



La financiarización de los bienes raíces

Manuel B. Aalbers

KU Leuven, Bélgica

<https://orcid.org/0000-0001-6640-0988>

Rodrigo Fernández

Center for Research on Multinational Corporations (SOMO),
Países Bajos

<https://orcid.org/0000-0003-0241-2730>

Gertjan Wijburg

Utrecht University, Países Bajos; KU Leuven, Bélgica

Cómo citar este artículo:

Aalbers, M. B., Fernández, R., y Wijburg, G. (2021). La financiarización de los bienes raíces. *Revista INVI*, 36(103), 215-234. <https://doi.org/10.4067/S0718-83582021000300215>

Este artículo se publica con la autorización de sus autores Manuel Aalbers, Rodrigo Fernández y Gertjan Wijburg. “The Financialization of Real Estate” se publicó en Mader, Ph., Mertens, D. y Van der Zwan, N. (Eds.) (2020). *The Routledge International Handbook of Financialization* (pp. 200-212). Oxon - New York: Taylor & Francis Group.

Traducción del inglés al español: Víctor Delgadillo¹.

¹ Versión en español revisada por Ivana Socoloff y aprobada por los autores. Entre corchetes incluimos algunas palabras y en pie de página algunas explicaciones que facilitan la comprensión del texto

Introducción

El capital en el siglo XXI, de Thomas Piketty (2014), se ha convertido en uno de los libros clave de la economía política y de las ciencias económicas contemporáneas. Aunque Piketty nunca menciona la financiarización de los bienes raíces, su análisis de los desarrollos de largo plazo como una “metamorfosis del capital” es indicativo de la financiarización. Sus datos muestran que en Francia y en el Reino Unido la proporción capital – ingresos siguió una curva en forma de U en el período comprendido entre el siglo XVIII y el siglo XIX. Un stock de capital estable en el rango del 600 por ciento de los ingresos a lo largo de los siglos XVIII y XIX se basó ampliamente en las tierras agrícolas y de manera creciente en las salidas de inversiones coloniales. Después de la Primera Guerra Mundial, la proporción capital - ingresos descendió dramáticamente, sólo para volver a crecer desde la década de 1970. Este retorno hacia una gran proporción capital - ingreso fue impulsada en gran medida por los bienes raíces, es decir, una relación nuevamente basada en la tierra, aunque ahora predominantemente en tierra urbanizada, en lugar de tierra agrícola. Desde la década de 1950 hasta la de 1990, los datos de Piketty muestran que la riqueza de los bienes raíces, como parte del capital total, se mantuvo estable en un 40 por ciento, aunque aumentó rápidamente en relación con los ingresos. Sin embargo, en las últimas dos décadas, la dimensión de los bienes raíces se incrementó en un 58 por ciento del stock total de la riqueza y en un 300 por ciento de los ingresos anuales en 2010.

En esta larga duración expuesta de la composición transformadora del capital, Piketty demuestra que el valor actual de los bienes raíces, en relación con el valor total del capital y de los ingresos, verdaderamente no tiene precedentes históricos. La explicación del incremento de la proporción capital - ingreso, en la teoría de Piketty, radica en las “leyes” generales del capitalismo. Por un lado, encontramos el declive de la economía de flujos, la tasa de crecimiento del ingreso nacional, conducida fundamentalmente por el cambio demográfico. Por otro lado, encontramos la combinación de una tasa sostenida de ahorro y rendimientos de inversión (R) mayores que el crecimiento económico (G), es decir, R es mayor que G, lo que permite al stock de capital crecer en relación con el ingreso anual o la producción económica. Por lo tanto, el stock de capital se infla proporcionalmente a los flujos de ingreso y producción. Lo que señalan las leyes de Piketty, es que se espera que en el siglo próximo crezca el papel de los bienes raíces, residenciales y comerciales, como depósitos de valor para la creciente relación capital – ingreso. Aquí es donde la amplia teoría de Piketty acerca del capitalismo se cruza con los campos interdisciplinarios no sólo del estudio de los bienes raíces, sino de los estudios sobre la financiarización.

Desafortunadamente, Piketty no profundiza en las amplias implicaciones del creciente papel de la riqueza inmobiliaria - habitacional en la economía política (más allá de la desigualdad). Para valorar tanto los arreglos socioeconómicos como las consecuencias de la creciente función de reserva de valor de los bienes raíces, necesitamos contextualizarlos en más amplios procesos y debates contemporáneos y salir del estrecho universo metodológico de las ciencias económicas. En otra parte hemos argumentado que la estructura institucional e ideacional, bajo la cual la metamorfosis del capital tiene lugar, no es un subproducto derivado de la ecuación

R es mayor que G, sino que es central para su desarrollo y debería, por lo tanto, estar en el corazón del análisis que intenta comprender su diversidad a través del espacio y del tiempo (Fernández y Aalbers, 2017). Los bienes raíces han cobrado mayor importancia en la economía política de las tres últimas décadas, no fundamentalmente en términos de la producción de vivienda, sino como depósito de valor.

La transformación de los mercados inmobiliarios bajo el capitalismo financiarizado está ausente en la explicación de Piketty sobre cómo el capital crecientemente se ha transformado en bienes raíces. El cambio de una economía de posguerra orientada a la producción y liderada por los salarios hacia un régimen de acumulación financiarizada basado en la deuda en la era de la globalización financiera (Boyer, 2000) es fundamental para comprender la nueva centralidad de los bienes raíces en la economía política, no solo en el norte global, sino crecientemente también en el sur global (por ejemplo, Rolnik, 2013; Shatkin, 2017). Bajo las condiciones de la financiarización, los bienes raíces se convirtieron en dominantes en los balances de los hogares (la propiedad como activo y la deuda como una obligación) y de las instituciones financieras (los préstamos como un activo que permite a los bancos pedir prestado más por el lado del pasivo), alterando así las relaciones de poder y el comportamiento condicionante (Hudson, 2012; Lazzarato, 2012). Las finanzas desempeñaron un papel crucial en este proceso, pues la circulación de capital en la economía global de la posguerra estuvo cada vez más mediada a través de un grupo selecto de instituciones financieras (que operan globalmente) y otros canales intermediarios (Sweezy, 1994). Con las finanzas y los bienes raíces cada vez más interdependientes, podemos pensar en un “nexo entre bienes raíces y finanzas” para denotar las conexiones intensificadas entre ambos sectores (Aalbers, 2016).

En este capítulo, primero hacemos la pregunta: ¿Por qué los bienes raíces son un objeto de financiarización? Este capítulo discutirá diferentes respuestas a esta pregunta a través de un enfoque puesto tanto en los bienes raíces comerciales (oficinas, servicios, comercio minorista, etc.) como en los bienes raíces residenciales (vivienda). Prestamos atención al papel clave de los mercados hipotecarios - incluyendo la discusión sobre la titulación -, pero también al aumento de los vehículos de inversión como fondos de capital privado, fondos de cobertura o alto riesgo, fondos cotizados² y trust o fideicomisos de inversión inmobiliaria [REIT por sus siglas en inglés³] en ambos mercados inmobiliarios, los residenciales y los comerciales. A lo largo del capítulo, discutimos el papel del Estado en la regulación y facilitación de la financiarización de los bienes raíces. Además de mirar diferentes mercados y actores “financiarizados”, también mostramos cómo el nexo entre los bienes raíces y las finanzas (con el Estado como parte de la ecuación) ha permitido diferentes formas de financiarización de los bienes raíces.

2 Nota del traductor: Traduje “Listed funds” como Fondos cotizados. Los fondos listados se refieren a aquellos fondos que cotizan acciones al estar listados en la bolsa de valores.

3 REIT: Real Estate Investment Trust.

¿Por qué los bienes raíces son objeto de financiarización?

Los bienes raíces siempre han sido dependientes de las finanzas, ya sea que una unidad se compre individualmente o como parte de un portafolio más grande. En el pasado (aquí somos conscientemente vagos, ya que esto es diferente para diferentes países), la financiación inmobiliaria se ofrecía a través de canales separados, es decir, separados de otros canales bancarios y financieros. La propiedad de la vivienda hipotecada, por ejemplo, solo era posible si se realizaba un considerable pago inicial y el resto del precio de la vivienda se financiaba normalmente a través de instituciones especializadas, como sociedades de construcción, instituciones de ahorro y crédito, *Bausparkassen*⁴, *cajas* [en español en el original], bancos de ahorro y uniones de crédito. En muchos países, a los bancos generales solo les ha sido permitido estar activos en el mercado hipotecario durante un par de décadas. Generalmente los Estados trataron favorablemente a estos prestamistas especializados en hipotecas, en términos de condiciones e impuestos.

Los bienes raíces generalmente también actúan como una forma de garantía altamente valorada. Al igual que las piezas de arte preciosas, se considera que los bienes raíces tienen un valor fijo seguro. Pero a diferencia del arte, la deuda inmobiliaria y los ingresos por alquiler de los bienes raíces ofrecen ventajas de escala, estandarización, sistemas de cálculo bien establecidos, renta fija (respectivamente intereses, cuotas y alquiler) y un marco institucional de financiarización de bienes raíces altamente estandarizado para recolectar flujos de ingresos futuros (Fernández y Aalbers, 2016). La riqueza basada en la vivienda, es decir, la vivienda valorada a los precios actuales del mercado menos la deuda, se ha elevado a alturas históricamente sin precedentes, implicando que los bienes raíces se hayan vuelto más importantes como depósito de valor en la era de la financiarización. En la Eurozona, por ejemplo, la riqueza basada en la vivienda creció de 3,7 billones de euros en 1980 a 13,2 billones de euros en 1999 y 24,2 billones de euros en 2006 (BIS, 2009; ECB, 2006). Desde la Gran Crisis Financiera, el aumento de la riqueza [inmobiliaria] de la vivienda se estancó en la Eurozona y alcanzó una meseta relativamente estable de aproximadamente 22,5 billones de euros entre 2007 y 2015 (ING, 2016, p. 5). Para poner esto en perspectiva, el tamaño del mercado de la Unión Europea (UE) para los bonos del gobierno (7,5 billones de euros) y la valuación del mercado de valores de la UE (7,2 billones de euros) combinados fue menor que el stock de riqueza de la vivienda en la UE en 2011, lo que indica su importancia como reserva de valor (EPRA, 2013).

De hecho, tanto los bancos como los fondos de capital privado, los REITs, los fondos de inversión en vivienda y otras instituciones financieras no bancarias están cada vez más interesados en los bienes raíces comerciales, así como en las viviendas de alquiler. Esto se debe a que la deuda en bienes raíces, como cualquier otro tipo de deuda, sirve como salida de inversión. Junto a la deuda pública de las economías centrales, en particular las letras del Tesoro de los Estados Unidos y los bonos de empresas de primera línea (*blue chip companies*)⁵, las

4 Nota del traductor: Caja de ahorro para la construcción, en alemán.

5 Nota del traductor: *Blue Chip Company* es una empresa bien establecida, reconocida a nivel nacional y financieramente sólida, que opera de manera rentable aún en condiciones económicas adversas.

hipotecas y los bienes raíces son productos estratégicos de “renta fija” para inversionistas institucionales como los fondos de pensiones. Estas tres categorías de inversiones se consideran Garantías de Alta Calidad (HQC por sus siglas en inglés)⁶.

Existe un grupo grande y creciente que busca liquidez con Garantías de Alta Calidad (HQC), que es alimentado por cuatro fuentes. En primer lugar, está el “capitalismo de gestión de dinero” (Minsky, 1996) o el “capitalismo de fondos de pensiones” (Clark, 2000), que se caracteriza por la expansión de portafolios de inversión de los inversionistas institucionales (véase Fichtner, 2020). En segundo lugar, está el «exceso de ahorros» (Bernanke *et al.*, 2011), es decir, el reciclaje del creciente superávit comercial de las economías emergentes de 5 billones de dólares (BIS, 2012). En Estados Unidos, por ejemplo, la oferta de HQC aumentó en 3,1 billones de dólares entre 1998 y 2002, y en 5,1 billones de dólares entre 2003 y 2007. La rebanada del pastel de la HQC que fue adquirida por no residentes se incrementó del 22 por ciento en el primer período al 55 por ciento en el segundo (Bernanke *et al.*, 2011, p. 8). En tercer lugar, en años recientes las políticas monetarias laxas, como la flexibilización cuantitativa⁷, aumentaron drásticamente la demanda de HQC (Fernández y Aalbers, 2017). En cuarto lugar, el aumento de las ganancias acumuladas de las corporaciones transnacionales en los paraísos fiscales, que asciende a aproximadamente el 30 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB) global (Henry, 2012), constituye un signo directo de sobreacumulación que apunta a la naturaleza problemática de la capacidad de absorción del capitalismo frente al aumento de las ganancias corporativas (Fernández y Aalbers 2016; Fernández y Hendrikse, 2020).

En comparación con alternativas como la de los préstamos sin garantía, el tamaño de los mercados inmobiliarios y en particular el de los mercados hipotecarios, incluso si están estrechamente vinculados a nivel nacional, permitió a los inversionistas crear un mercado líquido que sirve para diversificar los portafolios globalmente. Mediante un proceso conocido como titulización, los prestamistas hipotecarios revenden sus portafolios hipotecarios en un mercado hipotecario secundario, limpiando así sus balances. El movimiento a la titulización está lejos de ser un fenómeno global, aunque también se ha expandido al sur global (por ejemplo, Pereira, 2017), pero la venta y el comercio de Valores Respaldados por Hipotecas (MBS por sus siglas en inglés)⁸ se ha convertido rápidamente en un mercado global, con inversionistas procedentes de casi cualquier país del mundo (Aalbers, 2015; Gotham, 2006). Los Valores Respaldados por Hipotecas (MBS), como los REITs, son instrumentos financieros que han desvinculado los bienes raíces de los lugares, al convertir la naturaleza intrínsecamente local y fija de los bienes raíces en algo líquido y, por lo tanto, negociable en los mercados financieros globales (Gotham, 2006, 2012).

Los bienes raíces proporcionan una salida fundamental para las inversiones, es decir, actúan como una «solución espacial» para un estado endémico de sobreacumulación (Harvey, 1985). La absorción de capital por parte de los bienes raíces es una de las características definitorias del actual régimen de acumulación financiarizado,

6 HQC: High Quality Collateral.

7 Nota del traductor: *Quantitative easing* o flexibilización cuantitativa es una forma de política monetaria no convencional, donde un banco central compra valores a largo plazo en el mercado abierto para aumentar la oferta monetaria y fomentar el préstamo y la inversión.

8 MBS: Mortgage Based-Securities.

impulsado por los bienes raíces (Fernández y Aalbers, 2016). Henri Lefebvre (1974), David Harvey (1985) y otros autores han teorizado sobre las conexiones entre urbanización y capitalismo, argumentando que el entorno construido se ha vuelto esencial tanto para crear como para almacenar plusvalía. Basándose en esta literatura, Buckley y Hanieh (2014) han argumentado recientemente que, en algunos casos, como en Dubái, la urbanización puede ser vista como un proceso de reingeniería financiera. Además, esto podría estar relacionado con lo que Crouch (2009) ha denominado “keynesianismo privatizado”, es decir, tanto una forma de impulsar la economía apuntalando el consumo como de “compensar” el trabajo por décadas de un ingreso real insignificante o incluso negativo. En otras palabras, la financiarización de los bienes raíces produjo una riqueza basada en activos para las clases medias y, en algunos países, también para las clases trabajadoras. Sin embargo, esto ahora parece limitado a algunas generaciones, ya que los más jóvenes están cada vez más excluidos no solo del empleo permanente, sino también de la vivienda (asequible) (Aalbers, 2015; Forrest y Yip, 2011).

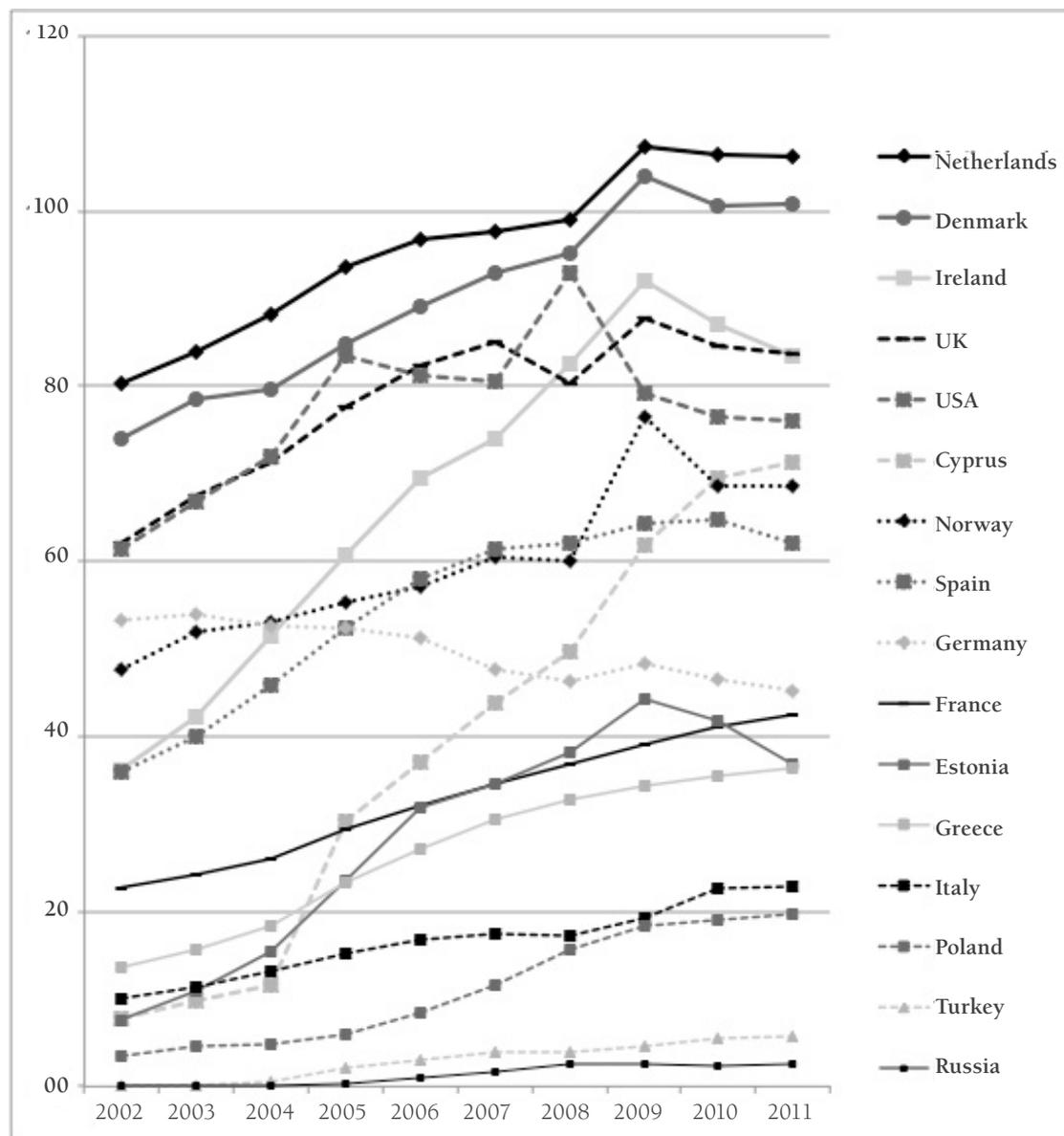
Se podría argumentar que el aumento de la deuda hipotecaria es la expresión clave de la financiarización de los bienes raíces, que es el tema central de la siguiente sección. Sin embargo, también podemos presenciar la financiarización de los bienes raíces en otros dominios, como la vivienda en alquiler y los bienes raíces comerciales, el tema central de la sección subsecuente. Al igual que la deuda hipotecaria y la titulación de la misma, las viviendas de alquiler y los bienes raíces comerciales crecientemente son vistos como clases de inversión, como activos que normalmente se consideran de bajo riesgo al tiempo que ofrecen un buen rendimiento de la inversión en comparación con otros activos similares. El aumento del endeudamiento hipotecario y la entrada de sociedades de inversión “financiarizadas” en los mercados de vivienda de alquiler e inmuebles comerciales ejemplifican diferentes formas de financiarización inmobiliaria. Finalmente, los bienes raíces pueden ser financiarizados en la etapa de desarrollo y de construcción (Calbet i Elias, 2017; Romainville, 2017) o mediante el uso de derivados y bonos de vivienda social por parte de asociaciones de vivienda (Aalbers *et al.*, 2017; Wainwright y Manville, 2017).

Mercados hipotecarios

El siglo XX podría fácilmente denominarse el siglo de los préstamos hipotecarios. Un estudio de 17 economías avanzadas seleccionadas, incluidos los Estados Unidos, Canadá, Australia, Japón y 13 estados europeos, que abarca el período 1870-2010, encontró que la proporción deuda privada - Producto Interno Bruto se mantuvo en el rango del 50 al 60 por ciento hasta 1980, pero se incrementó al 118 por ciento en 2010 (Jordá *et al.*, 2014). Aunque esto es digno de mención en sí mismo e ilustra el rápido aumento de la financiarización desde 1980, es importante señalar que la explosión de la deuda fue principalmente una explosión de la deuda hipotecaria. Los préstamos no hipotecarios se mantuvieron estables entre 1914 y 2010, siempre oscilando entre el 41 y el 46 por ciento del PIB. Lo que sí cambió fueron los préstamos hipotecarios. Entre 1870 y 2010, la proporción entre préstamos hipotecarios y PIB aumentó de menos de uno a alrededor de siete (*ibid.*).

A finales de 2004, había 4,5 billones de euros en préstamos hipotecarios pendientes en la Unión Europea (UE) y 6,1 billones de euros en Estados Unidos. Doce años y una grave crisis después, estas cifras se sitúan en 7,0 billones de euros y 9,8 billones de euros, respectivamente (European Mortgage Federation [EMF], 2017, p. 99). Y mientras la proporción deuda hipotecaria - PIB en los Estados Unidos aumentó del 54 al 86 por ciento entre 1998 y 2007, y luego cayó al 62 por ciento en 2012, la misma cifra para la UE aumentó del 32 al 47 y luego al 51 por ciento (EMF, 2014, p. 74). En el caso más extremo, Holanda, las cifras son 84, 100 y 105 por ciento para los mismos años. En el otro extremo del espectro, las cifras en Rumania y Bulgaria se mantienen muy por debajo del 10 por ciento (Figura 1). En términos relativos, el pequeño Chipre experimentó el mayor aumento de la deuda hipotecaria sobre el PIB: del 10 al 72 por ciento en apenas ocho años, a pesar de que la tasa de propiedad de vivienda cayó del 91 al 74 por ciento (EMF, 2014, p. 74). Los precios de la vivienda disminuyeron en muchos países de la OCDE, sobre todo en Irlanda, donde casi se redujeron a la mitad desde finales de 2007 (Figura 2). Otras caídas notables de los precios de la vivienda se registraron en España, Rumanía y Grecia. Por otro lado, el precio de la vivienda siguió aumentando con más del 30 por ciento en Noruega, Turquía y Austria.

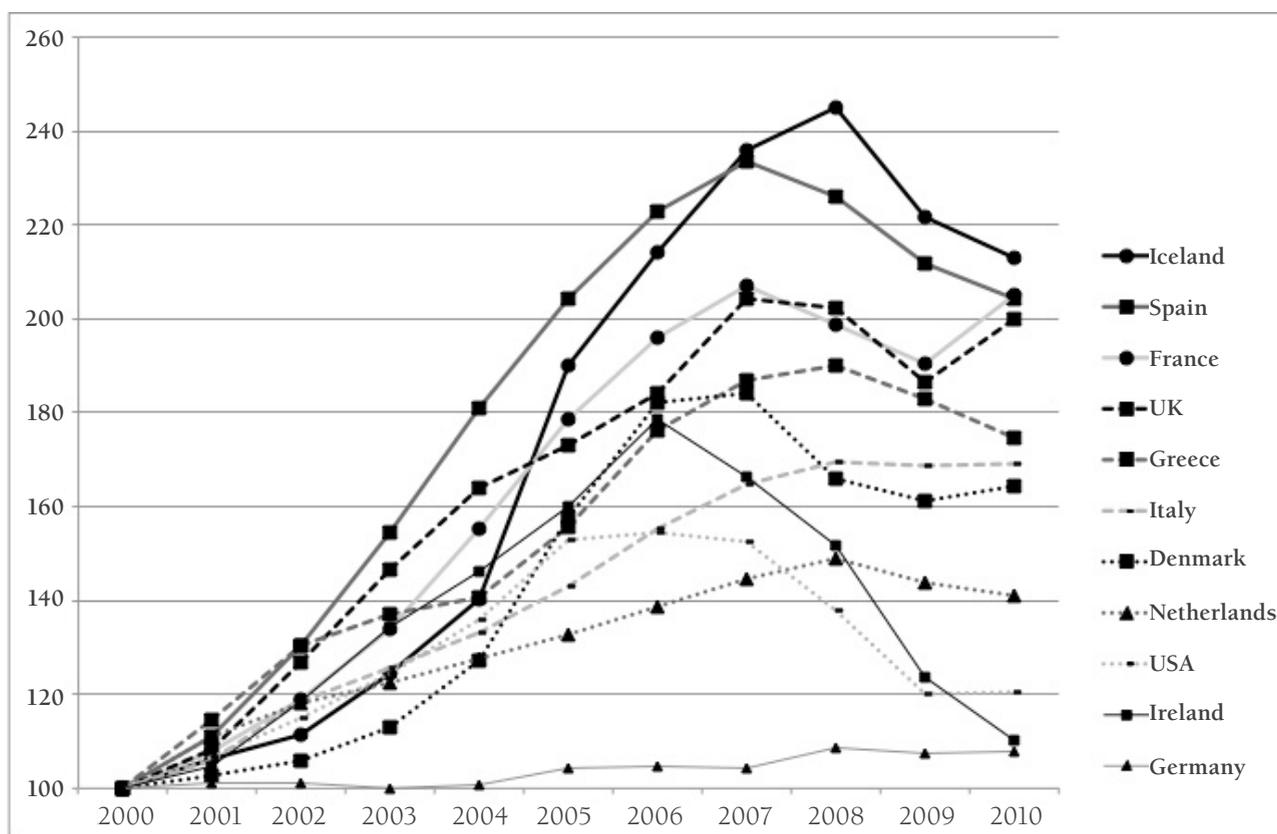
Figura 1.
Proporción de deuda hipotecaria habitacional / PIB.



Fuente: Expertos nacionales de la Federación Hipotecaria Europea, Banco Central Europeo, Bancos Centrales Nacionales, Eurostat, Oficina de Análisis Económico, Reserva Federal.

Los mercados hipotecarios no solo son importantes por su gran volumen, sino también porque la mayoría de los propietarios de viviendas dependen de ellos, porque alimentan la economía, en algunos países pueden usarse como un «cajero automático», tanto directa como indirectamente (a través del retiro de acciones y de los así llamados “efectos riqueza”), y porque tienen un propósito ideológico en la era neoliberal. Los mercados hipotecarios - y los mercados crediticios en general - han sido desregulados y re-regulados con el fin de ampliar el acceso a los mercados hipotecarios y así impulsar el crecimiento económico y aumentar las tasas de propiedad de vivienda, y de este modo promover la agenda neoliberal de la propiedad privada. No es de extrañar entonces que se produjeran cambios importantes en el mercado hipotecario en los Estados Unidos, antes que en el Reino Unido, y más temprano en el Reino Unido que en la mayor parte de la Europa continental y de otros lugares.

Figura 2.
Precios nominales de la vivienda, 2000 = 100.



Fuentes: Andrews y Caldera Sánchez (2011), Federación Hipotecaria Europea, Oficinas Nacionales de Estadística, Banco Central Europeo (para la zona del euro), Oficina de Censos de Estados Unidos.

A lo largo de la historia de los mercados hipotecarios ha habido diferentes tipos de instituciones que originan préstamos hipotecarios. Históricamente, la mayoría de estas instituciones han sido “instituciones depositarias”: prestamistas que no solo otorgan préstamos, sino que también reciben depósitos de los ahorradores. Puede parecer obvio que los prestamistas necesitan acumular depósitos como reserva para realizar préstamos, pero esto no es una necesidad. También es posible que un prestamista obtenga fondos en otras formas. Las “instituciones no depositarias” pueden necesitar solo una pequeña cantidad de “capital de trabajo” para originar préstamos si venden estos préstamos en el mercado secundario de hipotecas. Cada vez que venden una cartera de préstamos, liberan capital que pueden utilizar para originar nuevos préstamos. La proporción de instituciones no depositarias creció notablemente en Estados Unidos entre la década de 1980 y 2007, pero mucho menos en otros lugares.

Hasta hace pocas décadas, la mayoría de los prestamistas hipotecarios eran instituciones locales o regionales. Hoy, la mayoría de los prestamistas hipotecarios son prestamistas nacionales que acceden al mercado crediticio global. Este no es tanto el caso porque los prestamistas sean instituciones financieras globales - la mayoría de los prestamistas son de alcance nacional - sino porque compiten por el mismo crédito en un mercado global. En los Estados Unidos, Fannie Mae y Freddie Mac, dos empresas patrocinadas por el gobierno que estaban destinadas a estimular las tasas de propiedad de vivienda para los hogares de ingresos bajos y medios, ya introdujeron la titulización hipotecaria en la década de 1960. Gotham (2006, 2012) ha estudiado la desregulación y la re-regulación del mercado hipotecario y demuestra cómo el gobierno federal de los Estados Unidos, paso a paso, ha permitido la titulización, por ejemplo, la *Ley de Reforma, Recuperación y Ejecución de las Instituciones Financieras* (1989) empujó a los prestamistas de cartera a titularizar sus préstamos y cambiar a préstamos no depositarios. Los portafolios hipotecarios podían ahora ser vendidos a inversionistas en cualquier parte del mundo y, debido a que esos inversionistas pensaban que las carteras hipotecarias eran de bajo riesgo y a que había mucho dinero esperando para ser invertido, especialmente después del colapso de la burbuja de las inversiones “punto.com” (2000-2002)⁹, había un gran apetito por los valores respaldados por hipotecas residenciales. En otras palabras, la crisis de Ahorros y Préstamos, la siguiente ola de fusiones bancarias (Dymski, 1999), la titulización y la entrada de prestamistas no bancarios, junto a la demanda de inversiones de bajo riesgo dieron forma a la globalización y financiarización de los mercados hipotecarios (Aalbers, 2008).

Hay un creciente cuerpo de literatura que intenta rastrear las trayectorias de las diferentes estructuras nacionales de la titulización (Aalbers y Engelen, 2015; Aalbers *et al.*, 2011; Gotham, 2006, 2012; Wainwright, 2012, 2015; Walks y Clifford, 2015). Si bien ésta está fuertemente vinculada al auge de la innovación financiera característica de los mercados financieros posteriores a Bretton Woods, la titulización es de hecho una vieja técnica financiera que se remonta a la creación de los primeros fondos mutuales en la Holanda del siglo XVIII, que emitían acciones negociables respaldadas por las primas de seguro de vida agregadas (Rouwenhorst, 2005). En esencia, los actuales productos financieros estructurados se basan en los mismos principios.

⁹ Nota del traductor: La burbuja “dot-com” o “punto.com” alude al auge producido por el acelerado crecimiento de la valoración de las acciones de las empresas tecnológicas estadounidenses a fines de la década de 1990. Entre 2001 y 2002 estalló esa burbuja y esas acciones se desvalorizaron.

Los contratos opacos son agrupados y vendidos a una entidad legal separada o a un Vehículo de Propósito Especial¹⁰, que a su vez emite bonos para que los inversionistas finales paguen los activos subyacentes. Los inversionistas reciben parte del flujo de caja generado por estos contratos. En países como Alemania, Francia y Dinamarca, los bonos cubiertos (o garantizados) se utilizan de manera similar, aunque con una diferencia: los bonos cubiertos permanecen en los balances de los bancos que los emitieron (Aalbers, 2016).

Como resultado, la cantidad de información necesaria para evaluar los bonos en oferta se reduce radicalmente. Por ejemplo, en los contratos hipotecarios, los inversionistas no tienen que evaluar la calidad de la propiedad hipotecada, las expectativas socioeconómicas del barrio o la solvencia del acreedor hipotecario (Aalbers y Engelen, 2015). Ellos solo tienen que evaluar la confiabilidad del originador (¿la hipoteca es otorgada por un prestamista prudential?), la sofisticación del estructurador (¿el banco de inversión hace un trabajo suficientemente bueno?) y la confiabilidad del administrador (¿es el administrador un recaudador confiable del titular del préstamo y los intereses?). Como resultado, se ha vuelto muy poco común que los inversionistas miren la cartera subyacente de sus valores, excepto a través de datos agregados. En cambio, todas las evaluaciones de riesgos se han delegado cada vez más a agencias de calificación. Estas organizaciones privadas tienen el mandato legal de calificar la solvencia crediticia de los emisores de bonos y son remunerados por su trabajo por los emisores mediante una tarifa. Las agencias más grandes y conocidas son Standard & Poor's, Moody's y Fitch.

Bienes raíces comerciales y vivienda en renta

El sector inmobiliario es, por definición, espacialmente fijo, pero durante las últimas décadas se ha reconvertido en una clase de activos cada vez más líquidos (Van Loon y Aalbers, 2017). El ejemplo anterior de los mercados hipotecarios financiarizados ya lo ha ilustrado. Sin embargo, el portafolio comercial entre inversionistas institucionales y otras grandes corporaciones es otra manifestación importante de la financiarización inmobiliaria. Los bienes raíces siempre han sido una buena inversión para algunas fracciones del capital, pero en la economía financiarizada contemporánea, los bienes raíces son un activo clave, en particular para los inversionistas institucionales que buscan objetos de inversión a mediano y largo plazo (cada vez más a través de inversiones indirectas en bienes raíces) y para una variedad de otros actores “financiarizados” como firmas de capital privado (o de riesgo) y fondos de cobertura que están interesados en “comprar barato y vender caro” y por lo general tienen grandes portafolios inmobiliarios durante algunos años a la vez.

Desde el boom de la propiedad [inmobiliaria] de la década de 1990, los inversionistas internacionales están más activos tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo. Los mercados inmobiliarios

10 Un Vehículo de Propósito Especial es una entidad legal creada para cumplir con objetivos específicos y temporales, que se suele utilizar para aislar a las empresas de riesgos financieros.

comerciales son de especial interés porque están fuertemente ligados a las finanzas nacionales e internacionales, pero también por la tensión entre ubicación y liquidez. La liberalización financiera en la década de 1980 no solo resultó en un aumento de la deuda hipotecaria; también desencadenó auges inmobiliarios, ya que el nuevo crédito disponible se vinculó con la producción de un nuevo «espacio de oficinas ostentosas» en los nuevos distritos de negocios de ciudades globales como Londres, París y Nueva York (Pryke, 1994). Sin embargo, dado que la mayoría de estas actividades de construcción eran de naturaleza especulativa, se produjo una grave crisis inmobiliaria y muchos promotores inmobiliarios y bancos de inversión cayeron en bancarrota (Lizieri, 2009). Con el crédito agotándose y la caída de los precios de las propiedades, surgieron nuevas oportunidades de mercado para aquellos actores «financiarizados» que buscaban beneficiarse de la caída de los precios de las propiedades «comprando barato y vendiendo caro». Las firmas de capital privado y los fondos de cobertura estadounidenses entraron en los mercados comerciales e introdujeron nuevos modos de rentabilidad, pero también socavaron la estabilidad a largo plazo. Posteriormente, la difusión de estas nuevas prácticas de inversión «financiarizadas» fue aún más facilitada y regulada por los organismos públicos del Estado. La introducción de nuevos regímenes fiscales en varios países hizo posible invertir indirectamente en vehículos de inversión como empresas inmobiliarias cotizadas y trust de inversiones en bienes raíces (Waldron, 2018; Wijburg y Aalbers, 2017b).

La inversión en bienes raíces se ha convertido en una clase de inversión estándar para los hogares en muchos países, mientras que la gestión del patrimonio por parte de inversionistas institucionales se basa cada vez más en inversiones en bienes raíces comerciales. En muchos países capitalistas avanzados, principalmente en Alemania, España y Estados Unidos, pero también en países de ingresos medios como Brasil, vemos una serie de fondos que han entrado recientemente en el mercado de la vivienda de alquiler: empresas de capital privado, fondos de cobertura, REITs y empresas inmobiliarias que cotizan en bolsa de valores. Igual que en los mercados comerciales, aquí puede ser observado un cambio del capital privado hacia los bienes raíces que cotizan en la bolsa de valores. Como financiarización 1.0, nos referimos a la adquisición original de diferentes formas de vivienda desmercantilizada y no totalmente mercantilizada (pública, social, cooperativa, vivienda en renta controlada y de compañías) por fondos de capital privado y otros oportunistas fondos de inversión. La siguiente fase 2.0 de financiarización comienza con la conversión a REITs y empresas inmobiliarias cotizadas (Wijburg *et al.*, 2018), que está emergiendo como una tendencia más allá de los casos discutidos aquí (ver la Tabla 1 para una distinción analítica entre la financiarización 1.0 y la 2.0 aplicada a la vivienda).

La financiarización de la vivienda en alquiler 1.0 en ciudades como Nueva York y países como Alemania tuvo lugar en gran medida en los siete años anteriores a la crisis financiera mundial (2000-2006) y se caracteriza por acuerdos financieros altamente apalancados¹¹ y complejos para adquirir vivienda desmercantilizada y no totalmente mercantilizada. La financiarización 1.0 está asociada con estrategias de inversión a corto plazo de “comprar barato y vender caro” (Fields y Uffer, 2016; Holm, 2010; Wijburg *et al.*, 2018). Las firmas de capital privado y los fondos de cobertura operan en una red financiera de múltiples actores, préstamos y titulaciones,

11 Nota del traductor: El apalancamiento (leveraged) alude a una firma que usa un capital prestado para obtener ganancias mayores a la deuda e intereses que debe retornar.

lo que dificulta la conceptualización de quién es realmente el propietario y a quién los inquilinos deben dirigir sus quejas. Las firmas de capital privado tienen un enfoque a corto plazo (tres a cinco años), están altamente apalancadas (es decir, cargadas con dinero prestado y poco capital) y generalmente invierten poco en mantenimiento (Diamantis, 2013; Fields, 2015).

Tabla 1.

Estrategias de inversión bajo el Estado de Bienestar, financiarización 1.0 y 2.0.

Fase y estructura de la compañía Características	Estado benefactor: Compañía de vivienda social	Financiarización 1.0: Fondos de capital privado (o riesgo) y de cobertura	Financiarización 2.0: Sociedades inmobiliarias registradas en la bolsa / REIT
Actividad principal	Proporcionar viviendas asequibles para hogares de ingresos bajos y moderados	Comprar barato y vender caro	Administrar y mantener los ingresos Producir activos inmobiliarios
Estructura de deuda	Subvenciones fiscales y financieras, préstamos bancarios	Bajo capital social y alta deuda, a menudo a través de financiamiento extraterritorial (altamente apalancado)	Mercados de capitales y finanzas extraterritoriales
Beneficio versus riesgos	Sin fines de lucro, a largo plazo	Riesgos elevados, beneficios elevados, corto plazo	Beneficios medios, riesgo bajo a medio, largo plazo
Inquilinos	Seguridad de precio y tenencia	Inseguridad de precio y tenencia	In / seguridad de precio y tenencia

Fuente: Ampliado de Wijburg *et al.*, 2018.

Sin embargo, en ciudades como Nueva York y Berlín, las expectativas financieras de las firmas de capital privado a menudo no se materializaron. Ganar dinero con viviendas de alquiler subvencionadas resultó ser más difícil de lo esperado. Algunas de estas empresas simplemente colapsaron, otras tuvieron que reajustar sus estrategias: tanto las rentas como las ventas generaron menos dinero de lo esperado y los planes de compra, retención y venta tuvieron que ajustarse en consecuencia (Fields, 2015; Fields y Uffer, 2016). Como resultado de la crisis, el acceso al financiamiento externo, crucial para los modelos de negocio de capital privado o de riesgo y fondos de cobertura, se volvió tan difícil que la mayoría se vio obligada a vender sus carteras (Aalbers, 2016).

Sin embargo, la financiarización no se detuvo o frenó; muchos fondos de capital privado se convirtieron en REITs y empresas inmobiliarias cotizadas, y los portafolios de viviendas se vendieron directamente a fondos inmobiliarios cotizados (Wijburg y Aalbers, 2017a). Nos referimos a la absorción de carteras de vivienda por REITs y fondos inmobiliarios cotizados como la financiarización de la vivienda en alquiler 2.0.

A diferencia de los fondos de capital privado y de cobertura, los REITs y las empresas inmobiliarias registradas en la bolsa parecen adoptar una estrategia de inversión a largo plazo para crear flujos de caja estables para sus accionistas (Lizieri, 2009). Ellas buscan crear una “estructura rentista” para optimizar los flujos de caja, los ingresos por alquiler y las ganancias de capital, a través de la venta de unidades de vivienda (Moreno, 2014). Mientras los accionistas esperan una maximización del valor de las acciones, las empresas inmobiliarias que cotizan en bolsa generalmente buscan rendimientos del 4 al 6 por ciento anual y, por lo tanto, se dedican a crear un flujo de efectivo continuo e ingresos operativos, a través del alquiler y la venta de unidades individuales de vivienda a precios rentables (Heeg, 2013; IEIF, 2014). Además, ellas buscan mejorar el valor neto del portafolio, por ejemplo, enfocándose en estrategias de inversión centrales, estimulando los efectos de gentrificación a través de modernizaciones y renovaciones, regulaciones del “juego” del alquiler y haciendo equipo con las autoridades locales para coordinar el desarrollo del barrio (Bernt *et al.*, 2017; Beswick *et al.*, 2016; Wijburg *et al.*, 2018). Dado que las empresas inmobiliarias cotizadas y los REITs suelen tener una cartera diversificada, operan en diferentes tipos de entornos nacionales y urbanos: ejemplos recientes han mostrado que los REITs ahora también han aparecido en los mercados de alquiler de países tan variados como Irlanda, Canadá, España y los autónomos territorio de Hong Kong (August y Walks, 2018; Aveline-Dubach, 2016; García-Lamarca, 2017; Waldron, 2018).

Nosotros sostenemos que el cambio hacia la financiarización 2.0 no significa una ruptura radical con la financiarización 1.0, sino una continuación con diferentes medios y estrategias. Por esa razón, se debe enfatizar que los límites entre el capital privado y los fondos de cobertura, por un lado, y los REITs y las empresas inmobiliarias registradas en bolsa, por el otro, no son tan claros como parece. Algunos fondos de capital privado ya estaban involucrados en la administración de propiedades antes de vender sus portafolios o antes de su oferta pública inicial; algunos fondos cotizados aún adoptan técnicas de capital privado y se deshacen de las partes menos rentables de su portafolio de viviendas (Kofner, 2012). Tanto los fondos de capital privado como las empresas inmobiliarias cotizadas se han hecho conocidas por las regulaciones del juego del alquiler y por explotar las estructuras de oportunidades locales (August y Walks, 2018; Bernt *et al.*, 2017). La creciente evidencia también muestra cómo tanto los fondos de capital privado como las empresas inmobiliarias cotizadas participan en una estrecha red de intermediarios financieros de apoyo, extendiendo así sus actividades más allá del alcance de sólo la industria inmobiliaria y también generando ingresos a través de tarifas, comisiones y titulización hipotecaria (Botzem y Dobusch, 2017). La Tabla 1 proporciona un resumen de las estrategias de inversión de los REITs y las empresas inmobiliarias cotizadas comparadas tanto con las empresas de vivienda social emblemáticas de un estado de bienestar activo, como con los fondos de capital privado y de cobertura.

La vinculación de los bienes raíces con la bolsa de valores (ver Petry, 2020) denota una transformación fundamental que es igualmente observable en los mercados inmobiliarios residenciales y comerciales (Wijburg y Aalbers, 2017b). Más precisamente, implica una etapa de acumulación de capital en la que las carteras inmobiliarias se tratan como objetos de inversión a largo plazo para los fondos de inversión. Paradójicamente, el enfoque de inversión a largo plazo de estos fondos permite un enfoque de inversión a corto plazo mediante la compra y venta de acciones de estos fondos en bolsa. El alquiler pagado por los inquilinos residenciales o comerciales, por lo tanto, ya no solo circula en la economía nacional donde se localizan esos bienes raíces, sino que es absorbido por los mercados de capitales que extraen el potencial de alquiler de las áreas urbanas (Moreno, 2014). La implicación de esta tendencia global es que los vínculos ya existentes entre los bienes raíces y las finanzas se han estrechado aún más (Wijburg *et al.*, 2018). La financiarización de los bienes raíces no solo se manifiesta a través de la expansión de la deuda de la vivienda titulizada: el advenimiento de los propietarios corporativos es otra manifestación de ello.

Coda

Los bienes raíces y el financiamiento de la vivienda en particular no son simplemente uno de los muchos objetos de la financiarización; son uno de los objetos centrales de la financiarización. El gran tamaño de ambas, forma de la riqueza de la vivienda y deuda hipotecaria, es enorme y su peso creciente en los balances de los hogares, bancos y otros intermediarios financieros facilitó prácticas financiarizadas particulares y estructuró su comportamiento durante la fase maníaca de todas nuestras economías hasta el camino del colapso. Los bienes raíces como portadores de prácticas de acumulación de capital tienen una sólida trayectoria en la creación de inestabilidad (Harvey, 1985; Kindleberger y Aliber, 2005; Reinhart y Rogoff, 2009). El modelo de acumulación basado en la deuda (ver Stockhammer y Köhler, 2020), que, por un lado, sustenta la financiarización de los bienes raíces, produce activos financieros negociables, alimenta los mercados financieros; y, por otro lado, apoya el consumo privado, claramente no es una fórmula para la estabilidad. Sin embargo, este conjunto de relaciones se ha estado gestando durante al menos cuatro décadas. Tuvimos un colapso mayor que alimentó globalmente la creciente desigualdad de ingresos y riqueza. Pero en general, el sistema fue resiliente y el nexo entre bienes raíces y finanzas sigue siendo el modelo dominante. Con referencia a Piketty (2014), podemos esperar que la “metamorfosis del capital” durante el siglo XXI se fusionará cada vez más con la financiarización de los bienes raíces.

Los bienes raíces no solo son fundamentales para la reproducción del actual sistema altamente financiarizado (como forma de garantía y como fuente de consumo privado), sino que también es su eslabón débil. A medida que los sistemas de financiamiento de los bienes raíces se vuelven más liberalizados y los mercados de capital mundiales introducen hipotecas más baratas y más apalancamiento para los fondos inmobiliarios, aumenta la proporción de la deuda privada con respecto al PIB. Esto transforma los mercados inmobiliarios en esquemas

Ponzi¹² (cfr. Walks, 2010). Todo funciona bien mientras los nuevos participantes pongan un pie en la escalera de la propiedad y los precios sigan aumentando, pero se desmorona una vez que las personas ya no pueden endeudarse y los precios de la vivienda caen, como sucedió en 2007-2010 en una diversidad de países donde la vivienda estaba altamente financiarizada. A medida que los precios de la vivienda (P) suban más rápido que los ingresos (I), es probable que esto se derrumbe en el futuro. De hecho, las ecuaciones “ $R > G$ ” (Rendimientos de inversiones mayores que el crecimiento económico) y “ $P > I$ ” (Precios de la vivienda mayores que los ingresos) no son solo dos expresiones de la misma tendencia a largo plazo, sino que ambas son inherentemente construcciones habilitadas políticamente, así como económicamente inestables en el largo plazo.

A pesar de la fragilidad del sistema financiero en el que ocurre la financiarización de los bienes raíces, se pueden hacer algunas advertencias aquí. Los ciclos de largo plazo del capitalismo alternan entre períodos de auge y caída, «capitalismo de casino» y períodos de relativa estabilidad, en los que los flujos de capitales son menos destructivos y más estables. Las autoridades estatales pueden contribuir a esto: pueden regular los flujos de capital de manera diferente, creando condiciones límite para la expansión de las finanzas en bienes raíces e implementando instrumentos de captura de valor para obligar a las empresas privadas a proporcionar también viviendas asequibles (Fainstein, 2016). Del lado del capital se puede esperar una dinámica similar: el advenimiento de la financiarización 2.0, bajo la cual el crecimiento sostenido y a largo plazo se prioriza sobre el crecimiento especulativo, ya indica que la acumulación de capital se está desplazando en la dirección de un desarrollo capitalista más estable en el que las finanzas libres se moderan a sí mismas.

La sociedad civil y los movimientos sociales también pueden movilizar la resistencia y la impugnación contra la financiarización de los bienes raíces: algunos gobiernos locales en ciudades como Berlín, Barcelona y Ámsterdam ya han abordado la des-financiarización de la vivienda y el alojamiento asequible como cuestiones políticas importantes. Sin embargo, una «des-financiarización» estructural de los bienes raíces aún parece difícil de imaginar en la coyuntura política actual: la deuda y las finanzas han penetrado tanto en los mercados inmobiliarios, y las políticas que fomentan el alto valor inmobiliario siguen siendo aceptadas por el electorado, así que el des-apalancamiento radical podría ser política y económicamente imposible a corto plazo. Sin embargo, a largo plazo, podemos pensar en el péndulo Polanyiano volviendo hacia la desmercantilización a medida que se intensifica la nueva crisis de la vivienda, produciendo divisiones intergeneracionales y de clase cada vez más fuertes, alterando la ciudad igualitaria, democrática y accesible en un paisaje urbano restringido, privado y de clase alta. Es poco probable que esta transformación socioeconómica y demográfica del tejido urbano en la era de la financiarización no se cuestione a medida que se profundizan los patrones de ganadores y perdedores.

12 Nota del traductor: Esquema Ponzi, operación que consiste en abonar a inversionistas actuales las aportaciones de nuevos inversionistas y no de ganancias genuinas. Se trata de una pirámide en donde la única forma de obtener ganancias es que los participantes involucren a nuevos participantes dispuestos a aportar beneficios. En caso contrario, se rompe la cadena.

Referencias bibliográficas

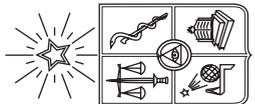
- Aalbers, M. B. (2008). The financialization of home and the mortgage market crisis. *Competition & Change*, 12(2), 148–166. <https://doi.org/10.1179/102452908X289802>
- Aalbers, M. B. (2015). The great moderation, the great excess and the global housing crisis. *International Journal of Housing Policy*, 15(1), 43–60. <https://doi.org/10.1080/14616718.2014.997431>
- Aalbers, M. B. (2016). *The financialization of housing: A political economy approach*. Routledge.
- Aalbers, M. B. y Engelen, E. (2015). Guest editorial [The political economy of the rise, fall, and rise again of securitization]. *Environment and Planning A*, 47(8), 1597–1605. <https://doi.org/10.1177/0308518X15599324>
- Aalbers, M. B., Engelen, E. y Glasmacher, A. (2011). Cognitive closure in the Netherlands: Mortgage securitization in a hybrid European political economy. *Environment and Planning A*, 43(8), 1779–1795. <https://doi.org/10.1068/a43321>
- Aalbers, M. B., van Loon, J., y Fernández, R. (2017). The financialization of a social housing provider. *International Journal of Urban and Regional Research*, 41(4), 572–587. <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12520>
- Andrews, D. y Caldera Sánchez, A. (2011). The evolution of homeownership rates in selected OECD countries: Demographic and public policy influences. *OECD Journal: Economic Studies*, (1). https://doi.org/10.1787/eco_studies-2011-5kg0vswqpmg2
- August, M. y Walks, A. (2018). Gentrification, suburban decline, and the financialization of multi-family rental housing: The case of Toronto. *Geoforum*, 89, 124–136. <https://doi.org/10.1016/j.geoforum.2017.04.011>
- Aveline-Dubach, N. (2016). Embedment of “liquid” capital into the built environment: The case of REIT investment in Hong Kong. *Issues & Studies*, 52(4), 1–32. <https://doi.org/10.1142/S1013251116400014>
- Bernanke, B. S., Bertaut, C. C., Demarco, L., y Kamin, S. B. (2011). *International capital flows and the return to safe assets in the United States, 2003–2007*. FRB International Finance Discussion Paper no. 1014.
- Bernt, M., Colini, L., y Förste, D. (2017). Privatization, financialization and state restructuring in East Germany: The case of “Am Südpark”. *International Journal of Urban and Regional Research*, 41(4), 555–571. <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12521>
- Beswick, J., Alexandri, G., Byrne, M., Fields, D., Hodkinson, S., y Janoschka, M. (2016). Speculating on London’s housing future. *City*, 20(2), 321–341. <https://doi.org/10.1080/13604813.2016.1145946>
- BIS. (2009). EU housing statistics. *IFC Bulletin*, 31, 111–120.
- BIS. (2012). The great leveraging. *BIS Working Articles*, (398).
- Botzem, S. y Dobusch, L. (2017). Financialization as strategy: Accounting for inter-organizational value creation in the European real estate industry. *Accounting, Organizations and Society*, 59, 31–43. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2017.05.001>
- Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 29(1), 111–145. <https://doi.org/10.1080/030851400360587>
- Buckley, M. y Hanieh, A. (2014). Diversification by urbanization: Tracing the property-finance nexus in Dubai and the Gulf. *International Journal of Urban and Regional Research*, 38(1), 155–175. <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12084>

- Calbet i Elias, L. (2017). *The speculative production of the city: Financialization, housing and Berlin's inner city transformation*. (Tesis de doctorado, Technische Universität Berlin, Berlin).
- Clark, G. L. (2000). *Pension fund capitalism*. Oxford University Press.
- Crouch, C. (2009). Privatised Keynesianism: An unacknowledged policy regime. *British Journal of Politics and International Relations*, 11(3), 382–399. <https://doi.org/10.1111/j.1467-856X.2009.00377.x>
- Diamantis, C. (2013). *Abschlussbericht der Enquetekommission "Wohnungswirtschaftlicher Wandel und neue Finanzinvestoren auf den Wohnungsmärkten in NRW"*. Landtag Nordrhein-Westfalen.
- Dymski, G. A. (1999). *The bank merger wave: The economic causes and social consequences of financial consolidation*. Sharpe.
- ECB. (2006). *Monthly Bulletin December*. ECB.
- EPRA. (2013). *Stock exchange listed property companies: Building a stronger Europe*. European Public Real Estate Association.
- European Mortgage Federation. (2014). *Hypostat 2014*. EMF.
- European Mortgage Federation. (2017). *Hypostat 2017*. EMF.
- Eurostat. (2011). *Annual national accounts, aggregates and employment*. Eurostat.
- Fainstein, S. (2016). *The just city*. Cornell University Press.
- Fernández, R. y Aalbers, M. B. (2016). Financialization and housing: Between globalization and varieties of capitalism. *Competition and Change*, 20(2), 71–88. <https://doi.org/10.1177/1024529415623916>
- Fernández, R. y Aalbers, M. B. (2017). Housing and capital in the 21st century: Realigning housing studies and political economy. *Housing, Theory and Society*, 34(2), 151–158. <https://doi.org/10.1080/14036096.2017.1293379>
- Fernández, R. y Hendrikse, R. (2020). Offshore finance. En Ph. Mader, D. Mertens, y N. Van der Zwan, (Eds.), *The Routledge international handbook of financialization* (pp. 224-237). Taylor & Francis Group.
- Fichtner, J. (2020). The rise of institutional investors. En Ph. Mader, D. Mertens, y N. Van der Zwan, (Eds.), *The Routledge international handbook of financialization* (pp. 265-275). Taylor & Francis Group.
- Fields, D. (2015). Contesting the financialization of urban space: Community organizations and the struggle to preserve affordable rental housing in New York City. *Journal of Urban Affairs*, 37(2), 144–165. <https://doi.org/10.1111/juaf.12098>
- Fields, D. y Uffer, S. (2016). The financialization of rental housing: A comparative analysis of New York City and Berlin. *Urban Studies*, 53(7), 1486–1502. <https://doi.org/10.1177/0042098014543704>
- Forrest, R. y Yip, N.-M. (Eds.). (2011). *Housing markets and the global financial crisis*. Edward Elgar.
- García-Lamarca, M. (2017, 5–7 de mayo). *Housing dispossession and (re)surging rents in Barcelona: Financialised housing 2.0?* [Presentación en conferencia]. Finance, Crisis and the City: Global Urbanism and the Great Recession Conference, Villa La Pietra, NYU Florence, Italia.
- Gotham, K. F. (2006). The secondary circuit of capital reconsidered: Globalization and the U.S. real estate sector. *American Journal of Sociology*, 112(1), 231–275. <https://doi.org/10.1086/502695>
- Gotham, K. F. (2012). Creating liquidity out of spatial fixity: The secondary circuit of capital and the restructuring of the US housing finance system. En M. B. Aalbers (Ed.), *Subprime cities: The political economy of mortgage markets* (pp. 25–52). Wiley-Blackwell.
- Harvey, D. (1985). *The urbanization of capital. Studies in the history and theory of capitalist urbanization*. Blackwell.

- Heeg, S. (2013). Wohnen als Anlageform: vom Gebrauchsgut zur Ware. *Emanzipation – Zeitschrift für sozialistische Theorie und Praxis*, 3(2), 5–20.
- Henry, J. S. (2012). *The price of offshore revisited*. Tax Justice Network. <https://taxjustice.net/2014/01/17/price-offshore-revisited/>
- Holm, A. (2010). Privare heißt Rauben zur Ökonomie von Wohnungsprivatisierungen. *Zeitschrift Marxistische Erneuerung*, 21(83), 46–59.
- Hudson, M. (2012). *The bubble and beyond: Fictitious capital, debt deflation and global crisis*. Islet.
- IEIF. (2014). *Annuaire des sociétés immobilières cotées européennes. SIIC, REITs et foncières*. IEIF les publications.
- ING. (2016). *Household wealth in Europe: Post-crisis recovery leaves big differences between countries and households*. Economic and Financial Analysis, ING.
- Jordá, Ò., Schularick, M., y Taylor, A. M. (2014). *The great mortgaging: Housing finance, crises, and business cycles*. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2014–2023. <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2014-23.pdf>
- Kindleberger, C. y Aliber, R. (2005). *Manias, panics and crashes: A history of financial crashes*. Wiley.
- Kofner, S. (2012). *Aktuelle Geschäftsmodelle von Finanzinvestoren im Themenfeld Wohnungswirtschaftlicher Wandel und neue Finanzinvestoren*. Gutachten im Auftrag der Enquetekommission Wohnungswirtschaftlicher Wandel und Neue Finanzinvestoren auf den Wohnungsmärkten in NRW.
- Lazzarato, M. (2012). *The making of the indebted man: An essay on the neoliberal condition*. MIT Press.
- Lefebvre, H. (1974). La production de l'espace. *L'Homme et la société*, 31(1), 15–32. <https://doi.org/10.3406/homso.1974.1855>
- Lizieri, C. (2009). *Towers of capital. Office markets & international financial services*. Wiley-Blackwell.
- Minsky, H. P. (1996). Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies. *Journal of Economic Issues*, 30(2), 357–368. <https://doi.org/10.1080/00213624.1996.11505800>
- Moreno, L. (2014). The urban process under financialised capitalism. *City*, 18(3), 244–268. <https://doi.org/10.1080/13604813.2014.927099>
- Pereira, A. (2017). The financialization of housing: New frontiers in Brazilian cities. *International Journal of Urban and Regional Research*, 41(4), 604–622. <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12518>
- Petry, J. (2020). Securities exchanges, subjects and agents of financialization. En Ph. Mader, D. Mertens y N. Van der Zwan (Eds.), *The Routledge international handbook of financialization* (pp. 253–264). Taylor & Francis Group.
- Piketty, T. (2014). *Capital in the twenty-first century*. Harvard University Press.
- Pryke, M. (1994). Looking back on the space of a boom: (Re)developing spatial matrices in the city of London. *Environment and Planning A*, 26(2), 235–264. <https://doi.org/10.1068/a260235>
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2009). *This time is different: Eight centuries of financial folly*. Princeton University Press.
- Rolnik, R. (2013). Late neoliberalism: The financialization of homeownership and housing rights. *International Journal of Urban and Regional Research*, 37(3), 1058–1066. <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12062>
- Romainville, A. (2017). The financialization of housing production in Brussels. *International Journal of Urban and Regional Research*, 41(4), 623–641. <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12517>
- Rouwenhorst, K. G. (2005). The origins of mutual funds. En W.N. Gotzmann y K.G. Rouwenhorst (Eds.), *The origins of value: The financial innovations that created modern capital markets* (pp. 249–270). Oxford University Press.

- Shatkin, G. (2017). *Cities for profit: The real estate turn in Asia's urban politics*. Cornell University Press.
- Stockhammer, E. y Köhler, K. (2020). Financialization and demand regimes in advanced economies. En Ph. Mader, D. Mertens, y N. Van der Zwan (Eds.), *The Routledge international handbook of financialization* (pp. 149-161). Taylor & Francis Group.
- Sweezy, P. (1994). The triumph of financial capital. *Monthly Review*, 46(2), 1-11.
- Van Loon, J. y Aalbers, M. B. (2017). How real estate became “just another asset class”: The financialization of the investment strategies of Dutch institutional investors. *European Planning Studies*, 25(2), 221-240. <https://doi.org/10.1080/09654313.2016.1277693>
- Wainwright, T. (2012). Building new markets: Transferring securitization, bond-rating, and a crisis from the US to the UK. En M. B. Aalbers (Ed.) *Subprime cities: The political economy of mortgage markets* (pp. 97-119). Wiley-Blackwell.
- Wainwright, T. (2015). Circulating financial innovation: New knowledge and securitization in Europe. *Environment and Planning A*, 47(8), 1643-1660. <https://doi.org/10.1177/0308518X15605402>
- Wainwright, T. y Manville, G. (2017). Financialization and the third sector: Innovation in social housing bond markets. *Environment and Planning A*, 49(4), 819-838. <https://doi.org/10.1177/0308518X16684140>
- Waldron, R. (2018). Capitalizing on the state: The political economy of real estate investment trusts and the “resolution” of the crisis. *Geoforum*, 90, 206-218. <https://doi.org/10.1016/j.geoforum.2018.02.014>
- Walks, A. (2010). Bailing out the wealthy: Responses to the financial crisis, Ponzi neoliberalism, and the city. *Human Geography*, 3(3), 54-84. <https://doi.org/10.1177/194277861000300303>
- Walks, A. y Clifford, B. (2015). The political economy of mortgage securitization and the neoliberalization of housing policy in Canada. *Environment and Planning A*, 47(8), 1624-1642. <https://doi.org/10.1068/a130226p>
- Wijburg, G. y Aalbers, M. B. (2017a). The alternative financialization of the German housing market. *Housing Studies*, 32(7), 968-989. <https://doi.org/10.1080/02673037.2017.1291917>
- Wijburg, G. y Aalbers M. B. (2017b). The internationalization of commercial real estate markets in France and Germany. *Competition & Change*, 21(4), 301-320. <https://doi.org/10.1177/1024529417712040>
- Wijburg, G., Aalbers, M. B., y Heeg, S. (2018). The financialization of rental housing 2.0: Releasing housing into the privatized mainstream of capital accumulation. *Antipode*, 50(4), 1098-1119. <https://doi.org/10.1111/anti.12382>

revista invi



Revista INVI es una publicación periódica, editada por el Instituto de la Vivienda de la Facultad de Arquitectura y Urbanismo de la Universidad de Chile, creada en 1986 con el nombre de Boletín INVI. Es una revista académica con cobertura internacional que difunde los avances en el conocimiento sobre la vivienda, el hábitat residencial, los modos de vida y los estudios territoriales. Revista INVI publica contribuciones originales en español, inglés y portugués, privilegiando aquellas que proponen enfoques inter y multidisciplinares y que son resultado de investigaciones con financiamiento y patrocinio institucional. Se busca, con ello, contribuir al desarrollo del conocimiento científico sobre la vivienda, el hábitat y el territorio y aportar al debate público con publicaciones del más alto nivel académico.

Directora: Dra. Mariela Gaete Reyes, Universidad de Chile, Chile

Editor: Dr. Luis Campos Medina, Universidad de Chile, Chile.

Editores asociados: Dr. Gabriel Felmer, Universidad de Chile, Chile.

Dr. Pablo Navarrete, Universidad de Chile, Chile.

Dr. Juan Pablo Urrutia, Universidad de Chile, Chile

Coordinadora editorial: Sandra Rivera, Universidad de Chile, Chile.

Asistente editorial: Katia Venegas, Universidad de Chile, Chile.

COMITÉ EDITORIAL:

Dr. Víctor Delgadillo, Universidad Autónoma de la Ciudad de México, México.

Dra. María Mercedes Di Virgilio, CONICET/ IIGG, Universidad de Buenos Aires, Argentina.

Dra. Irene Molina, Uppsala Universitet, Suecia.

Dr. Gonzalo Lautaro Ojeda Ledesma, Universidad de Valparaíso, Chile.

Dra. Suzana Pasternak, Universidade de São Paulo, Brasil.

Dr. Javier Ruiz Sánchez, Universidad Politécnica de Madrid, España.

Dra. Elke Schlack Fuhrmann, Pontificia Universidad Católica de Chile, Chile.

Dr. Carlos Alberto Torres Tovar, Universidad Nacional de Colombia, Colombia.

Sitio web: <http://www.revistainvi.uchile.cl/>

Correo electrónico: revistainvi@uchilefau.cl

Licencia de este artículo: Creative Commons Atribución-CompartirIgual 4.0
Internacional (CC BY-SA 4.0)