

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Marzo 7 de 2019

Con la colaboración de Nelson Vera, Juan Joya, Daniel Beltrán y Carlos Camelo

Vacancia y rentabilidad inmobiliaria en Colombia

Al margen del reciente viraje hacia posturas más “pacientes” en el ritmo de incremento de las tasas de interés del Fed, la retracción monetaria global de 2016-2018 ha venido afectando sectores sensibles a dicho encarecimiento del financiamiento en países desarrollados. Ello ha sido particularmente evidente en el caso del ciclo hipotecario en Estados Unidos, donde el incremento en los costos de financiamiento (actualmente rondando niveles del 4.6% en las hipotecas a 30 años vs. 3.5% un par de años atrás) ha implicado contracciones en las ventas de vivienda en el rango -6% a -8% anual durante el segundo semestre de 2018. Ello podría implicar una moderación en la trayectoria de los precios de la vivienda, probablemente hacia expansiones más cercanas al 2-3% real-anual durante 2019 vs. el 5% anual observado al cierre de 2018.

En dicha etapa “añeja” del ciclo hipotecario americano, debemos recordar que la valoración de los inmuebles suele determinar su precio de venta y/o sus cánones de arrendamiento, estos últimos usualmente a tasas del 1% mensual en épocas de auge y del 0.3% en épocas de crisis respecto de su valor comercial (ver *Comentario Económico del Día* 18 de febrero de 2016). Estos cánones tienden a interpretarse como valores de retorno real (del orden del 12% anual en auge o del 4% anual en crisis), suponiendo que el inmueble se valoriza por lo menos al ritmo de la inflación (en promedio anual).

Ahora bien, una variable clave en la fase de ajuste bajista del ciclo inmobiliario es la llamada “vacancia”: el porcentaje de la oferta total de inmuebles que se encuentra vacíos en un período de tiempo. En este caso, ante la presencia de vacancia, el propietario no solo deja de recibir la renta del inmueble, sino que también debe asumir todos los gastos operativos del mismo (administración, etc.), aparte del pago del predial que le corresponde.

En Colombia, el sector inmobiliario ha tenido un par de años complejos, dado el evidente rasgamiento de la bur-

buja hipotecaria (afortunadamente no apalancada) que se inflara durante 2005-2015, siendo ello la contraparte no-transable del *boom* petrolero y los daños colaterales de la Enfermedad Holandesa (ver *Informe Semanal* No. 1395 de enero de 2018). Dicho rasgamiento ha implicado contracciones promedio en el PIB de edificaciones del orden del -2.1% durante 2017-2018, dados los evidentes excesos de oferta no solo en las edificaciones residenciales (particularmente en estratos altos), sino en otros usos como oficinas y comercio. Si bien las recientes cifras del Dane del cierre de 2018 muestran algún repunte (completando leves expansiones del +1% en el año como un todo), habrá que monitorear cómo rima todo esto con las consistentes contracciones en las ventas hipotecarias.

Como en cualquier ciclo hipotecario, las variables de ajuste han sido los precios y el incremento de las vacancias. Por ejemplo, si bien se han observado moderaciones en el ritmo de incremento de los precios de la vivienda hacia niveles en el rango 2-5% real-anual durante 2018 (vs. lecturas superiores al 10% real de años anteriores), purgar esos excesos de inventarios-hipotecarios probablemente requiera expansiones cuasi-nulas en términos reales durante buena parte de 2019-2020. Todo ello teniendo en cuenta que dichos precios se han estabilizado en niveles elevados cercanos a un 27% real por encima de su promedio histórico durante 2017-2018.

En materia de vacancias se ha observado que, en la franja de oficinas, se evidencian deterioros en Bogotá hacia niveles del 19% en la vacancia total (17% estructural) al cierre de 2018 vs. niveles del 9% en 2013 (5% estructural). Cabe anotar que, en este análisis, la vacancia total se refiere al total de inmuebles vacíos dentro de la oferta generada entre diciembre de 2008 y diciembre de 2018, mientras que la vacancia estructural es el mismo porcentaje sobre el total de proyectos hasta agosto de 2018 (es decir, excluyendo la vacancia de proyectos recién abiertos). Recientemente, esta dinámica en las vacancias se ha visto ligeramente mo-

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera, Juan Joya, Daniel Beltrán y Carlos Camelo

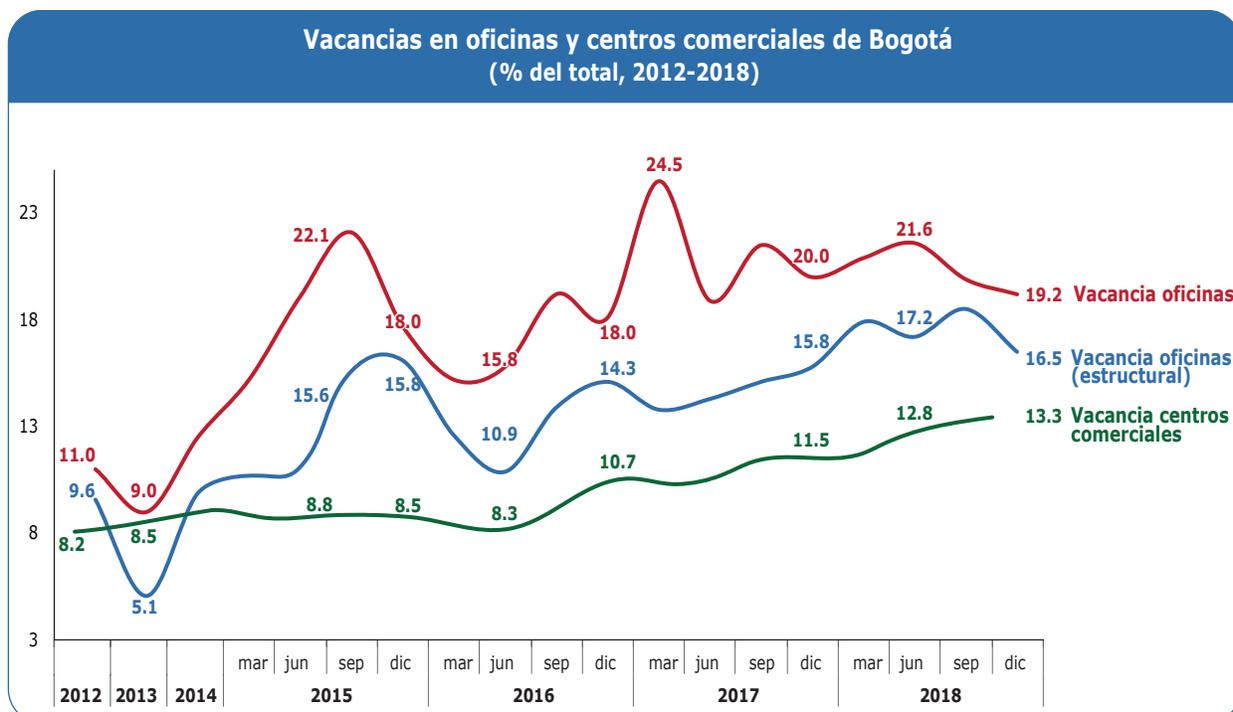
rigerada por la demanda de oficinas por parte de entidades públicas, como consecuencia de la demolición del Centro Administrativo Nacional (CAN). Sin embargo, durante 2019, se espera la entrega de unos 350.000m² de oficinas, lo cual podría retrasar el ajuste de este segmento del mercado (siendo ello consistente con el aumento en las licencias de oficinas a ritmos del +50% anual recientemente).

Dichas vacancias también han venido aumentando hacia picos del 13% en el frente comercial de Bogotá al cierre de 2018 (vs. el 9% promedio quinquenal), donde no es raro encontrar locales vacíos en centros comerciales tradicionales como Andino o Unicentro (otrora algo impensado). Dicha sobre-oferta de centros comerciales es aún más marcada en las ciudades intermedias, llegando las vacancias a niveles tan altos como el 20% en Neiva, Valledupar y Villavicencio.

Algunos arriendos no residenciales todavía crecen sus cánones de arrendamiento cerca del IPC, pero ello se debe a la elevada indexación de contratos antiguos. En cambio, los nuevos proyectos en arriendo están teniendo que ajustarlos a la baja para enfrentar la tendencia alcista en la vacancia. A este respecto cabe recordar que un aumento de vacancias del orden del 2% termina reduciendo en 25 puntos básicos la rentabilidad de los inmuebles no-residenciales. Esto quiere decir que los actuales niveles de vacancia-

estructural cercanos al 17% (tan solo levemente inferior al 18% observado en la crisis de Lehman) han reducido la rentabilidad de algunos de esos proyectos inmobiliarios hacia valores cercanos al 10-11% real-anual vs. su promedio histórico cercano al 12% real (suponiendo que el inmueble mantiene su valor real).

En síntesis, si bien los recientes repuntes en las cifras del PIB edificador a ritmos del +1% durante 2018 (vs. el -5% de 2017) dan cuenta del esperado rebote del sector de cara a 2019, aún restan ajustes de consideración en los rubros clave de precios y vacancias inmobiliarias. Probablemente, cimentar recuperaciones del sector a tasas del 3% en 2019 requerirá alguna moderación adicional en los ritmos de incrementos de los precios de la vivienda (hacia expansiones reales nulas), con miras a purgar las mencionadas vacancias - excesos de oferta de estratos altos, oficinas y comercios. Adicionalmente, habrá que monitorear los efectos negativos del marchitamiento de los subsidios públicos a la tasa de interés (dada la estrechez fiscal) y los ruidos normativos provenientes del Imptoconsumo a las propiedades con precios superiores a \$918 millones (según lo mandado en la Ley 1943 de 2018). En este frente, no luce claro aún el efecto compensador del multiplicador económico de los programas de *leasing*-Semillero de Propietarios o de mejoramiento "Casa-Digna Vida-Digna".



Fuente: elaboración Anif con base en Galería Inmobiliaria.