

MAESTRÍA

DESARROLLO DE EMPRENDIMIENTOS INMOBILIARIOS

VALUE INVESTING INMOBILIARIO

CÓMO IDENTIFICAR OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN INMOBILIARIA EN CABA

TUTOR: Arq. Guillermo Cristofani

ALUMNO: Arq. Gastón Emilio Arce

Número de ID: 000-19-5854

Maestría en Desarrollo de Emprendimientos Inmobiliarios

Facultad de Arquitectura y Urbanismo - Universidad de Belgrano

Año 2026, Ciudad Autónoma de Buenos Aires



Agradecimientos

A mi tutor, el **Arq. Guillermo Cristofani**, por su dirección, su generosidad intelectual y el acompañamiento constante a lo largo de todo el proceso de investigación.

A la **Universidad de Belgrano** y a la **Maestría en Desarrollo de Emprendimientos Inmobiliarios**, por la formación recibida y por brindar el marco académico que hizo posible este trabajo.

A los docentes de la maestría, en especial al **Arq. Fernando Burone**, al **Arq. Gervasio Ruiz de Gopegui** y al **Arq. Daniel Mintzer**, cuyas enseñanzas dejaron una huella en mi formación profesional, y a **todo el cuerpo docente** por su compromiso y dedicación.

Al **Arq. Martín Ascarza**, por su aporte profesional y por las conversaciones que ayudaron a dar forma a las ideas de este trabajo, pero por sobre todas las cosas, por su amistad.

A **mis compañeros de cursada**, que siempre estuvieron a disposición y con quienes compartí el recorrido de esta etapa.

A **mi esposa**, por su comprensión y su aliento en cada proyecto, y por acompañarme en todo lo que emprendo. Y a **mis hijos**, que son el motor de todo lo que hago y a quienes espero transmitirles, con el ejemplo, el valor del esfuerzo y la perseverancia.

A **mis padres**, por haberme enseñado desde siempre el valor del trabajo y la constancia, y a **mis hermanos**, por su cariño y su acompañamiento en cada etapa.

A todos ellos, mi más sincero agradecimiento.

Arq. Gastón Emilio Arce

Abstract

El mercado inmobiliario residencial de la **Ciudad Autónoma de Buenos Aires** presenta **ciclos recurrentes de subvaluación del costo de construcción medido en dólares**, generados por la dualidad monetaria estructural de la economía argentina. Sin embargo, la toma de decisiones de inversión en este mercado se apoya predominantemente en criterios empíricos e intuitivos, careciendo de herramientas analíticas objetivas y replicables.

La presente investigación propone un **modelo de identificación de oportunidades de inversión inmobiliaria basado en los principios del *value investing* de Benjamin Graham**, adaptados al mercado residencial de CABA. El modelo utiliza el **costo histórico de construcción por metro cuadrado** — ajustado por el Consumer Price Index de los Estados Unidos — **como proxy del valor intrínseco del activo, y define el umbral de oportunidad como el momento en que ese costo se ubica por debajo de su promedio histórico de largo plazo.**

El modelo es aplicado al barrio de **Boedo** para el período **2006-2025**, identificando múltiples años con margen de seguridad positivo agrupados en tres ciclos diferenciados. El caso de estudio del proyecto **Sánchez de Loria 985** — iniciado durante una ventana de oportunidad y entregado tres años después con rentabilidad positiva sobre el costo real de construcción — valida empíricamente la metodología propuesta.

Los resultados confirman que el costo histórico de construcción en dólares es un indicador objetivo y replicable para identificar oportunidades de inversión inmobiliaria en CABA, aportando una herramienta metodológica original al campo de las finanzas inmobiliarias en mercados con alta volatilidad macroeconómica.

Palabras clave:

value investing, valor intrínseco, margen de seguridad, costo de reposición, mercado inmobiliario de CABA

INDICE

1. INTRODUCCIÓN

- 1.1. Planteo del problema
- 1.2. Estado del arte (casos internacionales)
- 1.3. Marco teórico
- 1.4. Metodología
- 1.5. Palabras clave

2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL COSTO DE CONSTRUCCIÓN EN CABA (2006–2025)

- 2.1. Construcción de la serie histórica
- 2.2. El valor intrínseco del barrio
- 2.3. Las tres fases de la evolución

3. FACTORES Y UMBRALES DE SUBVALUACIÓN

- 3.1. Factores económicos que inciden en la variabilidad del costo
- 3.2. Determinación de los períodos de subvaluación
- 3.3. Análisis de los ciclos de subvaluación

4. APLICACIÓN DEL MODELO: CASO BOEDO

- 4.1. Caso de estudio: Sánchez de Loria 985
- 4.2. Lectura actual: ¿conviene iniciar un proyecto en Boedo hoy?
- 4.3. La brecha entre costo de reposición y precios de mercado: Caso Caballito
- 4.4. Evaluación de la aplicabilidad del enfoque

5. CONCLUSIONES

- 5.1. Validación de la hipótesis
- 5.2. Hallazgos principales
- 5.3. Limitaciones del modelo
- 5.4. Líneas de investigación futura
- 5.5. Reflexión final

ANEXOS y BIBLIOGRAFÍA

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Planteo del problema

La inversión inmobiliaria en la **Ciudad Autónoma de Buenos Aires** (CABA) ha sido, históricamente, una de las principales estrategias de preservación patrimonial disponibles para ahorristas, inversores y desarrolladores argentinos. En un país donde la inestabilidad monetaria es estructural y el acceso al crédito hipotecario ha sido históricamente limitado, el ladrillo cumplió una función que en otros contextos cumplen los mercados de capitales: **proteger el valor del ahorro frente a la inflación**, ofrecer rentabilidad en moneda dura y constituir un activo tangible con demanda sostenida en el tiempo.

Sin embargo, esta percepción cultural del inmueble como refugio seguro convive con una paradoja: el mercado residencial de CABA es, al mismo tiempo, **uno de los más volátiles de la región** cuando se lo mide en dólares. Las devaluaciones abruptas, los ciclos de cepo cambiario, las variaciones en el costo de construcción y los shocks macroeconómicos recurrentes generan distorsiones que pueden comprimir o expandir el valor real de los activos en proporciones que no tienen equivalente en mercados más estables. En este escenario, invertir bien no depende únicamente de elegir el activo correcto, sino de **elegir el momento correcto**. Y esa decisión —cuándo entrar al mercado— rara vez se toma con herramientas objetivas.

En los mercados inmobiliarios más desarrollados del mundo, esta pregunta tiene respuestas metodológicas consolidadas. Inversores institucionales, gestoras de fondos y desarrolladores de escala global utilizan indicadores cuantitativos para evaluar si un activo está **subvaluado o sobrevaluado respecto de su valor intrínseco**: la relación entre precio de mercado y costo de reposición, los múltiplos de ingreso por alquiler, las tasas de capitalización (*cap rates*), los flujos de fondos descontados y los modelos de ciclo de mercado (Linneman & Kirsch, 2020; Marks, 2018). En Argentina, y en particular en el segmento de desarrollos residenciales de CABA, esta cultura analítica está escasamente desarrollada: **las decisiones de inversión suelen apoyarse en comparaciones informales** de precio por metro cuadrado, en el seguimiento de tendencias de corto plazo o en la experiencia acumulada de los actores del mercado. **Sin un marco de referencia objetivo, es difícil distinguir si un momento de mercado representa una oportunidad genuina** o simplemente la inercia de un ciclo que ya alcanzó su techo.

Es en este contexto donde la filosofía del **value investing**, desarrollada por **Benjamin Graham** a mediados del siglo XX (Graham, 1949/2019) y perfeccionada por inversores como Warren Buffett, Howard Marks (Marks, 2011) y Sam Zell (Zell, 2017), ofrece una perspectiva de enorme vigencia. Su premisa central —**comprar activos cuando su precio de mercado se**

encuentra por debajo de su valor intrínseco, con un margen de seguridad suficiente (Graham, 1949/2019)— es independiente del tipo de activo analizado. Lo que varía es la forma de estimar ese valor intrínseco: en acciones bursátiles se utilizan flujos de fondos descontados y múltiplos de ganancias; en activos inmobiliarios, el costo de reposición es el indicador más robusto y directamente observable. En el mercado residencial de CABA, este **costo de reposición** puede aproximarse a partir del costo de construcción por metro cuadrado medido en dólares, una variable que registra una volatilidad significativa a lo largo del tiempo y que, en determinados momentos del ciclo, cae por debajo de umbrales que históricamente han precedido períodos de fuerte recuperación del valor de los activos.

Esta brecha metodológica tiene consecuencias concretas. La historia reciente del mercado inmobiliario porteño registra al menos cuatro momentos de dislocación significativa entre el costo real de construcción y los precios de oferta o de cierre de operaciones. **La crisis de la convertibilidad de 2001-2002** (Infobae, 2023) provocó un colapso del costo de construcción medido en dólares que tardó varios años en ser interpretado como una oportunidad estructural. **El ciclo de cepo cambiario iniciado en 2011** (La Nación, 2015) generó una distorsión creciente entre el tipo de cambio oficial y el paralelo, que alteró profundamente la ecuación de costos de los desarrolladores. **La crisis cambiaria de 2018-2019**, con una devaluación del peso superior al 100% en menos de doce meses (BCRA, 2019), volvió a comprimir el costo de reposición en dólares a niveles históricamente bajos. Finalmente, **el período 2020-2023, marcado por la pandemia**, la brecha cambiaria y la aceleración inflacionaria, produjo uno de los mínimos históricos del costo de construcción en moneda dura (INDEC, 2006-2025b; BCRA, 2006-2025), en simultáneo con un mercado de pozo que mantuvo sus precios de lista en niveles significativamente superiores al costo técnico real.

En todos estos episodios, los agentes del mercado enfrentaron la misma pregunta sin contar con una herramienta objetiva para responderla: **¿es este un buen momento para invertir en desarrollos inmobiliarios en CABA?** Las respuestas fueron, en general, tardías o intuitivas. Quienes ingresaron al mercado en los valles del ciclo —en muchos casos sin saberlo con certeza— capturaron rentabilidades extraordinarias. Quienes lo hicieron en los picos, soportaron años de ajuste o pérdidas de capital real. La falta de un marco metodológico que permita identificar de manera objetiva y replicable estos momentos de subvaluación constituye el problema central que motiva esta investigación. No se trata de predecir el futuro del mercado —tarea que excede las posibilidades de cualquier herramienta analítica en un contexto de alta incertidumbre macroeconómica—, sino de **construir una herramienta de lectura histórica que permita reconocer, con base en datos, cuándo el costo de reposición de un activo residencial se encuentra en niveles que ofrecen un margen de seguridad genuino para el inversor.**

Este trabajo está dirigido, en primer lugar, a desarrolladores inmobiliarios que operan en el mercado residencial de CABA y que buscan incorporar criterios más objetivos a sus decisiones de inversión. Para ellos, la metodología propuesta ofrece un **umbral cuantitativo basado en series históricas** que permite evaluar, en cualquier momento del ciclo, si las condiciones de costo justifican el inicio de un nuevo desarrollo o si el margen de seguridad es insuficiente para asumir el riesgo. En segundo lugar, interpela a inversores —tanto individuales como de escala media— que canalizan su capital hacia proyectos de pozo sin contar necesariamente con las herramientas analíticas que sí tienen disponibles quienes invierten en activos financieros. Un inversor que compra una unidad en pozo está, en esencia, tomando una decisión de **value investing** sin saberlo: está apostando a que el activo valdrá más al momento de la entrega que lo que pagó durante la construcción. Que esa apuesta esté sustentada en datos históricos sobre el costo de reposición, y no solo en la confianza en el desarrollador o en la ubicación del proyecto, puede marcar una diferencia significativa en el resultado final de la inversión.

Pregunta de investigación

¿Puede el análisis del costo histórico de construcción en dólares constituir un indicador objetivo para identificar oportunidades de inversión inmobiliaria en CABA?

Objetivo general

Determinar la existencia de patrones o umbrales históricos en el costo de construcción que permitan reconocer momentos en que invertir en desarrollos residenciales resulta significativamente más conveniente en términos de valor intrínseco y margen de seguridad.

Hipótesis

Si el costo de construcción en dólares en CABA se encuentra por debajo de ciertos umbrales históricos, entonces es posible identificar oportunidades de inversión inmobiliaria con alto potencial de rentabilidad, en línea con los principios del *value investing*.

Justificación

La justificación de esta investigación opera en tres dimensiones. En el plano teórico, representa **un aporte original al campo de las finanzas inmobiliarias en Argentina**: como se desarrolla en el estado del arte (sección 1.2), la aplicación sistemática del *value investing* al análisis de desarrollos residenciales no registra antecedentes en el mercado local, lo que le

otorga valor académico como marco conceptual replicable. En el plano social, una **mejor asignación del capital inmobiliario** puede contribuir a la generación sostenida de nueva oferta de vivienda, con impacto positivo sobre el acceso al mercado residencial. En el plano económico, **dotar a desarrolladores e inversores de una herramienta objetiva** de lectura del ciclo reduce el riesgo de mala asignación de capital, minimiza la probabilidad de obras paralizadas por errores de diagnóstico y contribuye a decisiones de inversión más sólidas y sustentables en el tiempo.

1.2. Estado del arte (casos internacionales)

Si bien el enfoque del *value investing* fue originalmente desarrollado por **Benjamin Graham** para la selección de acciones subvaluadas en el mercado financiero (Graham, 1949/2019), su lógica ha sido progresivamente adaptada al sector inmobiliario por referentes académicos y gestoras de activos de escala global. La aplicación de estos conceptos al mercado inmobiliario requiere considerar las particularidades de este tipo de activos, caracterizados por su baja liquidez, heterogeneidad y fuerte vinculación con el contexto macroeconómico. A continuación, se analizan los **cuatro referentes que sustentan el marco metodológico de esta investigación**.

Peter Linneman: el costo de reposición como ancla de valor académico

Peter Linneman, profesor emérito de la Wharton School of Business de la Universidad de Pennsylvania y fundador del Departamento de Real Estate y director del Zell-Lurie Real Estate Center, es uno de los académicos más influyentes en finanzas inmobiliarias a nivel global. Su obra *Real Estate Finance and Investments: Risks and Opportunities* —referencia central en programas de posgrado en todo el mundo— establece el **costo de reposición** (*replacement cost*) **como una referencia estructural en la determinación del valor de los activos inmobiliarios** (Linneman & Kirsch, 2020).

Este concepto sostiene que, en condiciones normales de mercado, **el valor de un inmueble tiende a alinearse con el costo necesario para reproducirlo**, incluyendo tanto los costos directos de construcción como los indirectos asociados al desarrollo, los honorarios profesionales y la incidencia de la tierra. En consecuencia, desvíos significativos entre el precio de mercado y el costo de reposición pueden interpretarse como indicadores de sobrevaluación o subvaluación relativa.

Esta premisa constituye el fundamento teórico-académico del presente trabajo: el costo histórico de construcción medido en dólares en CABA opera como un proxy directo del valor intrínseco de los activos residenciales, siguiendo la lógica de Linneman aplicada al contexto local (Linneman & Kirsch, 2020).

Brookfield Asset Management: la primacía del replacement cost

Brookfield Asset Management, una de las firmas de inversión alternativa más grandes del mundo con aproximadamente USD 1 billón de activos bajo administración, ofrece el ejemplo institucional más contundente de la aplicación del *value investing* al real estate (Brookfield Asset Management, 2020). Su CEO, Bruce Flatt, ha articulado cuatro preguntas que guían cada decisión de adquisición: **¿Estoy comprando por debajo del costo de reposición?** ¿Existen restricciones de oferta en el mercado local? ¿Por qué la demanda crecerá en el futuro? ¿Queda potencial de apreciación en el activo? (Brookfield Asset Management, 2020). La primera de ellas es exactamente el eje central de esta investigación.

Esta filosofía no es retórica: en sus reportes institucionales, Brookfield declara explícitamente que ejercerá disciplina en los precios y apuntará a situaciones donde **activos de alta calidad puedan adquirirse por debajo de su valor intrínseco**, como protección ante movimientos adversos del mercado inmobiliario (Brookfield Asset Management, 2010). A lo largo de los distintos ciclos del mercado, la firma ha materializado esta estrategia adquiriendo activos de alta calidad por debajo de su costo de reposición durante períodos de estrés del mercado, particularmente en el ciclo posterior a la crisis financiera de 2008-2009 (Brookfield Asset Management, 2010, 2020).

La relevancia de este caso para la presente investigación radica en que Brookfield opera en mercados con distintos niveles de desarrollo e inestabilidad, validando que el criterio del costo de reposición como umbral de compra es aplicable más allá de los mercados maduros.

Sam Zell y la teoría del ciclo de oferta (Grave Dancing)

El inversor Sam Zell (1941-2023) fue uno de los operadores de real estate más influyentes del siglo XX. Apodado "The Grave Dancer" a partir de un artículo publicado en 1976 en la revista Real Estate Issues (Zell, 1976), Zell popularizó el enfoque de **invertir en activos inmobiliarios en situación de estrés durante los valles del ciclo**. En ese ensayo fundacional sostuvo que el valor intrínseco de activos bien contruidos y mantenidos crecerá sustancialmente, y que la desaceleración en la producción de nueva oferta forzaría un incremento en los precios de venta y los alquileres en todos los segmentos del mercado (Zell, 1976).

Su premisa fundamental es que **cuando el valor de mercado de un activo cae por debajo de su costo de construcción, la actividad promotora se detiene**. Esta parálisis genera una escasez de oferta futura que garantiza la apreciación del activo una vez que la demanda se estabiliza, independientemente de si el inversor acertó con precisión el momento exacto del piso. La estrategia se resume en una frase: comprar cuando los demás venden, porque la oferta que no se construye hoy es la escasez de mañana.

El vínculo con esta investigación es directo: en los períodos de oportunidad identificados, el costo de reposición cae por debajo de su promedio histórico. Los desarrolladores que ingresan al mercado durante esas ventanas pueden capturar exactamente la dinámica descrita por Zell: **el abaratamiento transitorio del costo seguido por una reversión a la media.**

Howard Marks: el péndulo y la psicología del mercado

Howard Marks, cofundador de Oaktree Capital Management y uno de los pensadores más reconocidos en el campo de la inversión de valor, aporta a este marco la dimensión psicológica y cíclica del análisis. En sus obras *The Most Important Thing* (2011) y *Mastering the Market Cycle* (2018), Marks describe el comportamiento de los mercados como **un péndulo que oscila entre el optimismo y el pesimismo, la tolerancia al riesgo y la aversión extrema, los precios sobrevaluados y los subvaluados** (Marks, 2011, 2018). Un exceso en una dirección prepara inevitablemente el regreso hacia el extremo opuesto.

Para Marks, **el riesgo no es la volatilidad en sí misma, sino el exceso de optimismo que lleva a pagar precios por encima del valor intrínseco.** Más específicamente aplicado al real estate, señala que el ciclo inmobiliario comparte los ingredientes de otros ciclos —optimismo creciente, mayor actividad, precios en alza hasta el exceso— pero incluye agravantes propios: los tiempos largos de desarrollo, el mayor apalancamiento estructural y la dificultad para ajustar la oferta ante cambios en la demanda (Marks, 2018).

La contribución de Marks al presente trabajo es la de proporcionar un marco interpretativo para la desconexión observada entre el costo de reposición y los precios de lista en determinados períodos del ciclo en CABA. Desde su perspectiva, esa rigidez a la baja en los precios de oferta es una manifestación típica del péndulo en fase de negación: los desarrolladores, anclados en los precios del ciclo anterior, tardan en reconocer que las condiciones han cambiado. Para el inversor que opera con el marco de Graham, esa demora es precisamente la ventana de oportunidad.

Síntesis y vacancia identificada

Los cuatro referentes analizados —Linneman, Brookfield, Zell y Marks— no son enfoques alternativos sino dimensiones complementarias de un mismo marco analítico. Linneman y Brookfield aportan el fundamento técnico: **el costo de reposición como ancla objetiva del valor intrínseco del activo.** Zell incorpora la dimensión dinámica: **la oferta que no se construye en los valles del ciclo es la escasez que genera apreciación en los picos.** Marks añade la dimensión psicológica: **el péndulo del mercado amplifica las desviaciones respecto**

del valor intrínseco, creando oportunidades para el inversor que mantiene la disciplina cuando el consenso cede al pesimismo.

Ahora bien, todos estos antecedentes fueron desarrollados y aplicados en mercados maduros —principalmente el estadounidense— caracterizados por su estabilidad monetaria, transparencia de precios y disponibilidad de crédito. Si bien existen antecedentes académicos que trasladan los principios del *value investing* al análisis de mercados inmobiliarios privados (Seiler, Webb & Myer, 2001), no se registran antecedentes documentados que apliquen sistemáticamente este enfoque al mercado residencial argentino, un contexto estructuralmente distinto por su dualidad monetaria, su inflación crónica y sus ciclos recurrentes de devaluación. Esta vacancia es precisamente la que la presente investigación busca cubrir: **integrar las tres dimensiones del análisis —valor técnico, dinámica de oferta y psicología del ciclo— y aplicarlas al mercado residencial de CABA mediante una variable observable y replicable, el costo histórico de construcción ajustado por inflación del dólar.**

1.3. Marco Teórico

El presente apartado desarrolla el marco conceptual que sustenta la investigación. Se abordan, en primer lugar, **las características del inmueble como activo de inversión en el contexto argentino** y, en segundo lugar, **los principios del *value investing* formulados por Benjamin Graham y su adaptación al mercado inmobiliario.**

El inmueble como activo de inversión en Argentina

En el universo de las alternativas de inversión disponibles para el ahorrista argentino, el inmueble ocupa un lugar que no tiene equivalente en otros países de la región. No se trata simplemente de una preferencia cultural o de una tradición familiar, aunque ambos elementos están presentes: se trata de una respuesta racional, construida a lo largo de décadas, frente a un sistema financiero que ha demostrado ser, en reiteradas ocasiones, incapaz de preservar el valor del ahorro en el tiempo.

Argentina registra una de las historias de crisis monetarias y financieras más extensas y recurrentes del mundo occidental. **La hiperinflación de 1989-1990**, con una tasa de inflación anual desmedida, destruyó el ahorro de una generación entera de clase media. **El Plan de Convertibilidad de los años noventa** ofreció una década de estabilidad nominal que culminó en el **colapso de 2001-2002**, con la pesificación asimétrica de depósitos y la confiscación efectiva del ahorro bancario conocida como "el corralito". **Los ciclos de cepo cambiario de 2011-2015 y 2019-2023** restringieron el acceso a la moneda dura y distorsionaron profundamente el sistema de precios relativos. **La inflación crónica**, que en 2023 superó el

200% anual (INDEC, 2006-2025b), erosionó sistemáticamente el poder adquisitivo del peso hasta convertirlo en una unidad de cuenta casi inutilizable para el ahorro de largo plazo.

En este contexto, **el ladrillo emergió históricamente como el activo de refugio por excelencia**. A diferencia de los depósitos bancarios —vulnerables a la pesificación y al corralito—, de los bonos soberanos —sujetos a sucesivos defaults— o de las acciones bursátiles —volátiles y con mercados poco profundos—, el inmueble ofrece tres atributos que lo distinguen estructuralmente como reserva de valor en el mercado argentino. En primer lugar, su **denominación informal en dólares**: las transacciones inmobiliarias en CABA se realizan prácticamente en su totalidad en moneda estadounidense, lo que desvincula al activo de la depreciación del peso y lo ancla a una referencia de valor más estable. En segundo lugar, su **tangibilidad**: a diferencia de los activos financieros, el inmueble es un bien físico que no puede ser pesificado por decreto ni confiscado mediante una resolución bancaria. En tercer lugar, su **doble fuente de retorno**: el activo genera tanto ingresos periódicos por alquiler como potencial apreciación de capital, lo que lo convierte en una inversión con componentes de renta y de crecimiento patrimonial simultáneos.

Dentro del mercado inmobiliario de CABA, **la inversión en proyectos desde el pozo** —es decir, la adquisición de unidades durante la etapa de construcción, antes de su finalización— representa una modalidad con características propias que la distinguen de la compra de inmuebles terminados. En términos financieros, el pozo funciona como una opción de compra a precio diferido: el inversor compromete capital en etapas durante el proceso constructivo y recibe el activo terminado, a valor de mercado, una vez concluida la obra. **La diferencia entre el precio de ingreso al pozo y el valor de mercado de la unidad entregada constituye el retorno bruto de la operación**, que históricamente ha sido superior al de la compra de unidades usadas en períodos de normalidad del ciclo.

Esta modalidad es especialmente sensible al momento del ciclo en que se realiza la inversión, precisamente porque el precio de ingreso al pozo está directamente vinculado al costo de construcción vigente al momento del lanzamiento del proyecto. **Cuando ese costo se encuentra en niveles históricamente bajos** —medido en dólares, como ocurrió entre 2020 y 2023—, **el desarrollador puede ofrecer precios de pozo que incorporan un margen de seguridad genuino para el inversor**: el activo se adquiere por debajo de lo que valdrá una vez que los costos de reposición se normalicen. Por el contrario, **cuando el costo de construcción ya se encuentra en niveles elevados** —como ocurre en 2024-2025—, **el margen de seguridad se comprime y el inversor asume un riesgo mayor sin la protección que ofrecía el diferencial de costo**. Es en esta dinámica donde los principios del *value investing* encuentran su aplicación más directa y concreta en el mercado inmobiliario de CABA.

Esta racionalidad inversora explica por qué, aun en los períodos de mayor contracción del mercado, la demanda estructural de inmuebles en CABA nunca se extinguió completamente. Los

volúmenes de escrituración pueden caer drásticamente en una crisis cambiaria, pero el mercado no desaparece: se contrae, las escrituraciones caen, los propietarios retienen sus activos antes que aceptar precios de liquidación, y la actividad se sostiene a través de operaciones informales, permutas y acuerdos entre privados que no llegan a los registros oficiales. Cuando las condiciones se normalizan, la demanda reprimida regresa con fuerza, impulsando una recuperación de precios que premia a quienes mantuvieron posiciones o ingresaron durante el valle del ciclo.

Sin embargo, este comportamiento del activo inmobiliario como reserva de valor tiene una implicancia metodológica central para la presente investigación: si el inmueble preserva valor en el largo plazo pero presenta ciclos de subvaluación y sobrevaluación en el corto y mediano plazo, entonces **existe una diferencia significativa entre comprar en el momento correcto y comprar en el momento incorrecto**. Esa diferencia no es marginal. Un desarrollador que inició un proyecto en 2018, cuando el costo de construcción en dólares era de aproximadamente USD 1.670 por metro cuadrado en Boedo (ver Anexo 2), y uno que lo inició en 2021, cuando ese mismo costo había caído a USD 1.204 por metro cuadrado (ver Anexo 2), partieron de estructuras de costos radicalmente distintas, con implicancias directas sobre el margen de rentabilidad del proyecto y sobre el riesgo asumido.

El comportamiento del mercado inmobiliario argentino no puede analizarse con los mismos marcos teóricos desarrollados para economías estables. En mercados con alta volatilidad macroeconómica estructural —caracterizados por inflación crónica, ciclos recurrentes de devaluación y restricciones cambiarias— los ciclos inmobiliarios presentan una amplitud y una frecuencia significativamente mayores que en mercados desarrollados. En economías latinoamericanas con estas características, **los precios de los activos inmobiliarios responden de manera asimétrica a los ciclos cambiarios**: las devaluaciones producen caídas abruptas del costo de construcción medido en moneda dura que no se traducen inmediatamente en caídas equivalentes de los precios de venta, generando ventanas de subvaluación transitoria que el análisis convencional de precios no logra capturar. Esta asimetría —entre la velocidad de ajuste del costo y la rigidez de los precios de lista— es precisamente **el mecanismo que el modelo propuesto en esta investigación busca identificar y cuantificar**.

Es precisamente esta asimetría —la brecha entre el valor de largo plazo del activo y su costo de reposición en momentos específicos del ciclo— la que habilita la aplicación de los principios del *value investing* al mercado inmobiliario. El inmueble, lejos de ser un activo de precio único y estable, presenta **ventanas temporales** en las que puede adquirirse o desarrollarse con un **margen de seguridad genuino respecto de su valor intrínseco**. Identificar esas ventanas de manera objetiva y sistemática es el propósito central de los capítulos que siguen.

Principios del value investing: Benjamin Graham

Benjamin Graham (1894-1976) es considerado el padre del análisis financiero moderno y el fundador de la filosofía de inversión conocida como **value investing**. Formado en la Universidad de Columbia y forjado profesionalmente durante la Gran Depresión de 1929 —uno de los períodos de mayor destrucción de valor en la historia de los mercados financieros—, Graham desarrolló un marco conceptual orientado a proteger el capital del inversor mediante el análisis riguroso del valor real de los activos, en contraposición a la especulación basada en tendencias o expectativas de corto plazo. Sus obras *Security Analysis* (1934) y *The Intelligent Investor* (1949) sentaron las bases de una disciplina que, más de setenta años después, sigue siendo la referencia obligada para inversores institucionales e individuales en todo el mundo, y que fue adoptada y perfeccionada por figuras como Warren Buffett, Howard Marks y Sam Zell (Graham & Dodd, 1934; Graham, 1949/2019).

El principio central del **value investing** es conceptualmente simple aunque metodológicamente exigente: **los mercados financieros son ineficientes en el corto plazo, lo que genera divergencias temporales entre el precio de un activo y su valor real**. Graham ilustró esta dinámica con la célebre parábola del "Sr. Mercado", un socio imaginario que cada día ofrece comprar o vender a un precio distinto: "el Sr. Mercado se deja llevar por su entusiasmo o por sus temores, y el valor que le propone parece rayano en el absurdo" (Graham, 1949/2019, p. 227). Es decir, en el corto plazo el precio refleja el humor colectivo de los participantes del mercado —sus miedos, expectativas y sesgos—, pero **en el largo plazo tiende a converger hacia el valor intrínseco del activo**. Esta asimetría temporal es la que crea las oportunidades de compra que el inversor de valor busca sistemáticamente.

El concepto de **valor intrínseco** es el eje sobre el que gira toda la metodología. Se define como una **estimación racional del valor real de un activo**, basada en sus fundamentos económicos y no en las fluctuaciones del mercado. En el caso de activos financieros como las acciones, el valor intrínseco suele calcularse a través del flujo de fondos descontado (DCF), múltiplos de ganancias u otros métodos cuantitativos. Para activos reales como los inmuebles, en cambio, el valor intrínseco puede aproximarse a partir del costo de reposición: cuánto costaría construir o reproducir ese mismo bien en condiciones equivalentes. Este enfoque resulta especialmente adecuado en mercados como el argentino, donde los ingresos por alquiler no reflejan fielmente la rentabilidad estructural del activo y donde las comparaciones de precio por metro cuadrado ofrecen señales distorsionadas por la dualidad cambiaria. En ese contexto, **el costo de construcción medido en dólares opera como el proxy más directo y observable del valor intrínseco de un activo residencial**.

El segundo concepto fundamental es el **margen de seguridad**, que Graham definió como el **diferencial entre el valor intrínseco estimado y el precio efectivamente pagado por el activo**. Cuanto mayor es ese margen, menor es el riesgo de pérdida permanente de capital,

incluso ante errores de estimación o eventos adversos imprevistos. El propio Graham lo consagró como el principio rector de toda su filosofía: "Al enfrentarnos con un desafío similar para destilar el secreto de la inversión sensata en tres palabras, nos atrevemos a proponer el lema MARGEN DE SEGURIDAD" (Graham, 1949/2019, p. 539). Esta afirmación tiene una implicancia directa para el mercado inmobiliario: el mismo activo, en la misma ubicación, puede representar una inversión con margen de seguridad genuino o una inversión de alto riesgo dependiendo exclusivamente del momento del ciclo en que se realiza la operación. **No es el activo el que cambia: es el precio de entrada el que determina la calidad de la inversión.**

Uno de los aportes más significativos de Graham es la distinción entre inversión y especulación, que formuló originalmente en *Security Analysis* (1934) y retomó en *El inversor inteligente*: **"Una operación de inversión es aquella que, después de realizar un análisis exhaustivo, promete la seguridad del principal y un adecuado rendimiento. Las operaciones que no satisfacen estos requisitos son especulativas"** (Graham, 1949/2019, p. 32). La diferencia no radica en el tipo de activo sino en el proceso: el especulador apuesta a que el precio subirá; el inversor de valor compra porque el precio ya está por debajo del valor real. Esta distinción tiene una aplicación directa en el mercado de pozo de CABA, donde gran parte de las decisiones de compra responden a una lógica especulativa: el comprador no analiza si el precio de ingreso está por debajo del valor intrínseco del activo, sino que simplemente apuesta a que los precios subirán antes de la entrega. El enfoque de Graham propone reemplazar esa apuesta por un análisis: **determinar primero el valor intrínseco** —en este caso, el costo de reposición— **y comprar únicamente cuando el precio ofrece un descuento suficiente respecto de ese valor.**

La vigencia de esta distinción en el contexto argentino es especialmente relevante porque el mercado local opera en ciclos de euforia y pánico que amplifican tanto las sobrevaluaciones como las subvaluaciones. En el ciclo 2016-2018, impulsado por el blanqueo de capitales y las expectativas de crédito hipotecario, los precios de pozo incorporaron una prima especulativa sin sustento en los fundamentos del activo. En el ciclo 2020-2023, el costo de reposición cayó por debajo de su promedio histórico pero los precios de lista no acompañaron esa caída, generando una brecha que solo podía capturarse mediante estructuras de costo puro o negociaciones agresivas. En ambos casos, el inversor que operó con el marco de Graham —analizando el diferencial entre precio y valor intrínseco antes de decidir— estuvo en una posición significativamente mejor que quien simplemente siguió la tendencia del mercado.

Aplicar el *value investing* al mercado inmobiliario implica mantener la lógica central de Graham —**comprar cuando el activo está subvaluado respecto de su valor intrínseco y sostener la posición hasta que el mercado reconozca ese valor**— adaptando las herramientas de medición a las particularidades del activo real. En mercados con alta volatilidad cambiaría como el argentino, donde el costo de construcción medido en dólares puede oscilar

entre USD 1.400 y USD 2.700 por metro cuadrado en el lapso de una década, esta metodología ofrece una brújula analítica robusta: **cuando el costo de reposición cae por debajo de ciertos umbrales históricos, se configura un margen de seguridad que protege al inversor y maximiza el potencial de retorno una vez que el ciclo se normaliza.**

Aplicación al mercado inmobiliario

La filosofía del *value investing* fue concebida por Graham en el contexto del mercado de capitales, donde los activos —acciones y bonos— tienen precios públicos, cotización diaria y alta liquidez. El mercado inmobiliario presenta características estructuralmente distintas: los activos son heterogéneos, las transacciones son infrecuentes, los precios no son transparentes y la liquidez es baja. Esta diferencia llevó a muchos analistas a considerar que los principios de Graham no eran directamente trasladables al real estate. Sin embargo, la experiencia de inversores institucionales como Brookfield, Sam Zell y Howard Marks —desarrollada en el estado del arte (sección 1.2)— demuestra que la lógica central del *value investing* no solo es aplicable al mercado inmobiliario sino que resulta especialmente poderosa en él, precisamente porque la menor eficiencia informativa del mercado genera oportunidades de subvaluación más persistentes y pronunciadas que en los mercados financieros.

La clave de la adaptación reside en **identificar una variable que cumpla, en el mercado inmobiliario, la misma función que el valor intrínseco cumple en el análisis de acciones.** En el mercado de capitales, ese valor se estima a partir de los flujos de fondos futuros del negocio. En el mercado inmobiliario residencial, **la variable equivalente es el costo de reposición:** el monto necesario para construir un activo equivalente desde cero, incluyendo los costos directos de construcción, los costos indirectos y honorarios, y la incidencia del valor del terreno. Cuando el precio de mercado de un activo inmobiliario se ubica por debajo de su costo de reposición, existe un margen de seguridad estructural: el mercado está valorando el activo por menos de lo que costaría producirlo, lo que implica que la nueva oferta competitiva tardará en aparecer y que el valor del activo tenderá a recuperarse una vez que el ciclo se normalice.

En el mercado residencial de CABA, esta adaptación adquiere una dimensión adicional por la dualidad monetaria característica de la economía argentina. Los activos inmobiliarios se transaccionan en dólares, pero los costos de construcción se generan mayoritariamente en pesos —mano de obra, materiales, honorarios— y se convierten a moneda dura al tipo de cambio vigente en cada momento. Esto significa que las devaluaciones del peso producen caídas abruptas del costo de construcción medido en dólares, incluso cuando el costo en pesos continúa subiendo por la inflación. En esos momentos, el costo de reposición en dólares puede caer muy por debajo de su promedio histórico, configurando exactamente el tipo de oportunidad que

Graham describió: un activo disponible a un precio significativamente inferior a su valor intrínseco, no por deterioro de sus fundamentos sino por una dislocación temporal del mercado.

Esta dinámica convierte al **costo de construcción en dólares en el indicador más directo y observable del valor intrínseco de un desarrollo residencial en CABA**. A diferencia de los flujos de fondos futuros —que requieren proyecciones sobre alquileres, tasas de vacancia y tasas de descuento difíciles de estimar en un contexto de alta incertidumbre—, el costo de construcción por metro cuadrado es una variable medible, histórica y comparable. Su evolución puede seguirse a través de fuentes sectoriales confiables como la Cámara Argentina de la Construcción, el INDEC y Reporte Inmobiliario, y puede normalizarse en términos reales mediante el ajuste por el Índice de Precios al Consumidor de los Estados Unidos (CPI), que elimina el efecto de la inflación propia del dólar y permite comparaciones válidas a lo largo del tiempo.

La aplicación de este enfoque al mercado de Boedo implica construir una serie histórica del costo de reposición en dólares constantes para el **período 2006-2025**, identificar los momentos en que ese costo se ubica por debajo de su promedio histórico ajustado —que opera como valor intrínseco del activo— y contrastar esas ventanas con los precios de oferta de unidades en pozo en el mismo período. El resultado es un modelo de lectura del ciclo que permite determinar, con base empírica, cuándo el mercado ofrece un margen de seguridad genuino para el inversor y cuándo, por el contrario, los precios ya incorporan las expectativas de recuperación sin dejar espacio para el error.

En definitiva, adaptar el *value investing* al mercado inmobiliario no requiere abandonar sus principios sino traducirlos al lenguaje del real estate: reemplazar el análisis de estados contables por el análisis del costo de reposición, reemplazar el precio de cotización bursátil por el precio de oferta en pozo, y reemplazar el margen de seguridad sobre ganancias por el margen de seguridad sobre el costo de construcción en dólares. La lógica es la misma que Graham formuló hace más de setenta años: **comprar cuando el precio está por debajo del valor real, con un diferencial suficiente para absorber la incertidumbre**. Lo que cambia es el activo. Lo que no cambia es la disciplina.

1.4. Metodología

Tipo de investigación

La presente investigación adopta un **enfoque cuantitativo descriptivo con componentes de análisis empírico aplicado**. Es cuantitativa porque trabaja con series numéricas históricas del costo de construcción por metro cuadrado medido en dólares constantes, y porque los criterios de identificación de oportunidades de inversión se derivan de

operaciones estadísticas sobre esos datos. Es descriptiva porque caracteriza el comportamiento de una variable central —el costo de reposición ajustado— a lo largo del tiempo, identificando los momentos del ciclo en que esa variable presenta condiciones favorables para la inversión. Y es empírica aplicada porque contrasta el modelo con datos reales del mercado. **El alcance es exploratorio-descriptivo:** exploratorio porque la aplicación sistemática del *value investing* al mercado residencial de CABA no cuenta con antecedentes documentados en la literatura local; descriptivo porque el objetivo central es caracterizar los períodos históricos de subvaluación y evaluar la magnitud del margen de seguridad disponible en cada caso.

Técnicas e instrumentos

El modelo se estructura en **tres pasos secuenciales que van de lo cuantitativo a lo cualitativo**. En primer lugar, **se construye una serie histórica del costo de reposición por metro cuadrado vendible para el período 2006-2025**, expresada en dólares constantes mediante el ajuste por el Índice de Precios al Consumidor de los Estados Unidos (CPI). **El promedio de esa serie se adopta como estimación del valor intrínseco del activo**. En segundo lugar, **se compara el costo de reposición de cada período con ese valor intrínseco, obteniendo el margen de seguridad** —el diferencial que, cuando es positivo, señala una ventana de oportunidad—. En tercer lugar, **se incorpora un criterio cualitativo de lectura del contexto macroeconómico, a cargo del inversor**. El desarrollo completo del modelo —las fórmulas de cada variable, los parámetros adoptados y su justificación— se presenta en el Anexo Metodológico.

Unidades de análisis

La unidad de análisis principal es **el barrio de Boedo**, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, tomado como caso representativo del mercado residencial de desarrollos de pozo de CABA **para el período 2006-2025**. Como caso de estudio de validación se analiza el **proyecto Sánchez de Loria 985, un desarrollo real iniciado en 2021 y entregado en 2024**. Complementariamente, se utiliza el barrio de Caballito para verificar la brecha entre el costo de reposición y los precios de oferta en pozo.

Fuentes de información

La serie histórica se construye a partir de fuentes públicas y sectoriales de acceso libre: el costo de construcción se releva de Reporte Inmobiliario (Reporte Inmobiliario, 2006-2025), el Índice del Costo de la Construcción del INDEC (INDEC, 2006-2025a) y el índice de la Cámara Argentina de la Construcción (Cámara Argentina de la Construcción, 2006-2025); la

incidencia del terreno se releva de Reporte Inmobiliario; y el ajuste por inflación del dólar se realiza con el Consumer Price Index del Bureau of Labor Statistics de los Estados Unidos (U.S. Bureau of Labor Statistics, 2006-2025). El detalle de cada fuente y su tratamiento se especifica en el Anexo Metodológico.

1.5. Palabras clave

value investing, valor intrínseco, margen de seguridad, costo de reposición, mercado inmobiliario de CABA

2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL COSTO DE CONSTRUCCIÓN EN CABA (2006–2025)

Este capítulo describe la evolución histórica del costo de construcción medido en dólares en el mercado residencial de CABA para el período 2006-2025, tomando el barrio de Boedo como caso representativo. La elección de Boedo responde a tres criterios: su perfil de barrio residencial de densidad media con activa oferta de desarrollos de pozo, la disponibilidad de datos históricos de costo de construcción e incidencia del terreno para el período analizado, y la existencia de un proyecto real desarrollado en el barrio que permite, más adelante, contrastar el modelo con una experiencia concreta de inversión.

2.1. Construcción de la serie histórica

La serie histórica del costo de reposición por metro cuadrado vendible en el barrio de Boedo fue construida aplicando la metodología descrita en el Anexo Metodológico para el período 2006-2025. Los datos de Hard Cost vendible e incidencia del terreno fueron relevados de Reporte Inmobiliario (Reporte Inmobiliario, 2006-2025), el Soft Cost fue estimado en un 45% del Hard Cost Vendible, y todos los valores fueron ajustados a dólares constantes de 2025 mediante el Consumer Price Index (CPI) de los Estados Unidos publicado por el Bureau of Labor Statistics (U.S. Bureau of Labor Statistics, 2006-2025).

Para los años 2006 y 2007, período anterior al inicio de la serie de Reporte Inmobiliario, el Hard Cost de construcción fue estimado retroactivamente a partir del valor de diciembre de 2008 utilizando la variación del Índice del Costo de la Construcción (ICC) publicado por el INDEC (INDEC, 2006-2025a), convertido a dólares al tipo de cambio libre del período correspondiente.

2.2. El valor intrínseco del barrio

La serie resultante muestra una oscilación significativa del Valor Costo Ajustado a lo largo del período, con un **mínimo histórico de USD 1.350/m² registrado en 2020 y un máximo de USD 2.730/m² en 2011**. Esta amplitud —superior al 100% entre el mínimo y el máximo— refleja la alta volatilidad del costo de reposición en dólares característica del mercado argentino, impulsada principalmente por los ciclos de devaluación del tipo de cambio y sus efectos sobre el costo de construcción medido en moneda dura.

El valor intrínseco del barrio de Boedo, calculado como el promedio simple de los Valores Costo Ajustados para el período completo de 20 años, es de **USD 2.146/m² vendible en**

dólares constantes de 2025. Este valor representa el punto de equilibrio gravitatorio al que tiende el costo de reposición en el largo plazo y constituye la referencia central para la identificación de oportunidades de inversión que se desarrolla en el Capítulo 3.

2.3. Las tres fases de la evolución

La evolución de la serie muestra tres fases claramente diferenciadas.

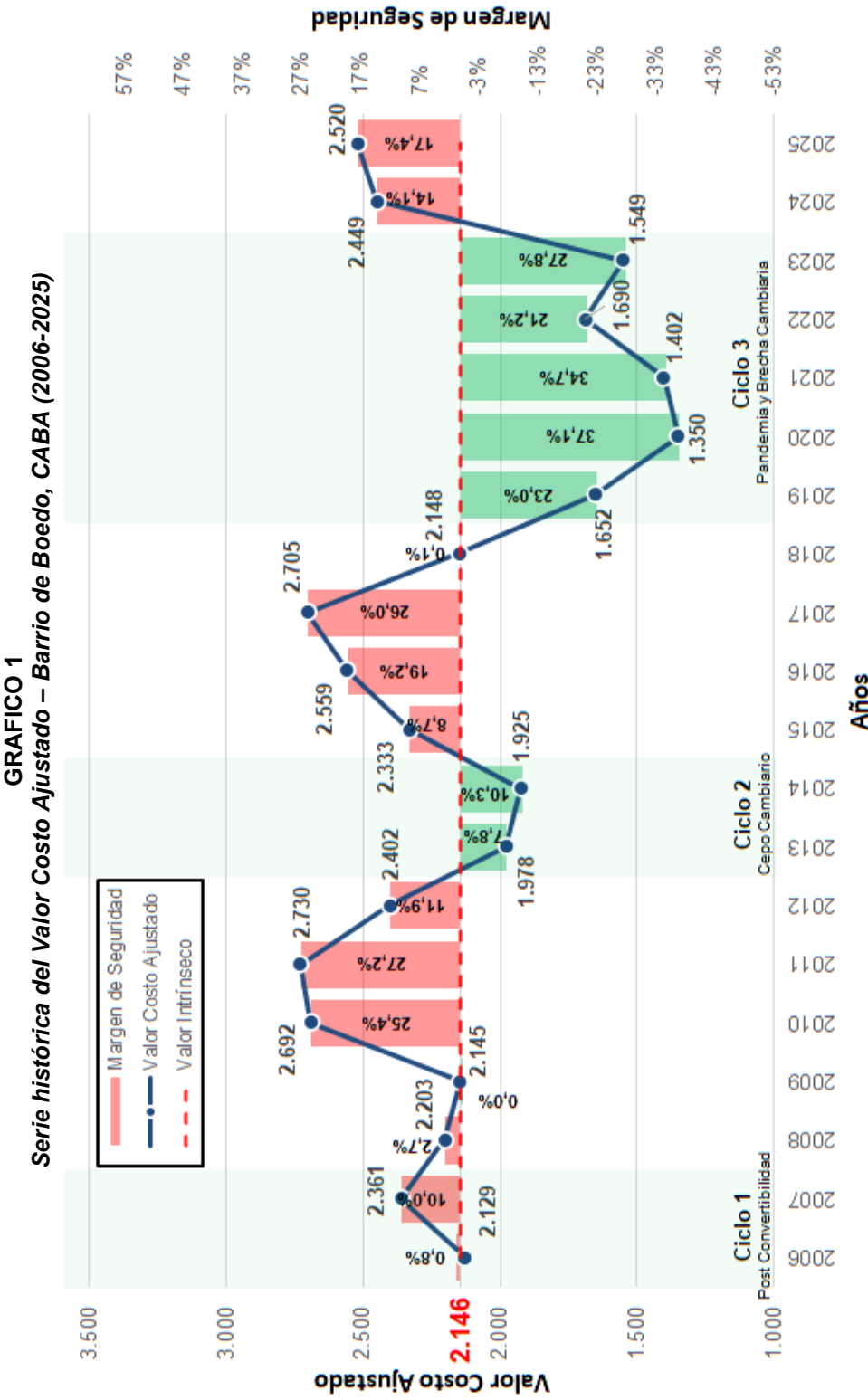
Una primera fase de **crecimiento sostenido entre 2006 y 2011**, donde el costo ajustado pasó de USD 2.129 a USD 2.730, impulsado por la recuperación post-convertibilidad y la reactivación del mercado inmobiliario porteño.

Una segunda fase de **alta volatilidad entre 2012 y 2018**, marcada por la implementación del cepo cambiario, la aceleración inflacionaria y las sucesivas devaluaciones, que generaron oscilaciones pronunciadas sin una tendencia definida —con valores tanto por encima como por debajo del valor intrínseco—.

Y una tercera fase de **compresión extrema y posterior recuperación entre 2019 y 2025**, donde el costo cayó a sus mínimos históricos durante la pandemia y el período de brecha cambiaria máxima, para luego recuperarse con fuerza a partir de 2024 con la normalización cambiaria.

La tabla completa de la serie histórica se incluye en el Anexo 1, junto con el detalle de cada componente del costo de reposición por año.

El Gráfico 1 permite observar cómo el Valor Costo Ajustado oscila alrededor del valor intrínseco a lo largo del período, alejándose de él en los picos y cayendo por debajo en los valles. Es precisamente esa oscilación —la distancia entre el costo de reposición coyuntural y su promedio histórico— la que permite identificar las ventanas de oportunidad de inversión, análisis que se desarrolla en el capítulo siguiente.



Fuente: elaboración propia en base a Reporte Inmobiliario, INDEC (ICC) y Bureau of Labor Statistics (CPI-U)

3. FACTORES Y UMBRALES DE SUBVALUACIÓN

El capítulo anterior describió la evolución del costo de reposición en Boedo y estableció su valor intrínseco de largo plazo (USD 2.146/m²). Este capítulo avanza sobre dos cuestiones complementarias: primero, **identifica los factores económicos que explican la variabilidad de ese costo a lo largo del período**; y segundo, **determina cuáles años se ubicaron por debajo del valor intrínseco**, configurando ventanas de oportunidad con margen de seguridad positivo.

3.1. Factores económicos que inciden en la variabilidad del costo

La variabilidad del costo de reposición medido en dólares no es aleatoria: responde a factores económicos identificables, que pueden agruparse en un factor estructural y un conjunto de factores coyunturales.

El factor estructural es la dualidad monetaria de la economía argentina —los costos de construcción se generan mayoritariamente en pesos, pero los activos se transaccionan en dólares—, cuyo mecanismo se desarrolló en el marco teórico (sección 1.3). Esta dualidad es la condición de fondo que hace posible que el costo de reposición en moneda dura se comprima o expanda con independencia del valor real del activo.

Sobre esa base estructural operan los **factores coyunturales**, que activan concretamente cada episodio de subvaluación o sobrevaluación:

- **Las devaluaciones abruptas del tipo de cambio.** Cuando el peso se devalúa, el costo de construcción medido en dólares cae de manera pronunciada, incluso cuando el costo en pesos continúa subiendo por la inflación. Es el factor que genera las caídas más marcadas del costo de reposición.
- **Los ciclos de restricción cambiaria (cepo).** El desdoblamiento entre el tipo de cambio oficial y el paralelo altera la ecuación de costos de los desarrolladores y, según su intensidad, puede tanto generar oportunidades técnicas como bloquear su materialización práctica.
- **La rigidez a la baja del valor del suelo.** A diferencia del costo de construcción, la incidencia del terreno se ajusta con mayor lentitud en los períodos de devaluación (desarrollado en el Anexo Metodológico), moderando parcialmente la caída del costo total de reposición en los valles del ciclo.

- **El contexto de actividad del mercado y acceso al crédito.** El nivel de actividad de la construcción, la profundidad del mercado de pozo y el acceso al financiamiento determinan si una oportunidad técnica identificada por el costo puede efectivamente aprovecharse.

Estos factores no operan de manera aislada sino combinada, y su interacción concreta en cada período es la que explica la magnitud y la accesibilidad de cada ventana de oportunidad. La sección siguiente los muestra actuando en cada ciclo histórico.

3.2. Determinación de los períodos de subvaluación

La comparación del Valor Costo Ajustado de cada año contra el valor intrínseco de USD 2.146/m² identifica **ocho años en que el costo de reposición se ubicó por debajo de ese umbral**, configurando ventanas de oportunidad de inversión con margen de seguridad positivo:

Tabla 1
Períodos de subvaluación en Boedo, 2006-2025
Valor intrínseco: USD 2.146/m²

Año	VCA (USD/m ²)	Margen de seguridad
2006	2.129	0.8%
2013	1.978	7.8%
2014	1.925	10.3%
2019	1.652	23.0%
2020	1.350	37.1%
2021	1.402	34.7%
2022	1.690	21.2%
2023	1.549	27.8%

Fuente: Elaboración propia

El criterio cualitativo de contexto macroeconómico descrito en el Anexo Metodológico permite matizar este resultado. **No todos los años identificados representaron oportunidades igualmente accesibles para el inversor:** es aquí donde los factores identificados en la sección anterior muestran su incidencia concreta. El análisis del contexto permite agrupar los ocho años en tres ciclos diferenciados.

3.3. Análisis de los ciclos de subvaluación

Ciclo 1 — Post-convertibilidad (2006-2007)

El año 2006 presentó un margen de seguridad marginal del 0,8%. El contexto era favorable pero el margen era insuficiente para absorber cualquier imprevisto.

Ciclo 2 — Cepo cambiario (2013-2014)

En 2013 y 2014 el análisis identifica márgenes de seguridad del 7,8% y 10,3% respectivamente. Sin embargo, el contexto macroeconómico era bloqueante: el cepo cambiario implementado en noviembre de 2011 había paralizado el mercado inmobiliario, las compraventas en CABA acumulaban más de 20 meses consecutivos de caída y la presentación de nuevas obras se había reducido un 57% en la primera mitad de 2013. La imposibilidad práctica de acceder al dólar convertía la oportunidad técnica en una oportunidad de difícil materialización para la mayoría de los inversores. Adicionalmente, los márgenes de seguridad de este ciclo — entre 8% y 10%— eran los más bajos de toda la serie, lo que limitaba aún más el atractivo de la oportunidad. Este ciclo ilustra con claridad cómo el factor de restricción cambiaria puede bloquear la materialización de una oportunidad técnicamente identificada.

Ciclo 3 — Pandemia y brecha cambiaria (2019-2023)

Este ciclo representa el período de subvaluación más pronunciado y sostenido de la serie. Durante cinco años consecutivos el VCA se mantuvo por debajo del valor intrínseco, con márgenes que alcanzaron el **37,1% en 2020** —el mínimo histórico de la serie— y se mantuvieron entre el 21% y el 35% durante los años siguientes. A diferencia del ciclo 2013-2014, el mercado de pozo logró adaptarse al contexto de restricciones cambiarias mediante estructuras de fideicomiso al costo en pesos indexados, lo que permitió que la oportunidad técnica fuera efectivamente aprovechada por desarrolladores e inversores. Es en este ciclo donde se enmarca el caso de estudio analizado en el capítulo siguiente.

Situación actual (2024-2025)

A partir de 2024 se registra una reversión pronunciada: el VCA sube a USD 2.449 en 2024 y USD 2.520 en 2025, superando el valor intrínseco de USD 2.146 en ambos años. El margen de seguridad es negativo —**17,4% en 2025**— lo que indica que el costo de reposición actual supera su promedio histórico de largo plazo. No se identifica una oportunidad técnica de inversión en Boedo en el momento presente, situación que se analiza en detalle en el Capítulo 4.

4. APLICACIÓN DEL MODELO: CASO BOEDO

Los capítulos anteriores describieron la evolución del costo de reposición en Boedo (Capítulo 2) e identificaron los factores y los períodos de subvaluación (Capítulo 3). Este capítulo analiza la relación entre esos períodos de bajo costo y la rentabilidad efectivamente obtenida, a través de un caso de estudio real, y evalúa la aplicabilidad del enfoque en distintos contextos del mercado de CABA.

4.1. Caso de estudio: Sánchez de Loria 985

Descripción del proyecto

El proyecto **Sánchez de Loria 985** es un desarrollo residencial de nueva planta ubicado en el barrio de **Boedo, Ciudad Autónoma de Buenos Aires**, desarrollado bajo la modalidad de **fideicomiso al costo**. El edificio cuenta con 21 unidades funcionales —18 monoambientes, 1 unidad de 2 ambientes y 1 unidad de 3 ambientes— sobre una superficie total construida de 1.682 m² y una superficie vendible de 1.061 m², lo que implica un factor de eficiencia de planta del 63% y una incidencia de espacios comunes del 37%.

El proyecto fue **iniciado en 2021 y entregado en 2024**, con un ciclo de construcción de aproximadamente tres años. La modalidad de fideicomiso al costo —en la que los inversores participan del proyecto asumiendo el costo real de construcción en lugar de adquirir unidades a precio fijo— es la estructura que permite capturar de manera más directa el valor técnico del activo, eliminando la prima del desarrollador incorporada en los precios de lista del mercado abierto.

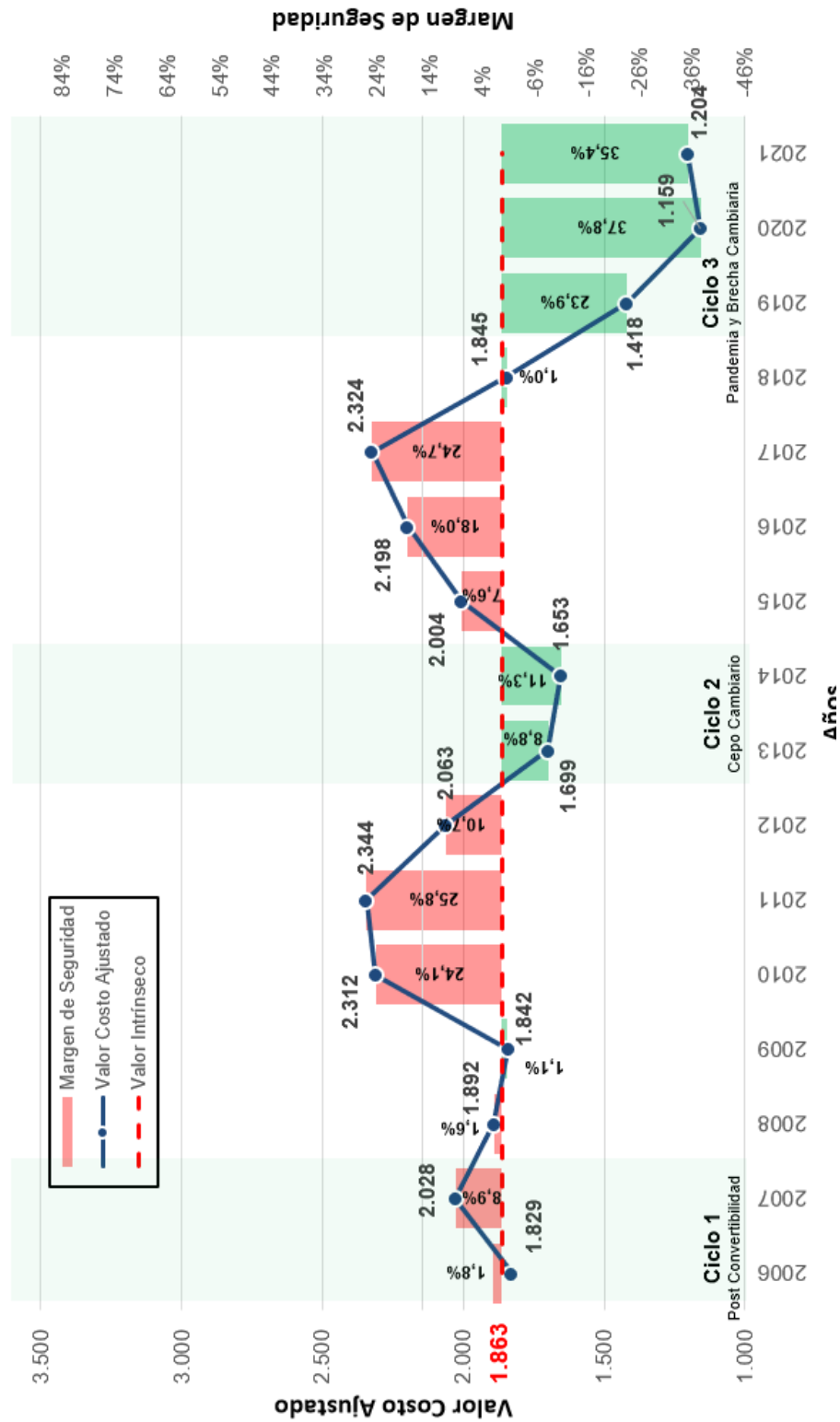
La decisión de inversión (2021)

Al momento de iniciar el proyecto, el desarrollador contaba con la serie histórica del costo de reposición de **Boedo para el período 2006-2021**, ajustada a dólares constantes de 2021 (Anexo 2), que arrojaba un **valor intrínseco de USD 1.863/m²**. **El costo estimado de entrada al proyecto fue de USD 1.420/m² vendible en dólares de 2021, que representaba un margen de seguridad del 23,8% sobre el valor intrínseco disponible en ese momento (USD 1.863/m²)**. Cabe distinguir este margen —calculado sobre el costo de entrada específico del proyecto— del margen que arrojaba el costo de reposición promedio del barrio (VCA), del 34,4% en esa misma base, algo mayor por ubicarse el costo del proyecto levemente por encima del promedio del barrio. El modelo indicaba claramente que las condiciones de mercado ofrecían

una oportunidad técnica genuina: el costo de reposición estimado se encontraba significativamente por debajo de su promedio histórico de largo plazo.

Desde la perspectiva del **criterio cualitativo** de contexto macroeconómico, el año 2021 presentaba condiciones mixtas: el cepo cambiario seguía vigente y la brecha cambiaria era elevada, pero el mercado de pozo había logrado adaptarse a ese contexto mediante estructuras de fideicomiso al costo en pesos indexados. A diferencia del ciclo 2013-2014 —donde el mercado estaba prácticamente paralizado— **en 2021 la actividad constructiva se mantenía activa** y los inversores con capacidad de operar en esa modalidad podían materializar la oportunidad técnica identificada.

GRAFICO 2
Serie histórica del Valor Costo Ajustado – Barrio de Boedo, CABA (2006-2021)



Fuente: elaboración propia en base a Reporte Inmobiliario, INDEC (ICC) y Bureau of Labor Statistics (CPI-U)

Evolución durante la construcción (2021-2024)

Durante el período de obra, el Valor Costo Ajustado se mantuvo por debajo del valor intrínseco en todos los años de construcción, confirmando que el margen de seguridad nunca desapareció mientras la obra estaba en curso.

Para el análisis de la evolución durante la construcción se utiliza la serie histórica completa 2006-2025 ajustada a dólares constantes de 2025 (Anexo 1), a diferencia de la serie 2006-2021 utilizada en la decisión de inversión. Este cambio de base responde a que el análisis de la evolución requiere comparar todos los años del ciclo constructivo en una unidad de medida común y actualizada, mientras que el análisis de la decisión utiliza la información efectivamente disponible para el desarrollador en el momento de invertir. Ambas series son metodológicamente válidas pero responden a propósitos distintos: la primera refleja la perspectiva del inversor en tiempo real; la segunda permite evaluar el ciclo completo en perspectiva histórica.

Tabla 2
Evolución VCA durante la construcción — Sánchez de Loria 985
Valor intrínseco serie 2006-2025: USD 2.146/m²

Año	VCA base 2025 (USD/m ²)	Margen sobre VI
2021	1.402	+34.7%
2022	1.690	+21.2%
2023	1.549	+27.8%
2024	2.449	-14.1%

Fuente: Elaboración propia

Los tres primeros años de obra transcurrieron con el costo de reposición consistentemente por debajo del valor intrínseco de la serie completa. Recién en 2024 —año de entrega del proyecto— el VCA superó el valor intrínseco por primera vez, impulsado por la normalización cambiaria post-levantamiento del cepo y la consecuente suba del costo de construcción en dólares.

Resultado del proyecto (2024)

El **costo real final** del proyecto resultó en **USD 1.490/m²** vendible, un desvío del +4,9% sobre la estimación inicial de USD 1.420. Este desvío mínimo refleja una gestión eficiente del proyecto en un contexto macroeconómico volátil, y mantuvo un **margen de seguridad real del 20,0% sobre el valor intrínseco de USD 1.863** disponible al momento de la decisión.

A modo ilustrativo, un monoambiente de 44 m² vendibles del proyecto fue vendido a USD 80.000 (USD 1.818/m²), lo que representa una rentabilidad del 22,0% sobre el costo real de USD

1.490/m² y del 28,0% sobre el costo estimado de entrada de USD 1.420/m². Esta rentabilidad refleja la recuperación parcial del valor intrínseco del activo a lo largo del ciclo constructivo.

Vale destacar que el precio de venta de **USD 1.818/m²** se ubicó por debajo del VCA de 2024 (USD 2.449/m²) —es decir, **la unidad se vendió con un descuento del 26% respecto del costo de reposición vigente al momento de la entrega**—. Este fenómeno es consistente con la rigidez característica del mercado inmobiliario ante subas abruptas del costo de construcción: los precios de venta tardan en incorporar los nuevos niveles de costo, generando una brecha transitoria entre el valor técnico del activo y su precio de mercado.

Validación del modelo

El caso de estudio **Sánchez de Loria 985** valida los tres principios centrales del modelo propuesto en esta investigación:

Principio 1 — El modelo identificó correctamente la ventana de oportunidad. En 2021 el costo estimado de entrada (USD 1.420) se ubicaba un 23,8% por debajo del valor intrínseco disponible en ese momento (USD 1.863). El modelo señalaba oportunidad con margen de seguridad genuino, y la oportunidad era real.

Principio 2 — El costo real confirmó la estimación del modelo. El desvío entre el costo estimado y el costo real fue de solo el 4,9%, lo que valida la confiabilidad de la serie histórica como aproximación del costo de reposición del barrio. **El costo real (USD 1.490) mantuvo un margen positivo del 20,0% sobre el valor intrínseco.**

Principio 3 — La rentabilidad validó la lógica de Graham. El inversor que participó del fideicomiso al costo desembolsó un total de **USD 1.490/m²** y, en el caso de la unidad analizada, **vendió a USD 1.818/m²**, obteniendo una rentabilidad del **22,0% sobre su inversión real**. Esta rentabilidad refleja exactamente la recuperación parcial del valor intrínseco que el modelo predecía para el largo plazo, validando la lógica central de Graham: **comprar cuando el activo está subvaluado respecto de su valor intrínseco y sostener la posición hasta que el mercado reconozca ese valor.**

Cabe señalar que la validación del modelo no depende exclusivamente de este caso individual: la serie histórica de Boedo demuestra que los períodos de subvaluación identificados son consistentes a lo largo de múltiples ciclos económicos. **El caso Sánchez de Loria 985 ilustra la materialización concreta de una oportunidad identificada por la metodología, pero no aborda el resultado de proyectos que, habiendo ingresado durante una ventana de oportunidad, enfrentaron condiciones de ejecución adversas o utilizaron estructuras distintas al fideicomiso al costo.**

4.2. Lectura actual: ¿conviene iniciar un proyecto en Boedo hoy?

La aplicación del modelo al momento actual responde la pregunta más inmediata y práctica para el desarrollador o inversor que lee esta investigación: **¿existe hoy una oportunidad técnica de inversión en el barrio de Boedo?**

La respuesta que arroja el modelo es clara: **no**. En 2025 el Valor Costo Ajustado de Boedo es de USD 2.520/m², un 17,4% por encima del valor intrínseco de USD 2.146. El **margen de seguridad es negativo** —el costo de reposición actual supera su promedio histórico de largo plazo— lo que implica que iniciar un proyecto hoy en Boedo no ofrece el diferencial técnico que Graham requería para hablar de una inversión con margen de seguridad genuino.

Esta situación es el resultado directo de la normalización cambiaria iniciada con el levantamiento del cepo en abril de 2025. **La unificación del tipo de cambio eliminó la brecha cambiaria que durante cinco años había comprimido artificialmente el costo de construcción medido en dólares**, produciendo una suba abrupta del Hard Cost que llevó el costo de reposición por encima de su promedio histórico en un período muy corto. La dinámica es exactamente la inversa de la que se observó entre 2019 y 2023: así como la ampliación de la brecha cambiaria generó la ventana de oportunidad, su cierre la clausuró.

El contraste con el momento de inicio del proyecto **Sánchez de Loria 985** es contundente:

Tabla 3
Comparativa 2021 vs 2025 — Sánchez de Loria 985

Variable	2021 — Inicio Proyecto (USD constantes 2021)	2025 — hoy (USD constantes 2025)
VCA	USD 1.204/m ²	USD 2.520/m ²
Valor intrínseco	USD 1.863/m ²	USD 2.146/m ²
Margen seguridad	+35,4%	-17,4%
Señal del modelo	✓ Oportunidad	✗ Sin oportunidad

Columna 2021: VCA en dólares constantes de 2021 (serie 2006-2021, Anexo 2)

Columna 2025: VCA en dólares constantes de 2025 (serie 2006-2025, Anexo 1)

El margen de +35,4% de 2021 corresponde al VCA del barrio en dólares constantes de 2025 (serie Anexo 1); difiere del 34,4% calculado en dólares de 2021 (serie Anexo 2) por el cambio de base, y del 23,8% del costo de entrada específico del proyecto.

Fuente: Elaboración propia

Esta comparación ilustra de manera concreta el valor operativo del modelo: la misma herramienta que en 2021 señalaba una ventana de oportunidad con margen de seguridad del 35,4%, hoy señala que esa ventana se cerró y que el costo de reposición ya superó su valor intrínseco histórico.

Sin embargo, es importante contextualizar este resultado. Que el modelo no identifique una oportunidad técnica en 2025 no implica necesariamente que iniciar un proyecto sea una mala decisión —implica que el inversor no cuenta con el margen de seguridad técnico que el enfoque de Graham requiere—. Un desarrollador con acceso a terrenos a precios anteriores a la normalización cambiaria, con estructuras de financiamiento favorables o con eficiencias de construcción superiores al promedio del mercado, podría igualmente encontrar viabilidad en un proyecto. Lo que el modelo establece es que, en condiciones de mercado promedio, el momento actual no ofrece el diferencial de valor que caracterizó al ciclo 2019-2023.

La pregunta que naturalmente surge es: **¿cuándo volverá a abrirse una ventana de oportunidad en Boedo?** El modelo no predice el futuro —esa es una de sus limitaciones explícitas, desarrolladas en el Capítulo 5—. Lo que sí permite afirmar es que, históricamente, los períodos de costo por encima del valor intrínseco han sido seguidos por correcciones a la baja —impulsadas por nuevas devaluaciones, crisis cambiarias o ciclos de contracción económica— que vuelven a comprimir el costo de reposición en dólares por debajo de su promedio histórico. El inversor que comprende esta dinámica puede prepararse para reconocer la próxima ventana cuando se presente, en lugar de reaccionar tarde como suele ocurrir en mercados operados por intuición.

4.3. La brecha entre costo de reposición y precios de mercado: Caso Caballito

Un hallazgo complementario al análisis de Boedo es **la desconexión observada en el mercado residencial de CABA entre el costo de reposición técnico y los precios de oferta de unidades en pozo durante los períodos de subvaluación**. Este fenómeno —consistente con el comportamiento general observado en distintos barrios del mercado porteño— implica que la oportunidad técnica identificada por el modelo no siempre es accesible en el mercado abierto, sino únicamente mediante estructuras que permitan al inversor acceder al costo real de construcción.

Para analizar la brecha entre el costo de reposición y los precios de oferta en pozo, se seleccionó el **barrio de Caballito** como caso complementario al de Boedo. La elección responde a dos criterios: su **perfil de barrio residencial de densidad media con alta concentración de desarrollos de pozo** — características compartidas con Boedo — y la intención de verificar si la dinámica identificada en el modelo se replica en un segundo barrio representativo del mercado de CABA.

La comparación entre el Valor Costo Ajustado y el Valor Pozo Publicado para Caballito en el período 2006-2025 — ambos expresados en dólares constantes de 2025 mediante el ajuste por CPI — ilustra con precisión la ineficiencia del mercado descrita por Graham: en los períodos

de subvaluación del costo de reposición, **los precios de lista en el mercado abierto no acompañaron la caída del costo técnico**, manteniéndose en niveles significativamente superiores al valor intrínseco del activo.

Durante el ciclo 2020-2023, mientras el Valor Costo Ajustado de Caballito se ubicaba entre USD 1.718 y USD 1.877/m² — entre un 21% y un 27% por debajo del valor intrínseco de USD 2.366 — los precios de lista de unidades en pozo, ajustados por CPI a dólares constantes de 2025, se mantuvieron entre USD 3.034 y USD 3.902/m²:

Tabla 4
Brecha VCA vs Valor Pozo Publicado — Caballito (2020-2023)
Valor intrínseco Caballito: USD 2.366/m²

Año	VCA Caballito	Valor Pozo Publicado	Brecha
2020	1.768	3.902	121%
2021	1.718	3.400	98%
2022	1.877	3.124	66%
2023	1.747	3.034	74%

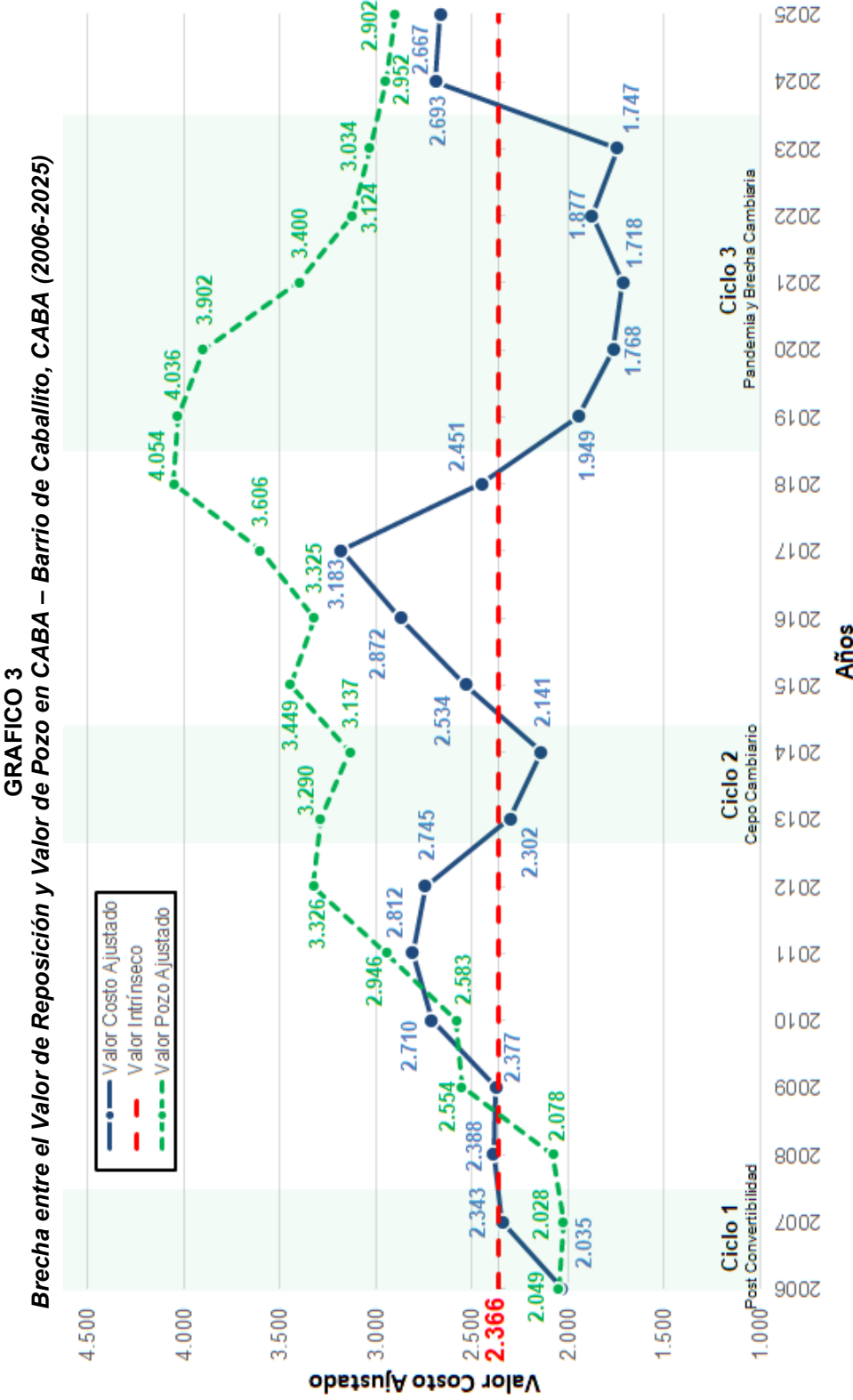
Fuente: Elaboración propia

Esta brecha —de entre el 66% y el 121%— evidencia que en el mercado abierto de pozo los precios de lista incorporaban una prima significativa respecto del costo técnico de reposición, **haciendo que la oportunidad identificada por el modelo no fuera accesible para el inversor que compraba unidades a precio de lista**. Esta rigidez a la baja de los precios de oferta responde a múltiples factores estructurales del mercado porteño —entre ellos los costos hundidos del terreno adquirido en ciclos anteriores, el efecto de anclaje psicológico en los precios de referencia y la expectativa de recuperación del ciclo—, cuyo análisis en profundidad excede el alcance de esta investigación pero constituye una línea de desarrollo futuro de interés.

Para el inversor que opera con el marco de Graham, esta rigidez no es un obstáculo sino una confirmación: cuando el precio de lista supera ampliamente el valor intrínseco técnico, el mercado abierto no ofrece margen de seguridad genuino. **La única forma de capturar la oportunidad en ese contexto es acceder al costo real de construcción (como ocurrió en el proyecto Sánchez de Loria 985 mediante la estructura de fideicomiso al costo)**.

El hecho de que un segundo barrio representativo de CABA presente ciclos de subvaluación consistentes con los identificados en Boedo refuerza la hipótesis de que el fenómeno es estructural del mercado residencial porteño y no exclusivo de un barrio particular.

La tabla completa con el Valor Costo Ajustado y el Valor Pozo Ajustado para Caballito en el período 2006-2025 se incluye en el Anexo 3.



Fuente: elaboración propia en base a Reporte Inmobiliario, INDEC (ICC) y Bureau of Labor Statistics (CPI-U)

4.4. Evaluación de la aplicabilidad del enfoque

El análisis desarrollado en este capítulo permite evaluar la aplicabilidad del modelo en distintos contextos del mercado de CABA. El caso **Sánchez de Loria 985** demuestra que, **cuando el modelo identifica una ventana de oportunidad** y el contexto macroeconómico permite materializarla, el enfoque traduce la señal técnica en un resultado concreto: **un margen de seguridad** del 35,4% en la decisión de inversión se tradujo en una **rentabilidad real** del 22,0% sobre el costo. El caso **Caballito**, por su parte, demuestra la aplicabilidad del modelo en un segundo barrio y revela una condición de borde importante: **la oportunidad técnica identificada por el costo de reposición solo es capturable mediante estructuras que den acceso al costo real de construcción**, dado que los precios de lista del mercado abierto no acompañan la caída del costo en los valles del ciclo.

En conjunto, el modelo resulta aplicable a cualquier barrio de CABA donde existan datos históricos suficientes para construir una serie de 15 a 20 años, y sus señales son confiables como punto de partida para la decisión de inversión. No obstante, su aplicación está sujeta a limitaciones que es necesario reconocer explícitamente y que se desarrollan en las Conclusiones (Capítulo 5): en particular, que el modelo no predice el futuro del mercado, no incorpora el contexto macroeconómico como variable cuantitativa, no contempla las particularidades de cada proyecto y depende de la disponibilidad y calidad de los datos.

5. CONCLUSIONES

La presente investigación partió de una pregunta concreta y práctica: **¿puede el análisis del costo histórico de construcción en dólares constituir un indicador objetivo para identificar oportunidades de inversión inmobiliaria en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires desde un enfoque de *value investing*?** La respuesta que surge del desarrollo teórico, metodológico y empírico de este trabajo es afirmativa.

El modelo propuesto —basado en la comparación entre el Valor Costo Ajustado por inflación del dólar y el promedio histórico de la serie como estimación del valor intrínseco del activo— demostró ser una herramienta objetiva, replicable y operativamente útil para identificar ventanas de oportunidad de inversión en el mercado residencial de CABA. Su aplicación al barrio de Boedo para el período 2006-2025 identificó ocho años con margen de seguridad positivo, agrupados en tres ciclos diferenciados que coinciden con los principales momentos de dislocación macroeconómica del período analizado.

5.1. Validación de la hipótesis

La hipótesis sostenida al inicio de la investigación —**que cuando el costo de construcción en dólares se ubica por debajo de ciertos umbrales históricos es posible identificar oportunidades de inversión inmobiliaria con alto potencial de rentabilidad, en línea con los principios del *value investing***— quedó confirmada tanto en el plano teórico como en el empírico.

En el plano teórico, **la adaptación de los principios de Graham al mercado inmobiliario resultó conceptualmente sólida**: el costo de reposición ajustado por CPI opera como un proxy válido del valor intrínseco del activo, y el diferencial entre ese costo y su promedio histórico constituye una medida objetiva del margen de seguridad disponible en cada momento del ciclo.

En el plano empírico, **el caso de estudio Sánchez de Loria 985 validó el modelo en un contexto real**: el proyecto iniciado en 2021 —cuando el costo de reposición del barrio (VCA) arrojaba un margen de seguridad del 34,4% sobre su valor intrínseco, y el costo de entrada específico del proyecto un margen del 23,8%— arrojó una rentabilidad del 22,0% sobre el costo real de construcción en la unidad analizada, confirmando que la ventana de oportunidad identificada por el modelo era genuina y materializable.

5.2. Hallazgos principales

El primer hallazgo relevante es la **persistencia y magnitud de los ciclos de subvaluación** en el mercado residencial de CABA. En el barrio de Boedo, durante el período 2019-2023, el Valor Costo Ajustado se mantuvo por debajo del valor intrínseco durante cinco años consecutivos, con márgenes de entre el 21% y el 37%. Esta persistencia no es casual ni exclusiva de ese barrio: es el resultado estructural de la dualidad monetaria del mercado argentino, donde los costos de construcción se generan en pesos pero los activos se transaccionan en dólares, haciendo que las devaluaciones del tipo de cambio compriman el costo de reposición en moneda dura de manera pronunciada y sostenida. Este mecanismo opera de manera sistémica en todo el mercado residencial de CABA, generando ventanas de oportunidad recurrentes que el modelo permite identificar objetivamente.

El segundo hallazgo es la **rigidez a la baja de los precios de lista** frente a las caídas del costo de reposición en el mercado residencial de CABA. Como se analizó en el caso de Caballito (Capítulo 4), durante el ciclo 2020-2023 los precios de oferta en pozo se mantuvieron entre un 66% y un 121% por encima del Valor Costo Ajustado (Ver Anexo 3), evidenciando que la oportunidad técnica identificada por el modelo no era accesible en el mercado abierto. Esta desconexión —consistente con el comportamiento general observado en distintos barrios del mercado porteño— implica que **el margen de seguridad genuino solo fue capturable mediante estructuras de fideicomiso al costo**, como el proyecto Sánchez de Loria 985.

El tercer hallazgo es la **velocidad de cierre de las ventanas de oportunidad**. La normalización cambiaria iniciada en 2025 produjo en el mercado de CABA una suba abrupta del costo de reposición que, en el caso de Boedo, llevó el Valor Costo Ajustado de USD 1.549 en 2023 a USD 2.520 en 2025 —un incremento del 62,7% en dos años— cerrando abruptamente una ventana que había permanecido abierta durante cinco años. Este comportamiento confirma la observación de Sam Zell: los períodos de subvaluación son transitorios y tienden a corregirse con fuerza una vez que las condiciones macroeconómicas se normalizan (Zell, 1976). El inversor que no actúa durante la ventana difícilmente pueda recuperar las condiciones de entrada una vez que el ciclo revierte.

El cuarto hallazgo es la **robustez del modelo como herramienta de decisión**. La aplicación del modelo al caso de estudio Sánchez de Loria 985 demostró que el margen de seguridad identificado en 2021 —del 34,4% sobre el valor intrínseco en dólares de ese año— fue consistente en distintas bases de comparación y se tradujo en una rentabilidad real del 22,0% sobre el costo final de construcción en la unidad analizada. Esta consistencia sugiere que el modelo es aplicable a cualquier barrio de CABA donde existan datos históricos suficientes para construir una serie de 15 a 20 años, y que sus señales son confiables como punto de partida para la toma de decisiones de inversión.

5.3. Limitaciones del modelo

El modelo propuesto tiene alcances precisos y limitaciones que es necesario reconocer explícitamente.

En primer lugar, **el modelo no predice el futuro del mercado**. Identifica si el costo de reposición actual está por debajo o por encima de su promedio histórico, pero no puede determinar cuándo ni en qué magnitud se producirá la próxima corrección. El inversor que usa el modelo como herramienta de decisión asume que el mercado eventualmente revertirá a su media histórica —lo que ha ocurrido en todos los ciclos analizados— pero no puede conocer el plazo de esa reversión.

En segundo lugar, **el modelo no incorpora el contexto macroeconómico como variable cuantitativa**. Como demostró el análisis de los años 2013 y 2014, puede identificar una oportunidad técnica en un contexto donde esa oportunidad no es materializable en la práctica. La lectura del contexto macroeconómico —nivel de restricciones cambiarias, actividad del mercado de pozo, acceso al crédito— es una responsabilidad del inversor que queda fuera del alcance del modelo.

En tercer lugar, **el modelo no contempla las particularidades de cada proyecto**. El Valor Costo Ajustado es una estimación promedio del costo de reposición para una tipología estándar de edificio residencial en el barrio analizado. Proyectos con tipologías atípicas, terminaciones premium, eficiencias de planta inusuales o localizaciones muy específicas dentro del barrio pueden presentar costos reales significativamente distintos al estimado por el modelo.

En cuarto lugar, **la disponibilidad y calidad de los datos es una limitación inherente al modelo**. La serie histórica depende de la continuidad y consistencia metodológica de las fuentes utilizadas —principalmente Reporte Inmobiliario— cuya cobertura sistemática para algunos barrios de CABA no siempre alcanza los 20 años propuestos por la metodología.

5.4. Líneas de investigación futura

Los resultados de esta investigación abren al menos cuatro líneas de desarrollo futuro. La primera es **la extensión del modelo a otros barrios de CABA**, construyendo series históricas comparables para distintos mercados residenciales y analizando si los ciclos de subvaluación son simultáneos o presentan desfasajes entre barrios. La segunda es **la incorporación de variables macroeconómicas al modelo cuantitativo** —tipo de cambio real, nivel de actividad de la construcción, escrituraciones— para desarrollar un índice compuesto que integre el criterio técnico con el criterio contextual. La tercera es **el análisis de rentabilidad comparada entre proyectos iniciados en años de oportunidad y proyectos iniciados fuera de esas ventanas**,

para cuantificar con mayor precisión el impacto del timing de inversión sobre el resultado final del desarrollo. La cuarta es **el análisis de la formación de precios en el mercado de pozo de CABA**, orientado a comprender por qué los precios de lista no acompañan las caídas del costo de reposición en los períodos de subvaluación y en qué condiciones esa brecha tiende a cerrarse.

5.5. Reflexión final

El *value investing* no es una fórmula mágica ni un sistema de predicción del mercado. Es, como lo definió Graham, una disciplina de pensamiento que **reemplaza la especulación por el análisis, la intuición por los datos y el miedo o la euforia por el razonamiento racional** (Graham, 1949/2019). Su aplicación al mercado inmobiliario de CABA —un mercado históricamente dominado por la intuición, la experiencia y el seguimiento de tendencias— **representa un aporte metodológico** que puede contribuir a profesionalizar las decisiones de inversión en un contexto donde la complejidad macroeconómica hace más necesaria que nunca una brújula analítica objetiva.

El mercado inmobiliario argentino no es ineficiente por excepción, sino por estructura. La dualidad monetaria, la inflación crónica y los ciclos recurrentes de devaluación generan de manera sistemática ventanas de subvaluación del costo de reposición que el análisis convencional de precios no logra identificar. Esa ineficiencia estructural es, paradójicamente, la fuente sistemática de oportunidades para el inversor disciplinado que opera con un marco analítico objetivo. El modelo propuesto en esta investigación no pretende eliminar la incertidumbre —tarea imposible en cualquier mercado— sino convertirla en una variable manejable, dotando al desarrollador y al inversor de una referencia objetiva desde la cual evaluar cada decisión.

El modelo propuesto no pretende reemplazar el juicio del desarrollador ni la experiencia del inversor. Pretende complementarlos con una herramienta que les permita responder con mayor precisión la pregunta que siempre estuvo en el centro de toda decisión inmobiliaria: **¿es este un buen momento para invertir?**

ANEXO METODOLÓGICO

A.1 Descripción del modelo

El modelo metodológico se estructura en tres pasos secuenciales que van de lo cuantitativo a lo cualitativo, y de lo general a lo específico.

Etapas 1 — Construcción de la serie histórica y cálculo del valor intrínseco

La serie histórica se construye a partir de los siguientes subpasos:

a) Hard Cost (HC)

Se releva el costo de construcción por metro cuadrado de obra de un edificio residencial en CABA para un período de 20 años, expresado en dólares corrientes al tipo de cambio libre (dólar MEP o paralelo según el período). Este valor constituye el **Hard Cost** o costo directo de construcción.

$$HC_t = \text{Costo de construcción por } m^2 \text{ de obra en USD}_t$$

Donde:

- HC = Hard Cost o costo directo de construcción
- t = año del período analizado
- USD = dólares corrientes al tipo de cambio libre (dólar MEP o paralelo) del período t

b) Soft Cost (SC)

Se estima el Soft Cost en un 45% del Hard Cost, comprendiendo todos los costos indirectos del desarrollo: honorarios profesionales, gestión municipal, derechos y tasas, administración del proyecto, dirección de obra, asesores especializados, IVA y otros impuestos.

$$SC_t = HC_t \times 0,45$$

Donde:

- SC = Soft Cost o costos indirectos del desarrollo
- $0,45$ = factor estimado de costos indirectos sobre el Hard Cost (ver justificación en A.2)

c) Costo de Construcción sin Terreno (CCST)

La suma del Hard Cost y el Soft Cost configura el **costo de construcción**, incluyendo gastos directos e indirectos.

$$CCST_t = HC_t + SC_t$$

Donde:

- $CCST$ = Costo de Construcción Sin Terreno (incluye costos directos e indirectos)

d) Costo de Construcción Vendible (CCVST)

El Hard Cost se convierte a costo por metro cuadrado vendible aplicando una incidencia estimada de espacios comunes del 25%, que refleja la proporción de superficie no vendible (circulaciones, halls, locales técnicos) respecto de la superficie total construida.

$$CCVST_t = \frac{CCST_t}{0,75}$$

Donde:

- $CCVST$ = Costo de Construcción Vendible Sin Terreno (incluye costos directos e indirectos, excluye el suelo)
- $0,75$ = proporción de superficie vendible sobre la superficie total construida
- $0,25$ = incidencia estimada de espacios comunes (circulaciones, halls, locales técnicos) sobre la superficie total

e) Incidencia del Terreno (IT)

Se releva la **incidencia del valor de la tierra** por metro cuadrado vendible en cada período.

$$IT_t = \text{Valor del suelo por } m^2 \text{ vendible en USD}_t$$

Donde:

- IT = Incidencia del Terreno por metro cuadrado vendible
- t = año del período analizado
- USD = dólares corrientes al tipo de cambio libre del período t

f) Costo Total de Reposición (CTR)

La suma de Hard Cost Vendible, Soft Cost e incidencia del terreno constituye el **Costo Total de Reposición** por metro cuadrado vendible de cada año.

$$CTR_t = CCVST_t + IT_t$$

Donde:

- *CTR = Costo Total de Reposición por metro cuadrado vendible*
- *CCVST = Costo de Construcción Vendible (sin terreno) del período t*
- *IT = Incidencia del Terreno del período t*
- *El CTR representa el costo completo de producir el activo residencial desde cero en el período t, incluyendo construcción, costos indirectos y valor del suelo*

g) Valor Costo Ajustado (VCA)

Se aplica el **ajuste por CPI** de los Estados Unidos correspondiente a cada período, llevando todos los valores a dólares constantes del último año de la serie. El resultado es el **Valor Costo Ajustado**, que es la variable central del análisis y permite comparaciones válidas entre años no distorsionadas por la inflación del propio dólar.

$$VCA_t = CTR_t \times \frac{CPI_{actual}}{CPI_t}$$

Donde:

- *VCA = Valor Costo Ajustado en dólares constantes del año base*
- *CTR = Costo Total de Reposición del período t en dólares corrientes*
- *CPI_actual = Consumer Price Index de Estados Unidos del año base de la serie (último año del período analizado)*
- *CPI_t = Consumer Price Index de Estados Unidos del período t*
- *El cociente CPI_actual / CPI_t es el factor de ajuste que elimina el efecto de la inflación acumulada del dólar entre el período t y el año base, permitiendo comparaciones válidas entre años*

h) Valor Intrínseco (VI)

Se calcula el **promedio simple** de los valores ajustados para el período de 20 años. Este promedio constituye el **valor intrínseco** del activo residencial analizado: el punto de equilibrio gravitatorio al que tiende el costo de reposición en el largo plazo, y la referencia central del modelo de identificación de oportunidades.

$$VI = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n VCA_t$$

Donde:

- *VI = Valor Intrínseco del activo residencial analizado*
- *n = número de años del período analizado (n = 20)*
- *VCA_t = Valor Costo Ajustado del período t*
- *El VI representa el punto de equilibrio gravitatorio al que tiende el costo de reposición en el largo plazo, y constituye la referencia central del modelo de identificación de oportunidades de inversión*

Fórmula polinómica completa (VI)

$$VI = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \left[\left(\frac{HC_t \times 1,45}{0,75} + IT_t \right) \times \frac{CPI_{actual}}{CPI_t} \right]$$

Esta fórmula expresa el Valor Intrínseco como el promedio de los Costos Totales de Reposición ajustados por inflación del dólar para el período de n años analizado. Cada término de la sumatoria incorpora el costo directo de construcción (HC), el factor de costos indirectos (1,45) que convierte el Hard Cost en costo total de construcción por m² de obra, el factor de superficie vendible (0,75) que lo expresa por m² comercializable, la incidencia del terreno (IT) y el ajuste por CPI.

Etapa 2 — Identificación de ventanas de oportunidad

Margen de seguridad (MS)

Una vez calculado el valor intrínseco, se compara con el Valor Costo Ajustado del período actual.

Este margen no opera como un umbral binario sino como una métrica continua: cuanto mayor es el porcentaje, mayor es la protección que ofrece ese momento del ciclo ante imprevistos, errores de estimación o movimientos adversos del mercado durante el período de construcción.

$$MS = \frac{VI - VCA_{actual}}{VI} \times 100$$

Donde:

- *MS = Margen de Seguridad del período, expresado en porcentaje*
- *VI = Valor Intrínseco (promedio histórico de la serie ajustada)*
- *VCA_{actual} = Valor Costo Ajustado del período actual*

Un valor positivo de MS indica que el costo de reposición del período t se ubica por debajo del valor intrínseco, configurando una ventana de oportunidad de inversión. Cuanto mayor es el porcentaje, mayor es la protección disponible ante imprevistos o movimientos adversos del mercado durante el período de construcción

Etapa 3 — Criterio cualitativo de contexto

La identificación de un VCA por debajo del valor intrínseco es condición necesaria pero no suficiente. El inversor complementa el análisis cuantitativo con su lectura del contexto macroeconómico (nivel de desdoblamiento cambiario, restricción financiera, actividad del mercado de pozo, acceso al crédito). Esta capa cualitativa permite dimensionar los riesgos adicionales más allá del margen de seguridad técnico.

A.2 Justificación de los parámetros del modelo

¿Por qué 20 años?

La extensión responde a tres criterios: (1) **representatividad estadística** —para que el promedio sea una estimación confiable del valor de largo plazo, la serie debe incluir múltiples ciclos completos; el período 2006-2025 incorpora al menos cuatro ciclos diferenciados—; (2) **disponibilidad y calidad de los datos** —las series con cobertura sistemática y metodología consistente en CABA tienen disponibilidad confiable a partir de mediados de la década de 2000—; y (3) **coherencia con el horizonte de inversión** —20 años es suficientemente largo para capturar el valor estructural, pero suficientemente acotado para ser relevante para el inversor actual—.

¿Por qué el tipo de cambio libre y no el oficial?

Toda la serie se expresa en dólares al tipo de cambio libre (MEP o paralelo). Primero, porque **el mercado inmobiliario de CABA opera estructuralmente en dólares libres**: las transacciones se pactan y liquidan en moneda de libre disponibilidad, con independencia del tipo de cambio oficial. Segundo, porque **el inversor objetivo del modelo opera en dólares libres**. Tercero, porque el tipo de cambio libre **refleja el costo real de construcción** desde la perspectiva del desarrollador: en los períodos de brecha, los insumos importados y los honorarios de mayor especialización se negocian a tipo de cambio libre o con referencia a él. Utilizar el tipo de cambio oficial subestimaría sistemáticamente el costo real.

¿Por qué el costo de construcción como proxy del valor intrínseco?

En el análisis de acciones, el valor intrínseco se estima a partir de flujos de fondos futuros. Trasladar ese enfoque al real estate implica trabajar con proyecciones de alquileres, vacancia y tasas de descuento, variables especialmente difíciles de estimar en el contexto argentino. El costo de construcción por metro cuadrado ofrece una alternativa más sólida porque: (1) **es observable y verificable**, sin requerir proyecciones; (2) **está estructuralmente vinculado al valor del activo**, siguiendo la lógica de Linneman (Linneman & Kirsch, 2020) de que el precio tiende a alinearse con el costo de reproducción; y (3) **es especialmente sensible al ciclo argentino**, dado que los costos se generan en pesos pero los activos se transaccionan en dólares.

¿Por qué una incidencia del 25% de espacios comunes?

En la tipología de edificio residencial de mediana escala predominante en el mercado de pozo de CABA (entre 8 y 20 pisos, plantas de 4 a 8 unidades), la relación entre superficie no vendible y superficie total construida se ubica **habitualmente en un rango del 20% al 30%, según la complejidad del proyecto**, la cantidad de unidades por planta, la presencia de amenities y el esquema de circulaciones. **El 25% adoptado representa el punto medio de ese rango**, siendo el criterio más conservador y representativo para un análisis de series históricas donde la tipología varía año a año.

¿Por qué un Soft Cost del 45% sobre el Hard Cost?

El **Soft Cost** representa el conjunto de costos indirectos necesarios para llevar adelante un desarrollo, más allá de los costos directos de construcción. Su estimación en un **45%** surge de una construcción propia basada en los componentes habituales de un desarrollo residencial de mediana escala en CABA, cuyos rangos se apoyan en referencias sectoriales:

- **Honorarios profesionales:** 8% - 10%
(arquitecto proyectista, director de obra, calculista estructural, asesores de instalaciones y especialidades). Estos porcentajes son coherentes con los aranceles orientativos publicados por el Consejo Profesional de Arquitectura y Urbanismo (Consejo Profesional de Arquitectura y Urbanismo, 2006-2025)
- **Permisos, derechos y tasas municipales:** 2% - 3%
(derechos de construcción, delineación, plusvalía urbana)
- **Comercialización:** 4% - 6%
(comisiones inmobiliarias, publicidad, renders, gastos legales del fideicomiso)
- **Administración y seguros:** 2% - 4%
(administración del fideicomiso, seguros de caución y responsabilidad civil)
- **Impuestos:** 12% - 15%
(IVA sobre materiales y mano de obra, ingresos brutos, sellos)
- **Honorario de gestión del desarrollador:** 8% - 10%

Sobre el último componente cabe una aclaración conceptual. En el mercado de pozo de CABA no existe la posibilidad práctica de adquirir una unidad sin que haya un desarrollador de por medio: el activo en pozo solo existe porque alguien asumió el rol de identificar la oportunidad, comprar el terreno, contratar a los profesionales, gestionar los permisos, estructurar el fideicomiso y organizar la preventa. Es importante distinguir entre el honorario de gestión del desarrollador —un costo real por el trabajo de coordinación, independiente del resultado, que forma parte del costo de reposición y del valor intrínseco— y la ganancia o margen del

desarrollador, que es la retribución por el riesgo empresarial y no forma parte del costo de reproducir el activo.

Esta distinción es coherente con la lógica de Graham: el valor intrínseco refleja el costo de producir el activo en condiciones normales de mercado, incluyendo la retribución de todos los actores que participan en su producción — entre ellos el desarrollador en su rol de gestor — pero **excluyendo cualquier prima especulativa o ganancia extraordinaria**.

Sumando los rangos de cada componente, el Soft Cost total se ubica entre el 36% y el 48% del Hard Cost. El **45% adoptado** en este trabajo representa un valor conservador dentro de ese rango, adecuado para un análisis de series históricas donde la tipología y escala **de los proyectos varía año a año**.

¿Por qué la incidencia del terreno se releva como dato y no se modela?

A diferencia del costo de construcción —que responde de manera casi inmediata a las variaciones del tipo de cambio, dado que sus componentes se generan mayoritariamente en pesos—, **el valor del suelo en CABA se transa en dólares** y presenta una rigidez a la baja significativamente mayor. En los períodos de devaluación, el Hard Cost medido en moneda dura cae de manera abrupta mientras que la incidencia del terreno tiende a ajustarse con mayor lentitud, lo que altera la composición relativa del Costo Total de Reposición a lo largo del ciclo. La serie construida captura este efecto porque **la incidencia del terreno se releva año a año a partir de datos de mercado** (Reporte Inmobiliario, 2006-2025), no se estima como proporción fija. Un análisis desagregado de la contribución relativa de cada componente a la variabilidad del CTR excede el alcance de este trabajo y constituye una línea de investigación futura.

¿Por qué el ajuste por CPI de los Estados Unidos y no por inflación local?

El inversor objetivo opera en dólares: su capital está denominado en moneda dura, evalúa alternativas en moneda dura y mide su rentabilidad en moneda dura. Para ese inversor, la pregunta relevante no es cuánto costaba construir en pesos constantes, sino cuánto costaba construir en dólares de igual poder adquisitivo que los de hoy. El CPI americano (U.S. Bureau of Labor Statistics, 2006-2025) **elimina el efecto de la inflación acumulada del propio dólar** y permite que un dólar de hace 20 años y uno de hoy sean comparables. Además, a diferencia de los índices de inflación argentinos, el CPI de EE.UU. es una serie de largo plazo, de publicación mensual, metodología consistente y reconocimiento internacional, lo que garantiza la auditabilidad y replicabilidad del modelo.

¿Por qué el promedio histórico como valor intrínseco?

Responde a la lógica central del **value investing de Graham**. Primero, el promedio histórico es la expresión más directa del **valor de equilibrio de largo plazo**: a lo largo de un período que incluye múltiples ciclos, el costo de reposición oscila alrededor de un valor central al que tiende a regresar; ese valor central es el promedio, consistente con la metáfora de Graham de la máquina de pesar. Segundo, es conceptualmente **superior a alternativas** como el percentil 20, que identifica mínimos extremos pero no tiene vinculación directa con el concepto de valor intrínseco. Tercero, **es transparente, replicable y fácilmente actualizable**: a medida que se incorporan nuevos años, el promedio se recalcula automáticamente, haciendo que el modelo sea dinámico.

A.3 Fuentes y construcción de la serie histórica

Costo de construcción (Hard Cost)

Puede relevarse de tres fuentes complementarias: el Índice del Costo de la Construcción (ICC) del INDEC (INDEC, 2006-2025a), expresado en pesos y convertido a dólares al tipo de cambio libre; el índice de la Cámara Argentina de la Construcción (Cámara Argentina de la Construcción, 2006-2025), con el mismo tratamiento; y Reporte Inmobiliario (Reporte Inmobiliario, 2006-2025), que publica el costo por metro cuadrado directamente en dólares al tipo de cambio libre.

Incidencia del terreno

Se relevó a partir de Reporte Inmobiliario, que publica relevamientos del valor del suelo por barrio en CABA (Reporte Inmobiliario, 2006-2025). Como referencia normativa complementaria, el Boletín Oficial de la Ciudad de Buenos Aires publica los parámetros de valuación del suelo utilizados para el cálculo de derechos de mayor edificabilidad.

Ajuste por inflación del dólar (CPI)

El Consumer Price Index de EE.UU. es publicado mensualmente por el Bureau of Labor Statistics (U.S. Bureau of Labor Statistics, 2006-2025), y permite calcular el factor de ajuste acumulado para llevar valores de dólares corrientes a dólares constantes de un año de referencia.

A.4 Criterios para definir el umbral de oportunidad

La identificación de ventanas de oportunidad se realiza mediante dos criterios complementarios.

Criterio cuantitativo: valor intrínseco

Se considera que **existe una oportunidad cuando el Valor Costo Ajustado del período se ubica por debajo del valor intrínseco** (el promedio histórico de la serie). **El margen de seguridad se expresa como el porcentaje de descuento del VCA respecto del valor intrínseco**. Cuanto mayor es ese porcentaje, mayor es la protección ante imprevistos durante la construcción. El margen no opera como umbral de exclusión arbitrario, sino como métrica descriptiva de la asimetría entre riesgo y recompensa.

Criterio cualitativo: Contexto macroeconómico

La identificación de un VCA por debajo del valor intrínseco es condición necesaria pero no suficiente. **El inversor debe complementar ese análisis con su lectura del contexto** (desdoblamiento cambiario, restricción financiera, actividad del mercado de pozo, acceso al crédito). Un horizonte de 3 a 4 años puede hacer viable una entrada en un contexto de restricciones transitorias si el inversor estima que se levantarán antes de la entrega. **El modelo provee el margen de seguridad técnico; la evaluación del contexto es responsabilidad del inversor.**

Definición final del umbral de oportunidad

Una ventana de inversión con margen de seguridad genuino queda definida como aquel período en que el Valor Costo Ajustado se ubica por debajo del valor intrínseco, generando un margen de seguridad positivo. La magnitud de ese margen es la métrica central para evaluar la calidad de la oportunidad.

ANEXO 1
Serie histórica del costo de reposición — Barrio de Boedo, CABA (2006-2025)
Valores expresados en dólares constantes de 2025 (base CPI-U). Años 2006-2007 estimados con ICC INDEC
Nota metodológica: Se utiliza para el análisis de la evolución histórica completa del período 2006-2025 y para el cálculo del valor intrínseco del barrio. El Anexo 2 presenta la misma serie ajustada a dólares constantes de 2021, al momento de la decisión de inversión del caso de estudio.

Año	Hard Cost Construcción (USD/m²)	Soft Cost 45% (USD/m²)	Costo Construcción (USD/m²)	Costo Construcción Vendible (USD/m²)	Incidencia Terreno (USD/m²)	Costo Total Reposición (USD/m²)	Indice CPI Ajuste	Valor Costo Actualizado (USD/m²)	Margen de Seguridad
2006	521	235	756	1.008	313	1.321	185	2.129	+0.8%
2007	617	278	895	1.193	329	1.522	192	2.361	-10.0%
2008	637	287	924	1.232	192	1.424	193	2.203	-2.7%
2009	636	286	922	1.229	190	1.419	197	2.145	+0.0%
2010	760	342	1.103	1.470	337	1.808	200	2.692	-25.4%
2011	815	367	1.182	1.576	307	1.883	206	2.730	-27.2%
2012	730	328	1.058	1.410	277	1.687	209	2.402	-11.9%
2013	567	255	822	1.096	316	1.412	213	1.978	+7.8%
2014	534	240	774	1.032	354	1.386	215	1.925	+10.3%
2015	673	303	975	1.300	398	1.698	217	2.333	-8.7%
2016	792	357	1.149	1.532	372	1.904	222	2.559	-19.2%
2017	832	374	1.207	1.609	451	2.060	227	2.705	-26.0%
2018	575	259	834	1.112	558	1.670	232	2.148	-0.1%
2019	428	193	621	828	486	1.314	237	1.652	+23.0%
2020	392	176	568	757	331	1.088	240	1.350	+37.1%
2021	447	201	648	864	340	1.204	256	1.402	+34.7%
2022	562	253	815	1.086	459	1.545	272	1.690	+21.2%
2023	578	260	838	1.117	350	1.468	282	1.549	+27.8%
2024	1.108	499	1.607	2.142	245	2.387	291	2.449	-14.1%
2025	1.120	504	1.624	2.166	354	2.520	298	2.520	-17.4%
VALOR INTRÍNSECO (promedio)								2.146	

Fuente: elaboración propia en base a Reporte Inmobiliario, INDEC (ICC) y Bureau of Labor Statistics (CPI-U)

ANEXO 2
Serie histórica del costo de reposición — Barrio de Boedo, CABA (2006-2021)
Valores expresados en dólares constantes de 2021 (base CPI-U). Años 2006-2007 estimados con ICC INDEC
Nota metodológica: Esta serie refleja la información disponible para el desarrollador al momento de la decisión de inversión del caso Sánchez de Loria 985. Para el análisis de la evolución histórica completa hasta 2025 y el cálculo del valor intrínseco, ver Anexo 1 (base 2025).

Año	Hard Cost Construcción (USD/m²)	Soft Cost 45% (USD/m²)	Costo Construcción (USD/m²)	Costo Construcción Vendible (USD/m²)	Incidencia Terreno (USD/m²)	Costo Total Reposición (USD/m²)	Índice CPI Ajuste	Valor Costo Actualizado (USD/m²)	Margen de Seguridad
2006	521	235	756	1.008	313	1.321	185	1.829	+1.8%
2007	617	278	895	1.193	329	1.522	192	2.028	-8.9%
2008	637	287	924	1.232	192	1.424	193	1.892	-1.6%
2009	636	286	922	1.229	190	1.419	197	1.842	+1.1%
2010	760	342	1.103	1.470	337	1.808	200	2.312	-24.1%
2011	815	367	1.182	1.576	307	1.883	206	2.344	-25.8%
2012	730	328	1.058	1.410	277	1.687	209	2.063	-10.7%
2013	567	255	822	1.096	316	1.412	213	1.699	+8.8%
2014	534	240	774	1.032	354	1.386	215	1.653	+11.3%
2015	673	303	975	1.300	398	1.698	217	2.004	-7.6%
2016	792	357	1.149	1.532	372	1.904	222	2.198	-18.0%
2017	832	374	1.207	1.609	451	2.060	227	2.324	-24.7%
2018	575	259	834	1.112	558	1.670	232	1.845	+1.0%
2019	428	193	621	828	486	1.314	237	1.418	+23.9%
2020	392	176	568	757	331	1.088	240	1.159	+37.8%
2021	447	201	648	864	340	1.204	256	1.204	+35.4%
VALOR INTRÍNSECO (promedio)								1.863	

Fuente: elaboración propia en base a Reporte Inmobiliario, INDEC (ICC) y Bureau of Labor Statistics (CPI-U)

ANEXO 3
Serie histórica y precios de oferta en pozo — Barrio de Caballito, CABA (2006-2025)
Valores expresados en dólares constantes de 2025 (base CPI-U). Años 2006-2007 estimados con ICC INDEC

Año	Hard Cost Construcción (USD/m²)	Soft Cost 45% (USD/m²)	Costo Construcción (USD/m²)	Costo Construcción Vendible (USD/m²)	Costo Terreno (USD/m²)	Costo Total Reposición (USD/m²)	Valor Pozo Publicado (USD/m²)	Indice CPI Ajuste	Valor Pozo Actualizado (USD/m²)	Valor Costo Actualizado (USD/m²)	Margen de Seguridad
2006	521	235	756	1.008	254	1.262	1.271	185	2.049	2.035	+14.0%
2007	617	278	895	1.193	317	1.510	1.307	192	2.028	2.343	+1.0%
2008	637	287	924	1.232	311	1.543	1.343	193	2.078	2.388	-0.9%
2009	636	286	922	1.229	344	1.573	1.690	197	2.554	2.377	-0.5%
2010	760	342	1.103	1.470	349	1.820	1.734	200	2.583	2.710	-14.5%
2011	815	367	1.182	1.576	364	1.940	2.032	206	2.946	2.812	-18.9%
2012	730	328	1.058	1.410	518	1.928	2.337	209	3.326	2.745	-16.0%
2013	567	255	822	1.096	547	1.643	2.348	213	3.290	2.302	+2.7%
2014	534	240	774	1.032	510	1.542	2.259	215	3.137	2.141	+9.5%
2015	673	303	975	1.300	544	1.844	2.510	217	3.449	2.534	-7.1%
2016	792	357	1.149	1.532	605	2.137	2.474	222	3.325	2.872	-21.4%
2017	832	374	1.207	1.609	815	2.423	2.745	227	3.606	3.183	-34.5%
2018	575	259	834	1.112	794	1.906	3.152	232	4.054	2.451	-3.6%
2019	428	193	621	828	723	1.551	3.212	237	4.036	1.949	+17.6%
2020	392	176	568	757	668	1.425	3.146	240	3.902	1.768	+25.3%
2021	447	201	648	864	612	1.476	2.920	256	3.400	1.718	+27.4%
2022	562	253	815	1.086	629	1.715	2.856	272	3.124	1.877	+20.7%
2023	578	260	838	1.117	537	1.654	2.874	282	3.034	1.747	+26.2%
2024	1.108	499	1.607	2.142	483	2.625	2.878	291	2.952	2.693	-13.8%
2025	1.120	504	1.624	2.166	501	2.667	2.902	298	2.902	2.667	-12.7%
VALOR INTRÍNSECO (promedio)											2.366

Fuente: elaboración propia en base a Reporte Inmobiliario, INDEC (ICC) y Bureau of Labor Statistics (CPI-U)

6. Bibliografía

Libros y artículos académicos

Graham, B. (2019). *El inversor inteligente* (I. Bengoechea, trad.; ed. rev., comentarios de J. Zweig). HarperCollins Español. (Obra original publicada en 1949)

Graham, B., & Dodd, D. (1934). *Security analysis*. McGraw-Hill.

Linneman, P., & Kirsch, B. (2020). *Real estate finance and investments: Risks and opportunities* (5.ª ed.). Linneman Associates / REFM.

Marks, H. (2011). *The most important thing: Uncommon sense for the thoughtful investor*. Columbia University Press.

Marks, H. (2018). *Mastering the market cycle: Getting the odds on your side*. Houghton Mifflin Harcourt.

Seiler, M. J., Webb, J. R., & Myer, F. C. N. (2001). Applying value investing principles to private real estate markets. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 7(1), 25–40.

Zell, S. (1976). The grave dancer. *Real Estate Issues*, 1(1).

Zell, S. (2017). *Am I being too subtle? Straight talk from a business rebel*. Portfolio/Penguin.

Informes institucionales

Brookfield Asset Management. (2010). Letter to shareholders Q2 2010 (Form 6-K). U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov>

Brookfield Asset Management. (2020). Annual report 2020. <https://www.brookfield.com>

Fuentes de datos

Banco Central de la República Argentina. (2006–2025). *Estadísticas cambiarias y monetarias*. <https://www.bcra.gob.ar>

Cámara Argentina de la Construcción. (2006–2025). *Índice del costo de la construcción*. <https://www.camarco.org.ar>

Consejo Profesional de Arquitectura y Urbanismo. (2006–2025). *Aranceles y costos profesionales*. <https://www.cpau.org>

Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2006–2025a). *Índice del costo de la construcción (ICC)*. <https://www.indec.gob.ar>

Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2006-2025b). *Índice de precios al consumidor (IPC)*. <https://www.indec.gob.ar>

Reporte Inmobiliario. (2008–2025). *Costos de construcción e incidencia del terreno en CABA*. <https://www.reporteinmobiliario.com>

U.S. Bureau of Labor Statistics. (2006–2025). *Consumer Price Index for All Urban Consumers (CPI-U)*. <https://www.bls.gov>

Artículos periodísticos

Infobae. (2023, 10 de enero). *A 21 años de la salida de la convertibilidad: resultados catastróficos, incluso cambiarios*. <https://www.infobae.com/opinion/2023/01/10/a-21-anos-de-la-salida-de-la-convertibilidad-resultados-catastroficos-incluso-cambiaros/>

Scarpinelli, L. (2015, 16 de diciembre). *Cepo cambiario: cronología de estos cuatro años de restricciones*. La Nación. <https://www.lanacion.com.ar/economia/cepo-cambiario-cronologia-de-estos-cuatro-anos-de-restricciones-nid1854739/>