

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de  
Alejandro Vera y Liliana Ordóñez

Febrero 19 de 2014

## Elementos para analizar las burbujas hipotecarias: Los casos de Gran Bretaña vs. Colombia

El debate sobre la existencia de una posible burbuja hipotecaria en Colombia requiere algunas aclaraciones conceptuales. Si se define la existencia de una burbuja hipotecaria, de forma simple, como el desbordamiento de los precios de la vivienda (nueva y usada) respecto del ingreso real de los hogares; no cabe duda que el mercado inmobiliario colombiano satisface tal definición al realizar las comparaciones del caso durante el horizonte 2005-2014. En efecto, la inflación hipotecaria, tanto en vivienda usada (8.5% anual) como en vivienda nueva (7.4% anual), ha crecido muy por encima del ingreso total (5.4% anual del PIB-real), ver *Comentario Económico del Día* 23 de enero de 2014.

Ahora bien, las formas y orígenes de dichas burbujas hipotecarias cambian históricamente, pero no por ello dejan de ser burbujas especulativas. Por ejemplo, la burbuja hipotecaria inflada durante el período 1993-1997 tuvo la doble característica de: i) apalancarse en el crédito bancario (llegando a representar 10% del PIB); y ii) generarse a través de esquemas especulativos a nivel de los constructores, más que de los propietarios de terrenos. Por contraste, la actual burbuja hipotecaria (2011-2014) tiene características diferentes: i) al no apalancarse en crédito hipotecario (hoy solo 4% del PIB), pues no tiene “potencial sistémico”, pero una destorcida de precios (por invalidación de la demanda) acarrearía pérdidas agudas en los activos de los inversionistas en finca raíz; y ii) su componente especulativo se ha fundamentado en los “terratenedores” y no en los constructores, dados los choques regulatorios que han agudizado la escasez de tierra urbanizable, especialmente en Bogotá (ver gráfico 1 y *Comentario Económico del Día* 12 de diciembre de 2013).

Curiosamente, estos choques contractivos en el lado de la oferta de vivienda se han visto exacerbados por incrementos temporales en la demanda, tales como la liquidación de portafolios de renta variable para moverse hacia “tejas-ladrillos” (efectos del anuncio del “*tapering*” desde mayo del 2013) y por incrementos en subsidios públicos a la tasa de interés hipotecaria.

Analizar el caso del Reino Unido resulta relevante para Colombia, con el fin de entender cómo no se deben hacer las cosas en este frente hipotecario. Allí, sin haber resuelto aun los daños sistémicos al sector financiero, resultante de la crisis hipotecaria del período 2008-2011, ahora (2013-2014) se está

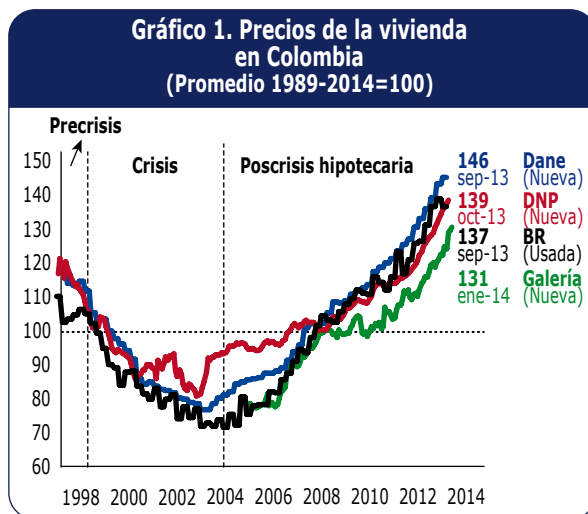
Continúa

Director: Sergio Clavijo  
 Con la colaboración de  
 Alejandro Vera y Liliana Ordóñez

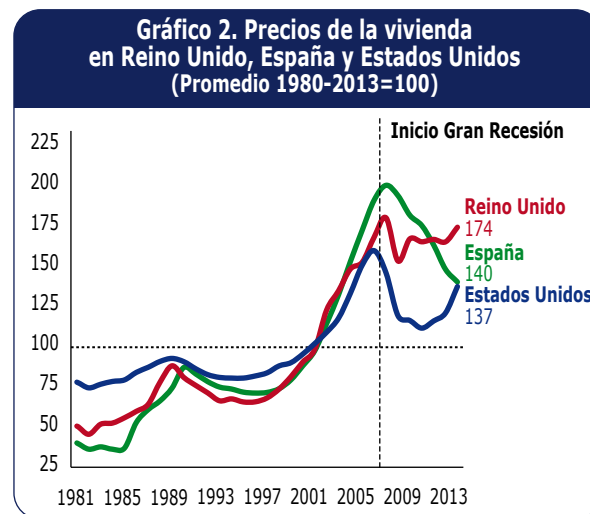
presentando una nueva escalada de precios de vivienda. Actualmente, los niveles de precios en el Reino Unido (especialmente en vecindades de Londres) supera en un 74% su promedio histórico (ver gráfico 2). Nótese el contraste con Estados Unidos, donde el desfase se ha reducido a sólo el 37% e inclusive en España está cerca del 40%, después de haber llegado a +100%.

Es claro que Londres padece un problema estructural en la oferta de tierra necesaria para ser urbanizada, algo similar al caso de Bogotá, especialmente después del POT-Petro del 2013. El gobierno británico, desde 1940, se enfrascó en un esquema que buscaba restringir la expansión urbana con la buena intención de preservar los denominados “cinturones verdes”. Sin embargo, el resultado ha sido que la clase media y los más pobres han sido “expulsados” de la ciudad y, de hecho, hoy son los inmigrantes ricos quienes pueden pagar semejantes precios. Lo anterior se ve agravado por: i) un crecimiento en la oferta de habitaciones (108.000 casas nuevas) que resulta inferior a la creación de nuevos hogares (221.000); y ii) otorgamiento de subsidios hipotecarios (“*help to buy*”), lo cual valida por el lado de la demanda los elevados precios (ver *The Economist*, enero 11 de 2014).

En síntesis, una definición simple de burbuja hipotecaria (precios que superan de forma significativa la capacidad adquisitiva del grueso de los hogares) nos indica que tanto Colombia como Reino Unido deben estar atentos a los potenciales problemas que generan la escasez de terrenos urbanizables y el marco regulatorio que no ayuda a solventar la situación. Lo peor que se puede hacer, en uno y otro caso, es agravar la situación avivando la demanda a través de mayores subsidios públicos a las tasas hipotecarias. Recordemos que ese fue uno de los grandes errores de “fannie-freddy-mac” durante 1995-2005, hasta que estalló la burbuja pos-Lehman, con graves consecuencias durante 2008-2013. Si bien en el caso de Colombia no están a mano riesgos sistémicos, por no estar apalancada en créditos hipotecarios, una destorcida de la misma generaría importantes pérdidas de valor a sus inversionistas (directamente) y, por supuesto, dañaría la buena dinámica económica que Anif está visualizando para 2014-2015.



Fuente: cálculos Anif con base en DNP, Banco de la República, Dane y Galería Inmobiliaria.



Fuente: cálculos Anif con base en The Economist.