

DOBLE CLICK ECONÓMICO

Más que una columna

02

2ª EDICIÓN

Desafíos del Sector Inmobiliario Residencial

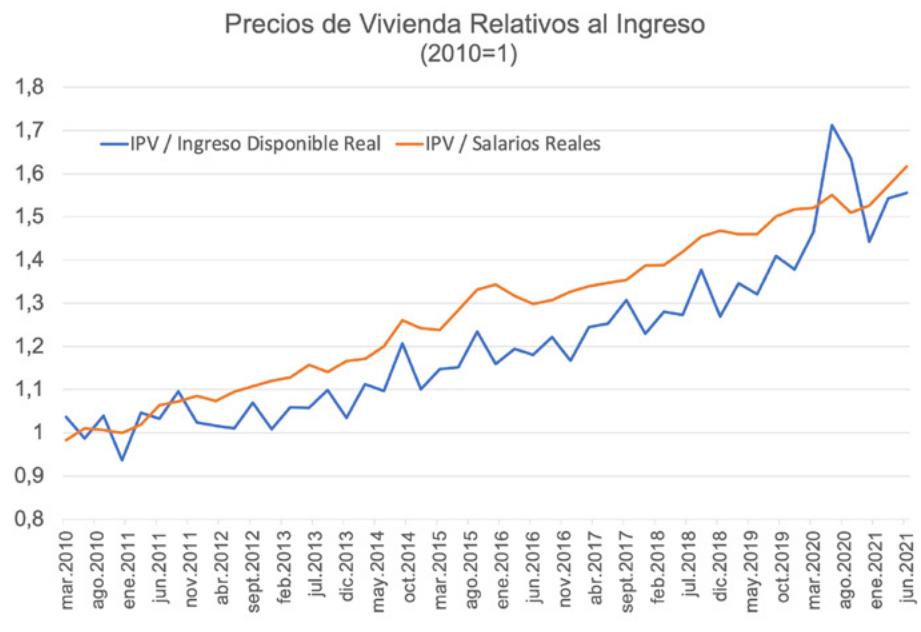
Por Kevin Cowan. PhD MIT. Profesor de Finanzas. Escuela de Negocios UAI

y Julio Riutort. PhD UT-Austin. Profesor de Finanzas. Escuela de Negocios UAI

Luego de una década de crecimiento sostenido en los precios, el sector inmobiliario sufrió un importante shock de demanda gatillado por el alza de las tasas de interés reales de largo plazo. Este shock ha generado aumentos importantes en el stock de viviendas disponible para la venta, caídas en los precios de casas y departamentos y un freno en la inversión del sector. Si bien el ajuste de demanda es inevitable dado el cambio en las condiciones financieras, es importante explorar medidas que en el corto plazo eviten una excesiva destrucción de empleos y de valor en el sector construcción e inmobiliario. En el mediano plazo se debe avanzar con cambios que potencien la oferta de viviendas, y explorar maneras de complementar y mejorar el modelo de financiamiento vía compra (la modalidad dominante en Chile) para cerrar las brechas de acceso que hoy existen, y mitigar la prociclicidad del sector.

La relevancia del sector inmobiliario

El sector inmobiliario es uno de los más relevantes en nuestra economía. La vivienda es el principal activo de la mayoría de las familias chilenas¹. El sector construcción e inmobiliario concentra el 9% del empleo, lo que lo hace el tercer sector más relevante, superado solo por comercio y manufactura². El financiamiento de la construcción y del sector inmobiliario residencial son, a su vez, una fracción importante del crédito bancario, llegando a cerca de 18% del total de las colocaciones comerciales de la banca mientras que los préstamos para la vivienda representan un 35% de la cartera total. A su vez la exposición de las compañías de seguros a la inversión inmobiliaria es cerca de un 16% de sus activos³.



Fuente: Cálculos de los autores sobre datos del BCCh e INE

Figura 1

Una década de alzas de precios

La década 2011 a 2021 se caracterizó por un alza sostenida de precios de la vivienda – medido tanto en relación al ingreso disponible como en relación al salario promedio (figura 1). Esta alza colocó a Chile dentro del conjunto de países que experimentó las mayores alzas en la razón de precios de vivienda a ingresos en este periodo (figura 2). Parte de esta alza de precios se debió a mayor demanda, impulsada por bajas sistemáticas en las tasas de interés de los créditos hipotecarios de la mano de un periodo largo de menores tasas de

¹ Encuesta Financiera de Hogares del 2021, Banco Central de Chile.

² Suma de empleo en sector construcción y actividades inmobiliarias, periodo mayo 2023 junio 2024. Fuente INE.

³ Fuente: Céspedes, L. (2024) "Entorno Macro-Financiero y el Sector Inmobiliario" presentación en seminario Sector Inmobiliario: La Urgencia de Cerrar las Brechas entre Oferta y Demanda, UAI junio 2024, y datos CMF (2024), Informe Financiero del Mercado Asegurador.

de largo plazo en Chile y los países desarrollados. También repercuten los factores demográficos como el menor tamaño de los hogares y una importante migración. Además, parte de este incremento se debió a factores de oferta, incluyendo aumentos significativas en el valor del suelo en diversas zonas del país (producto, a su vez, de la mayor demanda final), y alzas excepcionales en el costo de construcción en el periodo de pandemia y diversos factores que han ido limitando la oferta de suelo.

Las bajas concurrentes de las tasas de los créditos hipotecarios, permitieron mantener relativamente estable el valor de los dividendos para una misma propiedad a pesar de las alzas de precios. Esto se ilustra en la figura 3, que simula la evolución del dividendo de un crédito para una misma propiedad en relación a los salarios reales, manteniendo constante el plazo del crédito en 20 años, y haciendo variar el precio de la propiedad con el índice del Banco Central, y la tasa de interés con las cifras promedio de colocaciones hipotecarias.

El shock del 2021 y perspectivas de corto plazo

Las condiciones de financiamiento para la compra de vivienda cambiaron radicalmente a partir de junio de 2021. Coincidiendo con el tercer retiro de los fondos de pensiones, se produce una brusca alza en las tasas de interés en los papeles soberanos chilenos (BTU). Se inicia además un periodo de alta correlación entre las tasas soberanas en Chile y las tasas reales soberanas en EE.UU. que subieron fuertemente después del 2021. El alza en las tasas de los BTU, junto con alzas en los spreads entre los bonos privados y los públicos, y menores plazos de colocación, empujan al alza las tasas de los créditos hipotecarios, llegando a niveles similares a las observadas el año 2010. Este incremento de las tasas, junto con mayores niveles de inflación, lleva a una importante caída en la demanda, la cual solo se ha recuperado parcialmente en años posteriores.

El resultado de la caída en la demanda ha sido un freno en los créditos hipotecarios, un alza importante en los inventarios de vivienda, ajustes en los precios de venta y deterioros en las condiciones crediticias de empresas inmobiliarias y constructoras (ver figura 4 y 5). Como resultado de este exceso de stock, se han frenado nuevos proyectos inmobiliarios, deprimiendo la inversión y el empleo.

Ajuste... pero no sobrereacción

Parte del ajuste que estamos viendo es inevitable. Frente a los incrementos de las tasas reales de largo plazo, es esperable un ajuste a la baja en la demanda y ajuste de precios. Esto ocurre tanto para quienes buscan comprar una primera vivienda, como para quienes compran viviendas como inversión. Lo que debe tratar de evitarse es una sobrereacción, donde el aumento del stock de viviendas, principalmente las terminadas, lleve a caídas excesivas de precios que afecten la inversión. Ello requiere de financiamiento de corto plazo a las compañías para que puedan gestionar su inventario, y a la vez, potenciar la demanda final vía estructuras de financiamiento innovadoras, subsidios y reducciones tributarias transitorias⁴. En el mediano plazo, es prioritario volver a profundizar el mercado de capitales, para potenciar el financiamiento de largo plazo de bancos y otros intermediarios. Es también importante avanzar en aumentar la productividad del sector construcción para reducir costos y plazos de construcción, reduciendo así el riesgo de ciclos extremos como el experimentado el año 2021 y generando la oferta necesaria para abordar la falta de acceso a vivienda de muchas familias.

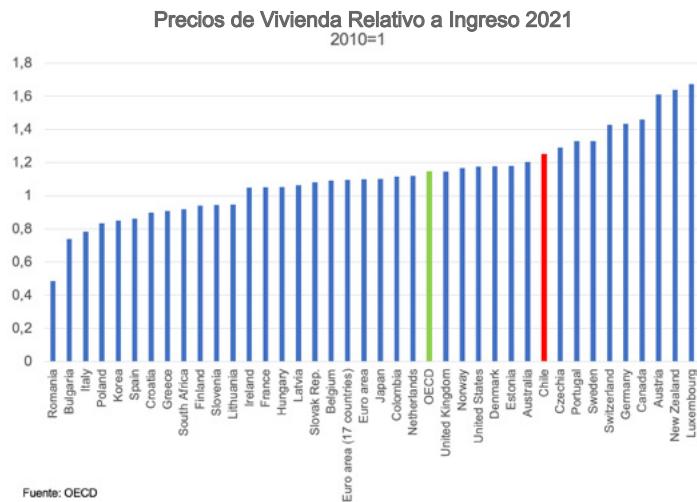


Figura 2



Figura 3

⁴ La baja de la TPM ha rebajado el costo del crédito comercial. Por su parte, el gobierno ha implementado una serie de medidas de apoyo al sector, incluyendo garantías para las constructoras y empresas inmobiliarias, garantías para el crédito hipotecario y un conjunto de beneficios tributarios. Por otra parte, se han ajustado al alza los subsidios para la adquisición de viviendas. En paralelo, el Banco Central y la Superintendencia de Pensiones modificaron los límites de inversión de las AFP y autorizaron la inversión en Títulos Representativos de Mutuos Hipotecarios. Para un catastro completo de las medidas, ver Puentes (2024), "Políticas de Apoyo al Sector Inmobiliario y Construcción", presentación en seminario Sector Inmobiliario: La Urgencia de Cerrar las Brechas entre Oferta y Demanda, UAI junio 2024.

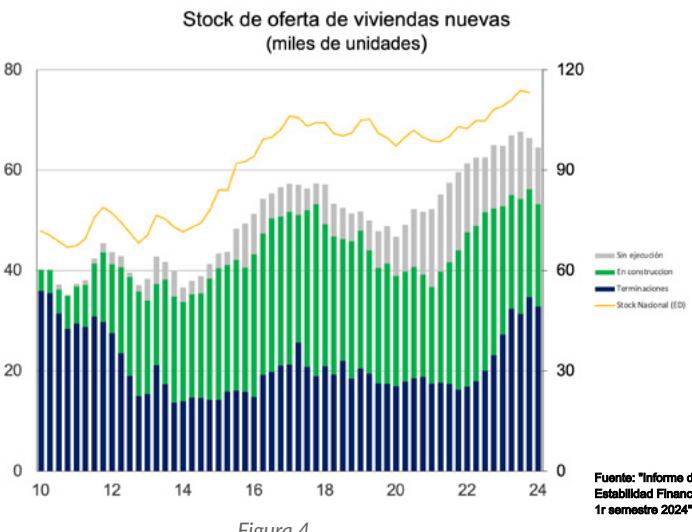


Figura 4

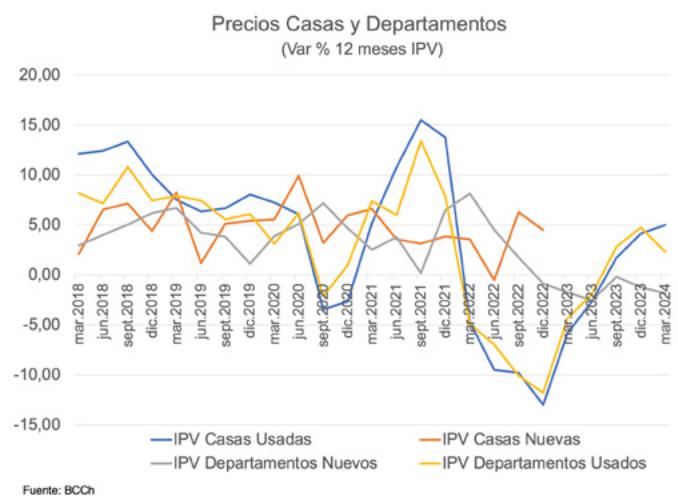


Figura 5

BOTTOM LINE

El sector inmobiliario está pasando por una situación desafiante. El cambio brusco en las condiciones de financiamiento para la compra de viviendas de mediados del 2021 ocurrió luego de una década de alza de precios de casas y departamentos. El resultado fue un incremento en la carga financiera de los créditos que afectó fuertemente la capacidad de los hogares de acceder a una vivienda. El mercado se está ajustando a estas nuevas condiciones con ajustes de precios en varios segmentos, y bajas en la inversión y empleo del sector. La prioridad, en el corto plazo, debiese ser evitar un ajuste excesivo que impacte en el empleo y la inversión. En el mediano plazo, se debe avanzar en aumentar la oferta de viviendas a precios asequibles, incrementando la productividad, mejorando la gestión del territorio y aumentando la eficiencia y certeza de la regulación. En paralelo, debemos analizar como perfeccionar los mecanismos existentes de financiamiento de viviendas y revertir la pérdida de profundidad del mercado de capitales.



SOBRE UAI Y LA ESCUELA DE NEGOCIOS

Con 70 años de trayectoria, la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez es una de las más prestigiosas de Chile y un referente en la formación de líderes empresariales de Latinoamérica. Su excelencia está respaldada por su triple acreditación internacional (Equis, AMBA y QS), única en el país, y por la alta calidad de sus posgrados, MBAs y cinco carreras de pregrado. Su destacado cuerpo académico contribuye con investigación de alto nivel, donde destaca el ámbito de la economía y finanzas.

SOBRE ICARE

ICARE es una corporación privada sin fines de lucro e independiente de intereses gremiales y políticos, fundada en 1953 por empresarios y profesionales vinculados a diversos sectores de la actividad económica nacional con el propósito de promover la excelencia empresarial en el país. Proporciona a los niveles directivos información relevante sobre el medio nacional e internacional, facilitando la comprensión y oportuna evaluación de las fuerzas que mueven los mercados y las tendencias que influyen en el funcionamiento de las empresas. Además sirve de punto de encuentro para la reflexión sistemática sobre la gestión empresarial y su enfoque presente y futuro.