

Recuadro IV.1: Sector inmobiliario: implicancias para la estabilidad financiera

El sector inmobiliario es de gran relevancia en el ciclo económico, ya sea que se considere su participación en el PIB o en la cartera de diferentes agentes financieros^{11/}. La importancia de los ciclos en el sector, así como su propagación al resto de la economía, se puso de manifiesto en la crisis *subprime* en EE.UU. y en la gestación de vulnerabilidades macrofinancieras en varias otras economías en el mundo, como por ejemplo, Irlanda y España. Más aún, desde una perspectiva histórica, según Reinhart y Rogoff (2009) las cinco crisis económicas más severas han coincidido con ciclos contractivos en este sector^{12/}. De este modo, y considerando tales elementos, el objetivo de este recuadro es proveer un marco conceptual que vincule el sector inmobiliario con los riesgos que este podría implicar para la estabilidad financiera en Chile.

Desde un punto de vista de estabilidad financiera, las potenciales implicancias de los ciclos inmobiliarios, ya sea en su etapa expansiva o contractiva, dependerán de la incubación o no de un mayor riesgo de crédito de los hogares y de las empresas inmobiliarias y constructoras. En términos simples, el riesgo de crédito estará determinado por la probabilidad de que los hogares y empresas enfrenten un evento crediticio (hipotecas y créditos comerciales), y por el valor de recuperación de la deuda en dicho escenario. Esto afectará directamente a las instituciones financieras que hayan financiado a estos agentes e, indirectamente, a aquellos agentes que hayan invertido en bienes e instrumentos financieros vinculados al sector, por ejemplo, letras hipotecarias o cuotas de fondos inmobiliarios.

En el caso de los hogares, la probabilidad de no pago se relaciona con su situación financiera —endeudamiento, carga financiera, etc.— y potenciales *shocks* de empleo o gastos, entre

otros elementos^{13,14/}. En tanto, el valor de recuperación de la deuda estaría determinado simultáneamente por el valor de la garantía en relación al crédito —*Loan to Value (LTV)*— y el precio de venta esperado de la vivienda en el momento de no pago. Este último puede fluctuar por factores tales como ingreso (Girouard et al., 2006), tasas de interés (Glaeser et al., 2010), expectativas (Shiller, 2008) o, simplemente, frente a una eventual reversión de un desalineamiento del precio en relación con sus determinantes económicos. Es importante señalar que estos elementos pueden interactuar entre sí y, en consecuencia, tender a amplificar sus efectos. Por ejemplo, el riesgo de crédito podría depender del grado de colateralización de los créditos hipotecarios, o bien los precios podrían ser más sensibles a *shocks* de ingreso dependiendo del nivel de *LTV* (Almeida et al., 2005)^{15/}.

El análisis para las empresas inmobiliarias involucra, además de los factores planteados, la gestación de un potencial exceso de oferta de viviendas, lo que puede inducir, tanto a una mayor vulnerabilidad financiera de las empresas, como a mayores fluctuaciones en el precio de las viviendas. Este factor ha sido destacado por Ellis (2010) como un elemento central en el desarrollo de la crisis *subprime* en EE.UU. En efecto, según este autor la severidad de las consecuencias del ciclo inmobiliario en EE.UU. se debió a la presencia simultánea de una importante acumulación de inventarios de viviendas, un relajamiento de estándares crediticios y, por último, hogares altamente vulnerables a la reducción del precio de sus viviendas.

^{11/} La participación del sector construcción y obras de ingeniería en el PIB asciende a 6,8% al segundo semestre del 2011. Los préstamos comerciales e hipotecarios equivalen a 38,7% del stock total de las colocaciones totales de la banca en igual período. Las compañías de seguros de vida exhiben una exposición vía mutuos, letras y bienes inmuebles igual a 26,1% de sus activos totales.

^{12/} España en 1977, Noruega en 1987, Finlandia en 1991, Suecia en 1991 y Japón en 1992.

^{13/} La adquisición de la segunda vivienda, eventualmente, podría ser de mayor riesgo financiero que la primera vivienda, dada la naturaleza de uso de estas viviendas.

^{14/} El evento de no pago también puede ser de carácter estratégico. Es decir, el deudor evalúa que los costos son menores que los beneficios de cumplir con el pago de la deuda y, en consecuencia, opta por no cumplir con sus obligaciones financieras. Este componente sería relevante para el caso de EE.UU. Sin embargo, en economías tales como Chile, donde las obligaciones frente al no pago de un crédito hipotecario van más allá del bien inmueble hipotecado, es plausible que este tipo de evento sea de menor ocurrencia.

^{15/} Este efecto se asocia a hogares que basan su comportamiento en un nivel de apalancamiento fijo. De este modo, un *shock* positivo de ingreso viene acompañado de un aumento de la deuda y, a su vez, una mayor demanda por viviendas.

A continuación se analizan los factores de riesgo antes mencionados para los hogares y las empresas en Chile.

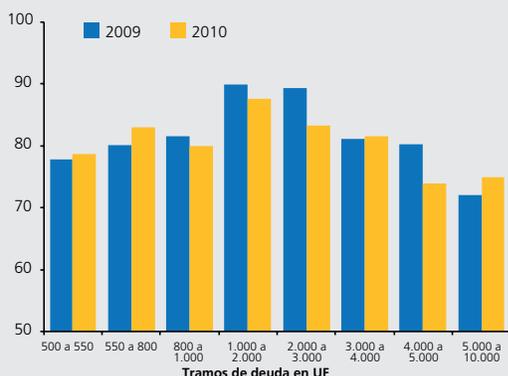
Hogares

a) Situación financiera. Tal como se analiza en detalle en el capítulo IV, no se observa un deterioro de la situación financiera de los hogares con respecto a períodos anteriores. De hecho, los indicadores de cartera vencida y mora de las deudas bancarias de consumo e hipotecaria se encuentran en niveles inferiores a sus promedios históricos, siendo estos coherentes con el ciclo de expansión de la economía chilena. En todo caso, la situación financiera de los hogares podría deteriorarse frente a un empeoramiento de las condiciones económicas en presencia de un escenario de riesgo como el descrito en el capítulo I.

b) Colateral de los créditos hipotecarios a personas (LTV). Los valores de LTV al momento de otorgarse el crédito han permanecido relativamente estables durante los últimos dos años —promedio cercano a 80%—, sin observarse variaciones significativas entre los tramos de deuda hipotecaria (gráfico IV.15). Adicionalmente, el LTV de Chile está en línea con lo observado en otras economías (FMI, 2011e). Sin embargo, es importante mencionar que el LTV al momento de originarse el crédito es solo una proxy del LTV relevante para dimensionar las pérdidas esperadas en un evento crediticio, ya que en este caso se requeriría contar con el LTV que incluya la amortización de la deuda y el valor presente de venta de la vivienda. En este sentido, futuros avances en el monitoreo del sector inmobiliario deberían considerar esta medida de LTV.

Gráfico IV.15

Razón entre crédito y valor de la vivienda (*)
(porcentaje)



(*) Incluye renegociaciones.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SBIF.

c) Precio de la vivienda. Empleando información de las transacciones de viviendas que recopila el SII, distintos índices de precios agregados exhiben un crecimiento moderado. Durante el 2010, el índice de precios estratificado creció 1,4% real anual

y el índice de ventas repetidas, 3,6% real anual (gráfico IV.16)^{16/}. Por otra parte, estimaciones internas sugieren que la trayectoria de los precios agregados observada en Chile es coherente con el dinamismo de la actividad y las tasas de interés en los últimos años^{17/}. En esta línea, el precio de la vivienda como proporción del ingreso se ha mantenido relativamente estable, situación que contrasta con el sustancial aumento observado en países que recientemente han experimentado ciclos de expansión inmobiliaria (gráfico IV.17).

Gráfico IV.16

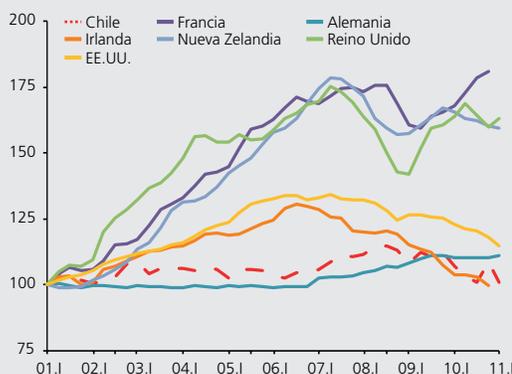
Índice de precio real de vivienda
(índice base mar.04 = 100)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información del SII.

Gráfico IV.17

Precio real de viviendas respecto al ingreso disponible (*)
(índice base mar.01 = 100)



(*) Ingreso disponible ajustado por crecimiento demográfico.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información del SII y CEIC data.

^{16/} Para detalles del cálculo del precio de las viviendas, ver Vio (2011).

^{17/} Estudios realizados con mediciones alternativas del precio de las viviendas en Chile también sugieren que su crecimiento se encuentra fuertemente vinculado a sus determinantes económicos (Sagner, 2009; Parrado, et al., 2009).

El análisis a nivel de comunas muestra que un número reducido de localidades exhiben, en lo más reciente, un aumento de sus tasas de crecimiento. Estas comunas se caracterizan por tener un nivel de densificación relativamente mayor que el promedio. Esto podría sugerir que dichas comunas se encontrarían en un proceso de expansión que enfrenta una disponibilidad de terrenos más restrictiva y, por ende, sus precios podrían ser más sensibles a las fluctuaciones de la demanda de viviendas. Sin embargo, tampoco es posible descartar que estas mayores tasas de crecimiento sean transitorias y un simple reflejo de una volatilidad relativamente alta del precio de las viviendas (gráfico IV.16). En todo caso, esta situación aún se diferencia radicalmente de la dinámica de precios observada en EE.UU. durante la crisis *subprime* (Ferreiro y Gyourko, 2011), la cual, en términos generales, se caracterizó por un aumento gradual de los precios que, finalmente, se propagó a numerosas áreas metropolitanas.

Empresas

a) Situación financiera. El mercado inmobiliario es altamente fragmentado (Feller, 2007) y, por ende, es necesario extender su análisis a un conjunto amplio de empresas. Por tal motivo, los resultados reportados en este recuadro se refieren a una muestra de más de 20 mil empresas del sector construcción y obras de ingeniería^{18/}.

Dado lo anterior, los indicadores financieros estándares no sugieren que las empresas del sector hayan enfrentado un significativo deterioro de su situación financiera en los últimos años. La razón de endeudamiento se mantuvo relativamente estable en el período 2007-10, ya sea considerando la mediana o el percentil 75 de la distribución de las empresas grandes y pymes (tabla IV.4). La rentabilidad sobre el patrimonio, si bien tiende a disminuir en el período 2007-10, registra niveles promedio aún relativamente elevados. No obstante, la rentabilidad de las pymes del percentil 25 muestra un mayor deterioro. Por último, la inspección de la tenencia de activos líquidos como proporción de los activos totales, tampoco sugiere un deterioro de la liquidez de estas empresas.

No obstante, y considerando la atomización que caracteriza el sector, no es posible descartar que empresas particulares o grupos de ellas enfrenten una situación financiera compleja. Más aún, empresas cuyas operaciones se concentren en áreas cuyos precios sean especialmente sensibles a las condiciones del ciclo económico, eventualmente, podrían encontrarse financieramente más expuestas a potenciales ciclos inmobiliarios.

Tabla IV.4

Indicadores financieros del sector construcción y obras de ingeniería (veces, porcentaje)

	2007	2008	2009	2010
Grandes (1)				
Endeudamiento (2)				
Mediana	0,89	0,73	0,82	0,65
Percentil 25	0,43	0,30	0,25	0,21
Percentil 75	1,47	1,35	1,49	1,42
ROE (3)				
Mediana	21,05	18,80	18,83	16,20
Percentil 25	8,29	7,66	5,25	3,69
Percentil 75	39,23	35,11	42,94	35,48
Pymes (1)				
Endeudamiento (2)				
Mediana	0,46	0,42	0,43	0,43
Percentil 25	0,03	0,01	0,00	0,00
Percentil 75	1,01	0,98	1,06	1,05
ROE (3)				
Mediana	39,42	34,57	19,41	23,10
Percentil 25	6,48	5,46	0,00	-0,02
Percentil 75	77,50	89,56	70,97	77,92

(1) Pymes: empresas con ventas hasta UF100.000. El resto corresponde a Grandes.

(2) Veces.

(3) Porcentaje.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información del SII.

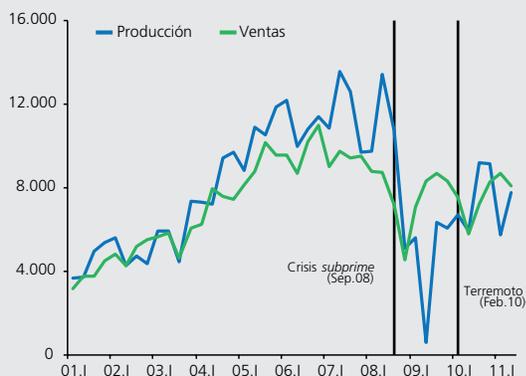
b) Balance de oferta y demanda. En el período 2005-08, la oferta exhibió sistemáticamente niveles superiores a las ventas de viviendas nuevas (gráfico IV.18). Este dinamismo, frente a la rápida contracción de la demanda durante el segundo semestre del 2008 y la relativamente mayor inercia de la oferta, elevó los meses para agotar stock a niveles muy superiores a su promedio histórico, tanto para casas (17,6 *versus* 8,5) como para departamentos (38,8 *versus* 15,2). Posteriormente, se apreció una fuerte contracción de la actividad en el sector. Esta dinámica de la oferta y demanda de viviendas se observó en gran parte de las comunas del Gran Santiago.

En lo más reciente, sin embargo, la evolución de la oferta y demanda de viviendas exhibe un patrón balanceado. Tal situación, en relación con lo observado en el período 2005-08, es favorable, ya que frente a un eventual deterioro de las condiciones económicas y, por ende, una contracción de la demanda de viviendas, el aumento de los meses para agotar el stock sería bastante menor al observado hacia fines del 2008, especialmente en el caso de los departamentos.

^{18/} Esta muestra se compone de todas las empresas del sector que declaran impuesto de primera categoría. Ver Pérez (2010) para más detalles.

Gráfico IV.18

Producción y venta de viviendas nuevas en la región metropolitana (unidades)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de Collect.

En síntesis, los factores de riesgo analizados no muestran signos de vulnerabilidad generalizados que puedan causar o amplificar un eventual ciclo inmobiliario en Chile. En particular, el riesgo de crédito de hogares y empresas se mantiene estable, el crecimiento del precio agregado de las viviendas es coherente con sus determinantes económicos, y la oferta y la demanda de viviendas exhiben un patrón de crecimiento más balanceado. Sin embargo, dada la importancia de este sector en nuestra economía, así como la evidencia internacional respecto de las graves repercusiones de las crisis inmobiliarias, es necesario realizar un constante monitoreo de estos riesgos.