misma desconexión del capital financiero internacional la que inhibió la expansión de ciertas prácticas predatorias sobre los trabajadores y sobre el ambiente construido. Prácticas éstas que, ejercidas por el sistema financiero, pero sostenidas por políticas económicas de desregulación, podrían haber conducido a mayor endeudamiento de largo plazo de las familias y a la exacerbación del ciclo inmobiliario.

72 Los Real Estate Investment Trust son fondos orientados a la inversión inmobiliaria que posee ventajas impositivas en relación con otros instrumentos no inmobiliarios a fin de canalizar inversiones a la construcción y la administración inmobiliaria.

73 Al respecto, ver por ejemplo el artículo de Bishop en OPP-Connect de 2014 sobre cómo la situación Argentina afectará al mercado de Miami (Bishop 2014) o el artículo publicado por IProfesional de 2016 sobre los argentinos ocupando los primeros puestos entre los inversores inmobiliarios en Miami (IProfesional 2016). Sobre cómo los desarrolladores argentinos invierten los recursos de los argentinos en Uruguay, véase Revista Apertura (2012).

74 Esta cuestión que ha sido tratada en otro trabajo. Véase Sokoloff 2018.

En otras palabras, podríamos decir que el caso de Argentina muestra una trayectoria específica dentro del proceso de financiarización, marcada por una desconexión que impactó sobre el financiamiento a la vivienda, contribuyendo a ralentizar la financiarización de la producción inmobiliaria en este período. La cual, sin embargo, se mostró desvinculada de otras políticas de vivienda y frágil frente a un cambio de orientación económica.

Bibliografía

- AALBERS, Manuel. The Variegated Financialization of Housing. *International Journal of Urban and Regional Research*. 2017, vol 41, n° 4, p. 542-554.
- AMIN, Samir. *Delinking: Towards a Polycentric World*, Zed Books. 1990.
- AMIN, Samir. "La desconexión en tiempos de implosión del capitalismo global. Entrevista" En: *Matxingunea*. 2012. Disponible online en: http://matxingunea.org/media/pdf/samir_amin_la_desconexion_en_tiempos_de_implosion_capitalismo_global.pdf [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- AUGUSTE, Sebastian; BEBCZUK, Ricardo y MOYA, Ramiro, *The Demand for Mortgages Under Macro Volatility: The Argentine Case*. November 2011. IDB Working Paper No. IDB-TN-284. Disponible online en: <https://ssrn.com/abstract=1981537> [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- BAER, Luis. Transformaciones urbanas y de la estructura social de un barrio de la ciudad de Buenos Aires. En: *Economía, Sociedad y Territorio*, 2010, vol. X, n° 33, mayo-agosto, pp.283-325.
- BAER, Luis. *El mercado de suelo formal de la Ciudad de Buenos Aires en su contexto metropolitano. Dinámica de precios de terrenos, desarrollo inmobiliario y acceso a la vivienda en la década de dos mil*, Tesis Doctoral. Facultad de Filosofía y Letras, Área Geografía, Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires.2011
- BAER, Luis y KAUW, Mark. Mercado inmobiliario y acceso a la vivienda formal en la Ciudad de Buenos Aires, y su contexto metropolitano, entre 2003 y 2013. En: *Revista EURE - Revista De Estudios Urbano Regionales*, 2016, vol. 42, n°126, pp.5-25. Disponible en: eure.cl/index.php/eure/article/view/1676 [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- BANZAS, Alejandro y Lorena FERNÁNDEZ *El Financiamiento a la vivienda en Argentina. Historia reciente, situación actual y desafíos*. CEFID-AR. Documento de Trabajo N° 18 - Septiembre 2007.
- BASUALDO, Eduardo La reestructuración de la economía argentina durante las últimas décadas de la sustitución de importaciones a la valorización financiera. En BASUALDO, Eduardo M.; ARCEO, Enrique (eds). *Neoliberalismo y sectores dominantes. Tendencias globales y experiencias nacionales*. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires. Agosto 2006.

- BCRA (Banco Central de la República Argentina). Saldos a fin de mes de las entidades financieras, en miles de pesos de los créditos al sector privado emitidos en moneda nacional hipotecarios para la vivienda Serie 155., 2017. Disponible Online: www.bcra.gov.ar. [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- BISCAY, Pedro. Sistema financiero argentino y fuga de capitales. Ponencia presentada en el Panel “Fuga de capitales y guaridas fiscales” 3er Congreso De Economía Política (Centro Cultural De La Cooperación y Universidad Nacional De Quilmes) “Hacia Una Teoría Económica Latinoamericana”, Centro Cultural de la Cooperación, Ciudad de Buenos Aires, 2016
- BISHOP, Adrián. “Argentina’s economic woes ‘may affect Miami real estate sales’” OPP-Today Disponible Online: <http://www.opp.today/argentinas-economic-woes-may-affect-miami-real-estate-sales/> [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- BOTELHO, Adriano. *O urbano em fragmentos: a produção do espaço e da moradia pelas práticas do setor imobiliário*. São Paulo/Fapesp, Annablume. 2007.
- BRENNER, Neil. Urban governance and the production of new state spaces in western Europe, 1960–2000, *Review of International Political Economy*, vol 11, nº3, pp. 447-488, 2004.
- CATTANEO PINEDA, Rodrigo Andrés. Los fondos de inversión inmobiliaria y la producción privada de vivienda en Santiago de Chile: ¿Un nuevo paso hacia la financiarización de la ciudad? *Revista EURE - Revista De Estudios Urbano Regionales*, 2011, vol 37, nº 112, p. 5-22.
- CICCOLELLA, Pablo, VECSLIR, Lorena, BAER, Luis. Revitalización de subcentros metropolitanos. Buenos Aires entre la ciudad dispersa y la ciudad compacta. En: *Contexto. Revista de la Facultad de Arquitectura de la Universidad Autónoma de Nuevo León*, vol IX, nºSeptiembre-Sin mes, 2015. Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=353642518002>. [Consulta: 21 de septiembre de 2018]
- CHESNAIS, François. *Finance Capital Today : Corporations and Banks in the Lasting Global Slump*. Haymarket Books, 2018.
- CHRISTOPHERS, Brett. Revisiting the Urbanization of Capital. En: *Annals of the Association of American Geographers*. 2011, vol. 101.6, p.1347-1364.
- CHRISTOPHERS, Brett. The Limits to Financialization. En: *Dialogues in Human Geography*. 2015, vol 5, nº 2, p.183-200.
- CICCOLELLA, Pablo e Ileana MIGNAQUI. Metrópolis latinoamericanas: fragilidad del Estado, proyecto hegemónico y demandas ciudadanas. Algunas reflexiones a partir del caso de Buenos Aires, *Cuadernos del Cendes*, 2008, vol. 25, nº 69, p. 47-68.

- CLARK, Eric; Henrik Gutzon LARSEN y Anders Lund HANSEN. Financialisation of Built Environments: A Literature Review. *FESSUD Working Paper Series*; 2015 Sep 1, vol. 114, 56 p. Disponible online: [http://portal.research.lu.se/portal/en/publications/financialisation-of-built-environments-a-literature-review\(06643fcc-4a87-4f95-8eea-f688f7ba30c4\).html](http://portal.research.lu.se/portal/en/publications/financialisation-of-built-environments-a-literature-review(06643fcc-4a87-4f95-8eea-f688f7ba30c4).html) [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- DAVID, Louise. The social construction of real estate market risk. The case of a financial investments cluster in Mexico City. *Journal of Urban Research*, 2012, n° 9. Disponible online: <http://articulo.revues.org/2163>
- DAVID, Louise. *La production urbaine de Mexico : entre financiarisation et construction territoriale. Une analyse de l'insertion du réseau financier transnational dans les marchés d'immobilier d'entreprise*. Tesis doctoral. Laboratoire Techniques, Territoires et Sociétés, LATTIS (UMR 8134 - CNRS, ENPC, UPEMLV), Francia, 2013.
- DELGADILLO, Victor. Selective modernization of Mexico City and its historic center. Gentrification without displacement?, *Urban Geography*, 2016. DOI: 10.1080/02723638.2015.1096114. Disponible online en: <http://www.tandfonline.com/eprint/RADiwUV4rWIGrknt7uZF/full> [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- DELGOBBO, Alberto. Balance Sobre La Conformación De Un Mercado De Hipotecas Titulizadas En Argentina. *Documento de trabajo, Secretaria de Defensa de la Competencia y del Consumidor. Ministerio de Economía*. 2000 Disponible online <http://cdi.mecon.gov.ar/biblio/docelec/aaep/00/delgobbo.pdf>. [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- DGEYC - Dirección General de Estadística y Censos Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. *Dinámica de una ciudad. Buenos Aires, 1810-2010*. CD - Anexo Estadístico. Cuadro 2.07 "Total de Permisos para construcciones 1935-2009", 2010.
- DURAND, Cedric. *Fictitious Capital - How Finance Is Appropriating Our Future*. Verso Books, 2017.
- EL CRONISTA. L.O. El interior, del boom al equilibrio. *El Cronista*. 30 de septiembre de 2008. Disponible online en : <https://www.cronista.com/impresageneral/El-interior-del-boom-al-equilibrio-20080930-0044.html> [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- FERNANDEZ, Rodrigo. Stylized facts from housing and finance. How do they relate across space and time?. *FINGEO Documento de trabajo N°1*, 2017 Disponible online: http://www.fingeo.net/wordpress/wp-content/uploads/2017/07/WPI_Stylized-facts-from-housing-and-finance-1.pdf [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- FERNANDEZ, Rodrigo y AALBERS, Manuel. Financialization and housing: Between globalization and Varieties of Capitalism. *Competition and Change*, 2016, vol.20, N°2, p. 71-88.
- FIX, Mariana. São Paulo cidade global: fundamentos financeiros de uma miragem. São Paulo, Boitempo Editorial. 2007.

- FMI. A New Database of Financial Reforms. *IMF Working Paper*, 08/266, 2008 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08266.pdf> [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- FMI. *Perspectivas económicas, October 10: Las Américas : Caluroso en el Sur, Más Frío en el Norte*. Series: Regional Economic Outlook, IMF October 2010. Disponible online: <https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/reo/2010/whd/wreo1010s.pdf> [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- FROUD, Julie, Sukhdev JOHAL, Adam LEAVER, Karel WILLIAMS. *Financialization and Strategy: Narrative and Numbers*. London: Routledge, 2006.
- GAGGERO, Jorge, Magdalena RUA y Alejandro GAGGERO. Argentina. Fuga de capitales (2002-2012). CEFID-AR Documento de Trabajo N° 52, Buenos Aires, 2013.
- GOTHAM, Kevin Fox. Creating Liquidity Out of Spatial Fixity. The Secondary Circuit of Capital and the Restructuring of the US Housing Finance System. En: AALBERS, Manuel. *Subprime cities: the political economy of mortgage markets*. Chicester, Wiley-Blackwell, 2012.
- GUIRONNET, Antoine., ATTUYER Katia y HALBERT Ludovic. Building Cities on Financial Assets: The Financialization of Property Markets and Its Implications for City Governments in the Paris City-Region. *Urban Studies*, vol. 53, no. 7. p. 1442-1464.
- HARVEY, David. The urban process under capitalism: a framework for analysis. *International Journal of Urban and Regional Research*, 1978, vol. 2, p. 101-31.
- HARVEY, David. *The Limits to Capital*. Chicago: University of Chicago Press, 1982.
- HARVEY, David. The Marxian Theory of the State. *Antipode*, 1985, n° 17, p.174-181. doi:10.1111/j.1467-8330.1985.tb00347.x
- HARVEY, David. From Managerialism to Entrepreneurialism: The Transformation in Urban Governance in Late Capitalism. *Geografiska Annaler. Series B. Human Geography*. 1989, vol 71, p. 3-17.
- HARVEY, David. The right to the city. *International Journal of Urban and Regional Research*, 2003, vol. 27, pp. 939-41.
- HARVEY, David. *The Limits to Capital (Expanded Edition)*. London: Verso, 2006.
- HARVEY, David *Rebel cities: From the right to the city to the urban revolution*. London y New York, Verso, 2013.
- I PROFESIONAL (sin firma) "Los argentinos figuran entre los inversores extranjeros que más inmuebles compran en Miami" en *IProfesional Negocios*, 06/06/2016. Disponible en: <https://www.iprofesional.com/negocios/233505-miami-inversi%C3%B3n-blanqueo-Los-argentinos-figuran-entre-los-inversores-extranjeros-que-mas-inmuebles-compran-en-Miami> [Consulta: 14 de febrero de 2018]

- KRIPNER, Greta R. The financialization of the American economy *Socio-Economic Review*, May 2005, vol. 3, nº 2, p. 173–208, <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>
- LIZIERI, Colin, y Kathy PAIN. International Office Investment in Global Cities: The Production of Financial Space and Systemic Risk. *Regional Studies.*, 2014, vol. 48, no. 3, p. 439-455.
- MCKINSEY. Report on Debt: “Debt not much deleveraging”, 2015. Disponible en: http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/debt_and_not_much_deleveraging [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- PERTIERRA CANEPA, Francisco María y Mariano PANTANETTI. *El fideicomiso y el boom inmobiliario argentino*. CEMA Documentos de trabajo Area: Negocios y Finanzas, nº 451, Abril 2011.
- RASPALL, Tomás. *El rol de los actores en la configuración de la oferta de vivienda nueva en la ciudad de Buenos Aires durante los primeros años de la posconvertibilidad. El caso del barrio de Caballito, 2003-2008*. Tesis de maestría no publicada. Instituto de Altos Estudios Sociales, Universidad Nacional de San Martín, Buenos Aires, 2015.
- REVISTA APERTURA (sin firma) “Con el encanto del Candombe” en *Revista Apertura*, 12/01/2012, p. 80-83.
- ROUANET, Hortense y Ludovic HALBERT Leveraging finance capital : urban change and self-empowerment of real estate developers in India. *Urban Studies*, 2015, vol. 53 nº 7, p. 1401-1423. <https://doi.org/10.1177/0042098015585917>
- ROUANET, Hortense *Quand les grands promoteurs immobiliers fabriquent la ville en Inde. Regards croisés sur Bangalore et Chennai*. Tesis en Aménagement de l’espace, Urbanisme dans le cadre de École doctorale Ville, Transports et Territoires (Champs-sur-Marne) , en partenariat avec LATTS - Laboratoire Techniques, Territoires, Sociétés (laboratoire) et de RIT - Réseaux, institutions et territoires (VTT). 2016
- ROYER, Luciana de O. *Financeirização da política habitacional: limites e perspectiva*. Tesis de Doutorado em Habitat. Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponible en http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/16/16137/tde-19032010-114007/publico/Doutorado_LucianadeOliveiraRoyer.pdf [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- RUFINO, Maria Beatriz Cruz. *Incorporação da Metrópole: Transformações na produção imobiliária e do espaço na Fortaleza do século XXI*. 1. ed. São Paulo: Annablume- FAPESP, 2016. v. 1. 329p .
- SANFELICI, Daniel. Financeirização e a produção do espaço urbano no Brasil: uma contribuição ao debate. *Revista EURE - Revista De Estudos Urbano Regionales*, 2013, vol. 39, nº 118, p. 27-46. Disponible en: <http://www.eure.cl/numero/financeirizacao-e-a-producao-do-espaco-urbano-no-brasil-uma-contribuicao-ao-debate/> [Consulta: 14 de febrero de 2018]

- SANTORO, Paula Freirey y ROLNIK, Raquel. Novas frentes de expansão do complexo imobiliário-financeiro em São Paulo. En: *Cadernos Metrópole*, 2017, Vol. 19, n.  39, pp. 407-431.
- SAVINI, Federico y AALBERS, Manuel, The de-contextualisation of land use planning through financialisation: Urban redevelopment in Milan, *European Urban and Regional Studies*, 2015, vol. 23, n  4, p. 878-894.
- SHIMBO, L cia. *Habita o social, habita o de mercado: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro*. Tese de doutorado. S o Carlos, Universidade de S o Paulo. 2010.
- SCHWARTZ, Herman M. y Leonard SEABROOKE. Varieties of residential capitalism in the international political economy: Old welfare states and the new politics of housing. *Comparative European Politics*, 2008, vol. 6, n  3, p. 237-261.
- SOCOLOFF, Ivana *Stratégie de ville, stratégie d'entreprise. Le cas d'IRSA   Buenos Aires*. Tesis de Master II en Ciencias Sociales,  cole des Hautes  tudes en Sciences Sociales (EHESS) Mention : Territoire, Espace et Société, bajo la dirección de Alain Musset. Defendida en Junio 2011.
- SOCOLOFF, Ivana Reflexiones en torno a las relaciones entre empresa, estado y ciudad: Un estudio a partir del caso IRSA en Buenos Aires (1991-2012)". Tesis para optar por el Título de Dr. en Ciencias Sociales. Universidad de Buenos Aires, bajo la dirección de Pedro Pérez. Defendida en Marzo 2013.
- SOCOLOFF, Ivana, COLOMBO BLANCO, Ana; KITAY, Iván, Maltz, Hernán; RULLANSKY, Ignacio; SEIA, Guadalupe; STIBERMAN, Laura; URDAMPILLETA, Magdalena "Arte de gobierno neoliberal, "desarrollo" y "democracia" en Buenos Aires: reflexiones a partir del caso del Distrito Tecnológico 2008-2012" en *Anuario De Investigaciones (CCC)* Lugar: Ciudad de Buenos Aires; Año: 2013
- SOCOLOFF, Ivana "Financiamiento global y centros comerciales en Buenos Aires: un estudio del caso IRSA" *Revista INVI* N 84, Agosto de 2015. ISSN: 0718-1299.
- SOCOLOFF, Ivana "Grandes desarrolladores inmobiliarios: hacia una tipología de sus estrategias de inversión y financiamiento entre 2002 y 2015" en MENAZZI, Luján y SOCOLOFF, Ivana (coord.). *Actas de las Jornadas "Empresas, empresarios y burocracias estatales en la producción del espacio urbano a través de la historia"*. IIGG-IEALC. Isbn: 978-987-778-709-2
- TABB, William. The Centrality of Finance. *Journal of World-Systems Research*, Vol 1., p. 1-11, feb. 2007. Disponible: <http://jwsr.pitt.edu/ojs/index.php/jwsr/article/view/357>.
- THEURILLAT, Thierry y Olivier CREVOISIER. The Sustainability of a Financialized Urban Megaproject: The Case of Sihlcity in Zurich. *International Journal of Urban and Regional Research*, 2013, vol. 37, n  6, p. 2052-73.
- WEBER, Rachel. Selling City Futures: The Financialization of Urban Redevelopment Policy. *Economic Geography*, 2010, vol. 86, n  3, p. 251-74.

- WEBER, Rachel. *From Boom to Bubble: How Finance Built the New Chicago*. Chicago: The University of Chicago Press, 2015.
- WEIL, Federico. [Entrevista] TGLT y la elección de Rosario para sus desarrollos inmobiliarios. Impulso Negocios, 2 de octubre de 2013. Disponible online en: http://www.impulsonegocios.com/contenidos/2013/10/02/Editorial_27486.php [Consulta: 14 de febrero de 2018]
- WIERZBA, Guillermo, Estela DEL PINO SUÁREZ y Romina KUPELIAN. *El sistema financiero argentino. La evolución de su régimen regulatorio desde la liberalización financiera. Impactos relevantes sobre el crédito y la economía real*. CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 33, Noviembre 2010.

© Copyright: Ivana Sokoloff, 2019

© Copyright: Scripta Nova, 2019.

Ficha bibliográfica:

SOKOLOFF, Ivana. Financiarización variada de la producción inmobiliaria en Argentina: el caso del boom inmobiliario en Buenos Aires y la postcrisis en perspectiva, 2002-2015. *Scripta Nova. Revista Electrónica de Geografía y Ciencias Sociales*. Barcelona: Universidad de Barcelona, 15 de junio de 2019, vol. XXIII, n° 616. [ISSN: 1138-9788]