



RECUADRO IV.1: SECTOR INMOBILIARIO: EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS

Tal como se destacó en el *Informe* anterior, los ciclos del sector inmobiliario han sido importantes en la gestación de vulnerabilidades financieras en muchas economías avanzadas. Si bien el desarrollo del mercado inmobiliario residencial jugó un rol fundamental en la crisis *subprime* en EE.UU., la literatura internacional ha enfatizado que, en tiempos de turbulencia financiera, la mayor exposición al sector inmobiliario comercial explicaría parte importante de las pérdidas crediticias del sector bancario (Woods, 2007; Ellis y Naughtin, 2010)^{6/}.

Debido a su relevancia para la estabilidad financiera, el objetivo de este recuadro es proveer un diagnóstico agregado de los factores de riesgo asociados al sector inmobiliario chileno—residencial y comercial.

La exposición del sistema bancario al sector inmobiliario incluye: i) créditos respaldados por propiedades residenciales (a hogares) y comerciales (a empresas e inversionistas), y ii) créditos comerciales otorgados a empresas desarrolladoras de proyectos inmobiliarios y constructoras^{7/}. La experiencia internacional indica que la exposición bancaria a créditos a desarrolladores de proyectos inmobiliarios y constructoras tiende a ser la más riesgosa. Ello, porque estos deudores serían más vulnerables al no pago ante un escenario económico desfavorable. Generalmente presentan altos niveles de endeudamiento y, a diferencia de los deudores hipotecarios, la propiedad es valorada solo como un bien de inversión y no de consumo (BCE, 2008).

La situación financiera y crediticia de estas empresas desarrolladoras depende de la fortaleza de sus indicadores económicos actuales—nivel de endeudamiento, liquidez, rentabilidad, etc.— así como de la evolución esperada del precio de las viviendas y, de manera más general, del balance de oferta y demanda esperada de propiedades. En conjunto, todo ello condiciona la rentabilidad esperada de los proyectos inmobiliarios, y por tanto su capacidad de cumplir con sus deudas.

^{6/} Se entiende por sector inmobiliario comercial al conjunto de construcciones que generan algún tipo de renta, entre ellas: oficinas, bodegas, hoteles, centros comerciales y viviendas residenciales destinadas exclusivamente al arriendo.

^{7/} En Chile, el 7% de las colocaciones bancarias totales corresponde a préstamos comerciales a desarrolladores de proyectos y empresas de la construcción, involucradas en proyectos tanto comerciales como residenciales.

Situación financiera de inmobiliarias y constructoras

Las empresas inmobiliarias y constructoras han presentado indicadores financieros coherentes con la recuperación económica luego de la crisis *subprime* y el terremoto de febrero del 2010. En particular, el nivel de apalancamiento agregado de las empresas inmobiliarias y constructoras se ha reducido desde los niveles máximos alcanzados en el período 2008-2009, y registra actualmente valores cercanos a los observados el 2006.

A diferencia de la evolución del agregado, las empresas más grandes, y que cuentan con información financiera pública, exhiben, a diciembre del 2011, una razón de endeudamiento superior al nivel pre crisis (tabla IV.4). Este mayor endeudamiento, y la fase del ciclo, han deteriorado sus indicadores de liquidez. En particular, el test ácido cayó a 1,0 vez en diciembre del 2011 desde 1,2 en el 2009. Por su parte, la rentabilidad aún no recupera sus niveles pre-crisis.

TABLA IV.4
Indicadores financieros de grandes empresas del sector inmobiliario y construcción
(veces, porcentaje)

	Promedio 2003-08	2009	2010	2011
Endeudamiento (1)	0,5	0,6	0,6	0,7
Rentabilidad (2)	11	7	10	8
Liquidez (3)	1,1	1,2	1,1	1,0

(1) Razón de deuda a patrimonio, veces.

(2) Rentabilidad sobre el patrimonio, porcentaje.

(3) Test ácido: activos corrientes menos existencias sobre pasivos corrientes, veces.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

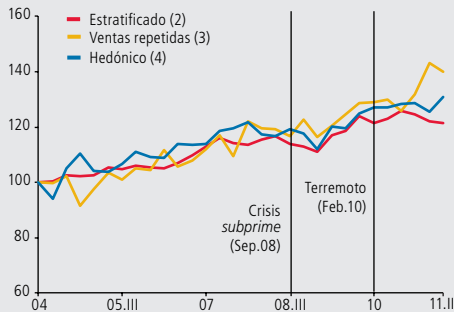
Precio de las viviendas

En el sector residencial, los índices de precio agregados para casas y departamentos presentan una alta dispersión entre distintas metodologías. Los índices estratificado y hedónico muestran una tasa de crecimiento promedio cercana al 2% real anual para el período 2008-2011, mientras el índice de ventas repetidas creció a

4% real anual en igual período, situación coherente con un mayor dinamismo en los precios de viviendas usadas (gráfico IV.15)^{8/}.

Estimaciones internas muestran que el crecimiento agregado de los índices de precios estratificado y hedónico está bastante en línea con la actividad económica y las tasas de interés de largo plazo. Tal situación no difiere significativamente para el índice de ventas repetidas.

GRÁFICO IV.15
Índice de precios reales de viviendas residenciales (1)
(índice base mar.04 = 100)



- (1) Resultados preliminares.
 - (2) Mide las variaciones de precio de diferentes tipos de viviendas, separando la muestra en subgrupos de acuerdo al avalúo.
 - (3) Se basa en cambios de precios de viviendas vendidas más de una vez.
 - (4) Controla por superficie construida, tramos de edad y calidad de la vivienda.
- Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.

La dinámica de los precios a nivel de comunas muestra un mayor crecimiento en un número acotado de localidades, las cuales, en general, corresponden a áreas de viviendas de alto valor (tabla IV.5). Estos mayores precios podrían extenderse a otras zonas en la medida en que la disponibilidad de terrenos se torne más restrictiva. La contrapartida de una oferta relativamente menor de terrenos es un mayor nivel de ajuste de los precios frente a *shocks* de demanda. En este sentido, es importante que las empresas inmobiliarias y constructoras, así como sus acreedores, internalicen esta mayor volatilidad de precios en sus decisiones de ahorro y financiamiento.

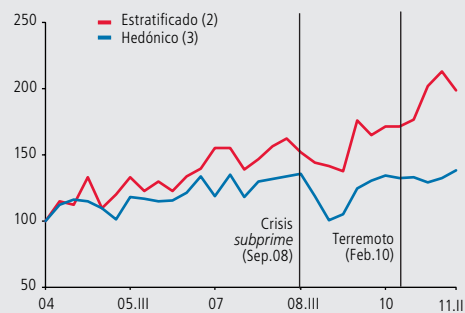
TABLA IV.5
Variación de precios reales por comunas (*)
(porcentaje)

	Mar.02-Sep.09	Sep.09-Jun.11
Santiago	-0,6	5,1
Ñuñoa	0,8	4,0
Las Condes	0,5	8,5
La Reina	2,8	10,2
La Florida	1,6	6,2
Vitacura	1,3	7,4

(*) Tasa de crecimiento anual promedio del período para el índice de precios hedónico.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII y Ferreira y Gyourko (2011).

La evidencia internacional señala que la dinámica de precios de las propiedades comerciales tiende a ser más sensible al ciclo económico que las viviendas residenciales (Zhu, 2003; Gyourko, 2009). De este modo, un escenario con condiciones económicas más débiles puede generar ajustes de precios más significativos y abruptos. En el caso del mercado de oficinas en Chile, los precios se han mantenido relativamente estables, con una tasa de crecimiento del índice hedónico cercana al 2% real anual durante el período 2008-2011 (gráfico IV.16). El índice estratificado presenta tasas de crecimiento por sobre el 8% real anual para igual período. Este aumento, sin embargo, estaría explicado por un cambio composicional del mercado, que ha experimentado el ingreso de un mayor número de oficinas de calidad y ubicación superiores, que no estaría siendo controlado por el índice estratificado.

GRÁFICO IV.16
Índice de precios reales de oficinas (1)
(índice base mar.04 = 100)



- (1) Resultados preliminares.
 - (2) Mide las variaciones de precio de diferentes tipos de propiedades, separando la muestra en subgrupos de acuerdo al avalúo.
 - (3) Controla por superficie construida, tramos de edad y calidad de la propiedad.
- Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.

^{8/} Para más detalles sobre la metodología de los índices de precios, ver Vio (2011).

Estimaciones internas muestran que el crecimiento de estos precios estarían en línea con el dinamismo económico y el nivel de las tasas de interés, y no diferirían significativamente de la evolución de los precios de arriendo. Por último, a nivel internacional, el crecimiento del valor de las oficinas en Chile es menor que en economías avanzadas que han experimentado ajustes de precios, y los precios de los arriendos son similares al promedio del conjunto de economías de la región (CBRE, 2011).

Evolución de la oferta y la demanda

La recuperación de la actividad del sector residencial ha estado en línea con las ventas. Durante el 2011, los inventarios en relación con las ventas se mantuvieron en torno a 8 meses para las casas y a 15 meses para los departamentos, valores similares a los promedios históricos de cada mercado^{9/}. Sin embargo, a finales del 2011, el ingreso de nuevos departamentos superó levemente el nivel de ventas. Si bien esta situación es puntual para el último período, y no ha elevado significativamente los inventarios, la fuerte corrección en la oferta de departamentos durante la crisis del 2008, que afectó la situación financiera de muchas empresas inmobiliarias, impone la necesidad de monitorear este indicador constantemente.

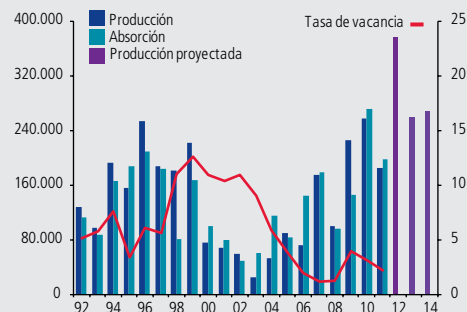
En relación con las propiedades comerciales, el sostenido dinamismo de la demanda desde el 2004 a la fecha redujo considerablemente la vacancia del sector, manteniendo una tasa de vacancia inferior al 5% del stock vigente (gráfico IV.17). Sin embargo, en base a fuentes de mercado, se espera un aumento promedio en la superficie de oficinas de 300 mil metros cuadrados por año para el período 2012-2014, pudiendo esto involucrar algún grado de ajuste en el balance de oferta y demanda del sector. El eventual aumento de los inventarios de las empresas desarrolladoras tendría consecuencias en los precios de las propiedades y/o en las tasas de vacancia de ciertas comunas. A modo de ejemplo, niveles de absorción similares al 2009 llevaría la tasa de vacancia a 8% este año. Estos ajustes podrían deteriorar considerablemente los flujos de ingresos de las empresas del sector e incrementar su probabilidad de incumplimiento^{10/}.

^{9/} Información en base a Collect.

^{10/} Un mayor rezago en la construcción —generalmente dos a tres años— y contratos de arriendo a plazo implicarían una oferta más inelástica y la presencia de ciclos de ajustes más lentos (BCE, 2008).

GRÁFICO IV.17

Oferta y demanda de oficinas
(metros cuadrados, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CBRE.

Conclusiones

En los últimos años, las empresas relacionadas al sector inmobiliario han presentado un desarrollo favorable, con aumentos acotados de los precios agregados de las propiedades, y bajos niveles de inventarios. Sin embargo, los escenarios de riesgo planteados en este Informe podrían deteriorar bruscamente las condiciones económicas y con ello aumentar la vulnerabilidad de estas empresas. Lo anterior, y considerando el aumento de la oferta proyectado para los próximos dos años, tendría consecuencias eventualmente complejas en el mercado de oficinas, implicando importantes desafíos para que no se plasmen mermas en sus indicadores financieros y su riesgo de crédito.

Finalmente, en los últimos dos años se ha generado una dinámica de alzas de precios de viviendas residenciales en ciertas comunas que no se había observado con anterioridad. En caso de persistir y generalizarse a otros sectores, se podría configurar en una fuente adicional de riesgo. Es importante que los deudores y prestamistas internalicen que las alzas de precio recientes no aseguran alzas en el futuro, en especial dado los escenarios de riesgo externos planteados en este Informe.