

Informe Coyuntura Sectorial

¿BURBUJAS EN EL MERCADO DE VIVIENDA? EVIDENCIA PARA COLOMBIA Y EL MUNDO



¿Burbujas en el mercado de vivienda? Evidencia para Colombia y el mundo

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones
Económicas

Juan.pardo@corficolombiana.com

- A nivel internacional el precio de la vivienda ha venido creciendo de forma importante durante la última década. Los registros de 2021 y primeros tres trimestres de 2022 evidencian las tasas de expansión más elevadas desde la crisis financiera de 2008.
- De acuerdo con los datos de la Reserva Federal de Dallas, en 2022 para una muestra que incluye 24 países, 10 registran presencia de burbujas inmobiliarias.
- La política monetaria es el principal determinante de la formación, duración y colapso de burbujas en el mercado de vivienda. Esta formación es preocupante pues su colapso trae numerosas implicaciones sobre la estabilidad macroeconómica y financiera.
- En Colombia los precios de la vivienda durante la pandemia no crecieron de forma exuberante debido a factores de oferta que contribuyeron a mitigar las presiones de demanda.
- Desde el primer trimestre de 2022, los precios de la vivienda han registrado una desaceleración marcada en Colombia como resultado del aumento de las tasas de interés, la inflación y el agotamiento de los programas de subsidios gubernamentales.
- No encontramos presencia de burbujas en el mercado inmobiliario agregado de Colombia durante 2022. Para Bogotá, Medellín y Cali la conclusión es la misma.
- Es posible que durante los siguientes meses entremos en una escena de disminución de precios de la vivienda a nivel mundial. No obstante, se espera que las consecuencias de una corrección inmobiliaria no sean comparables a la crisis financiera de 2008.

A nivel internacional el precio de la vivienda ha venido creciendo de forma importante durante la última década. De acuerdo con los datos del Banco para Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés), el índice global del precio real de la vivienda ha presentado crecimientos anuales desde el año 2012 y los registros de 2021 (4,7% a/a) y primeros tres trimestres de 2022 (3,7% a/a), evidencian las tasas de expansión más elevadas desde la crisis financiera de 2008.

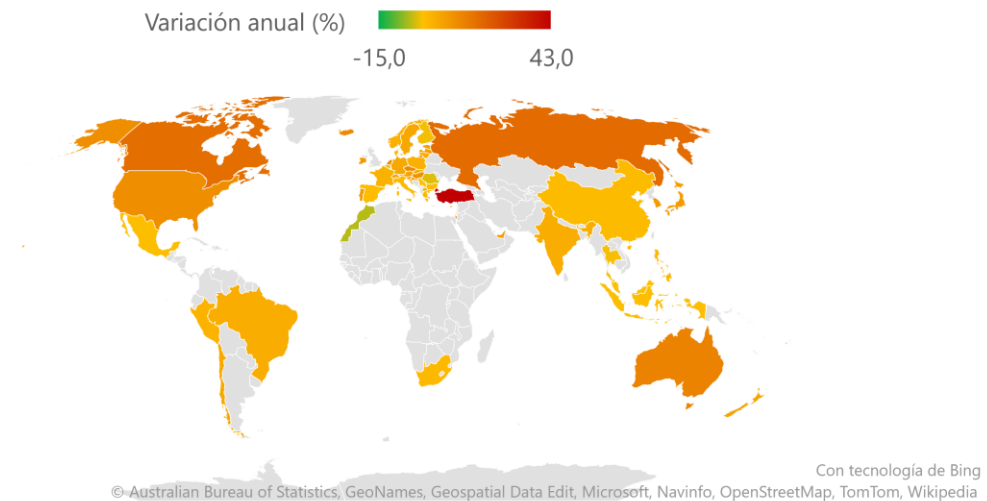
De una muestra de 58 economías, 49 presentaron crecimientos anuales reales en los precios durante los primeros tres trimestres de 2022, siendo los países desarrollados los que reportaron los mayores aumentos (Gráfico 1). A raíz de esto, surge la discusión sobre la posible formación de burbujas¹ en el mercado inmobiliario.

Según el indicador de exuberancia² de los precios de la vivienda de la Reserva Federal de Dallas, para los tres trimestres de 2022 en una muestra que incluye 24 países, cerca del 40% registran presencia de burbujas inmobiliarias (10 países en total). Se destacan por sus altos resultados Estados Unidos, Canadá, Alemania, Luxemburgo y Países Bajos.

¹ Según Brunnermeier (2008), las burbujas son períodos donde el precio del activo se desvía sostenidamente de su valor fundamental, debido a las expectativas de los participantes del mercado sobre un aumento futuro en su precio. Es decir, períodos en donde existe un desalineamiento entre el precio de un activo y los fundamentales que lo determinan. Para efectos de este editorial, se considera un período de comportamiento explosivo igual o mayor a 6 meses -como en Gomez et al. (2018).

² Estas estadísticas detectan períodos de exuberancia durante los cuales los precios de la vivienda (o las relaciones entre el precio de la vivienda y sus fundamentales) muestran un comportamiento explosivo. En este sentido, puede ocurrir un comportamiento de precios exuberante o explosivo cuando los precios de la vivienda no se basan en los fundamentales del mercado inmobiliario, por lo que estos indicadores brindan una señal útil de desalineaciones y son herramientas poderosas para monitorear el precio saludable de la vivienda.

Gráfico 1. Índice del precio real de la vivienda (primeros nueve meses de 2023)



Fuente: BIS. Cálculos: Corficolombiana.

Esta formación de burbujas es preocupante pues su colapso trae numerosas implicaciones sobre la estabilidad macroeconómica y financiera. La literatura ha demostrado que el colapso de burbujas en el precio de la vivienda reduce los niveles de consumo, con implicaciones directas sobre la riqueza de los hogares y ocasiona pérdidas no anticipadas sobre los prestatarios³. Además, su materialización produce deterioros de la cartera y contrae el poder adquisitivo de los agentes de la economía, de modo que se entra en una espiral que pone en riesgo la actividad productiva.

Según la literatura, la política monetaria es el principal determinante de la formación, duración y colapso de burbujas en el mercado de vivienda⁴, por lo que el contexto de bajas tasas de interés durante la última década es clave para entender esta dinámica alcista y persistente. Siguiendo el mismo argumento, la subida sincronizada de tasas de interés a nivel mundial durante el último año parece haber tenido un efecto importante sobre la corrección de precios, fenómeno que ya se está presenciando en países como Canadá, Luxemburgo y Países Bajos. No obstante, aún sus implicaciones macroeconómicas no son claras.

Precios de la vivienda en Colombia

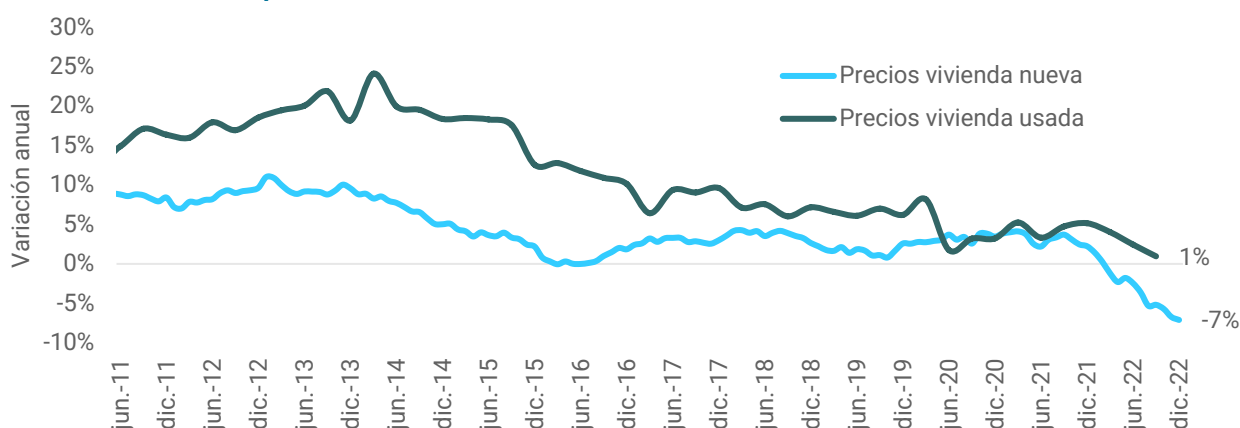
A diferencia de Canadá, Turquía o Australia, **los precios de la vivienda en Colombia durante la pandemia no crecieron de forma exuberante.** De acuerdo con el Banco de la República (2022)⁵, el comportamiento de los precios fue resultado de un mayor balance entre la oferta y la demanda. Al igual que en el contexto global, el fuerte incremento de la demanda por vivienda también se observó en el mercado inmobiliario colombiano. Sin embargo, 1) los altos niveles de inventarios, en el caso de la vivienda no VIS y 2) la mayor construcción de VIS como respuesta a los subsidios ofrecidos por el Gobierno, fueron factores de oferta que contribuyeron a mitigar las presiones de demanda.

³ Case, K. et al. (2005). Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market. *Adv. Macroecon.* 5 (1), pp. 1534-6013

⁴ Gomez, J. et al. (2017). I know what you did during the last bubble: Determinants of housing bubbles duration in OECD countries. Borradores de Economía No. 1005. Banco de la República de Colombia.

⁵ Banco de la República (2022). Comportamiento reciente del mercado de vivienda. https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10301/IPM_R1_ABR_2022.pdf?sequence=8&isAllowed=y

Gráfico 2. Índice del precio de la vivienda



Fuente: Banco de la República. Cálculos: Corficolombiana.

Desde el primer trimestre de 2022, los precios de la vivienda han registrado una **desaceleración marcada en el país** (Gráfico 2). Lo anterior como resultado del aumento de las tasas de interés por parte del Banco de la República, el comportamiento de la inflación y su impacto negativo sobre el ingreso disponible, y el agotamiento de los programas de subsidios gubernamentales.

¿Presencia de burbuja en Colombia y sus principales ciudades?

Realizamos la estimación para detectar la presencia de burbujas en Colombia y sus principales ciudades bajo las dos métricas que utiliza la literatura comúnmente. **Según nuestras estimaciones, no se encuentran burbujas en el mercado inmobiliario agregado de Colombia durante 2022.**

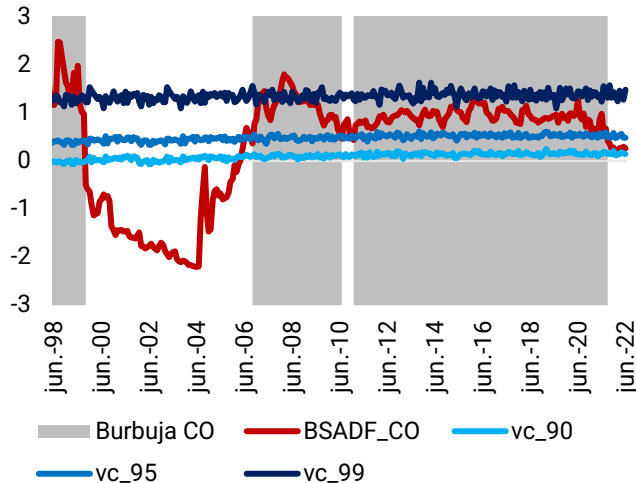
Según el ratio precio-renta, durante gran parte de la pandemia (hasta octubre de 2021) se confirma la presencia de burbujas en el mercado de vivienda a nivel nacional. Sin embargo, el alza de tasas de interés por parte del Banco de la República parece haber tenido un efecto importante sobre la reducción de precios y, por consiguiente, sobre la ruptura de la burbuja⁶. Por su parte, tomando como referencia el componente no fundamental, no hay evidencia para confirmar la existencia de burbujas desde la crisis subprime de 2008 (ver Gráfico 3 y Gráfico 4).

Cuando se hace el cálculo por ciudad se puede concluir que, a partir del ratio precio-renta hay evidencia estadística para afirmar que, durante la crisis de la pandemia en 2020, y su posterior recuperación en 2021, hubo presencia de burbujas en Bogotá, Cali y Medellín. No obstante, a excepción de Medellín, desde mediados de 2022 las burbujas en Bogotá y Cali se han ido desinflando. Haciendo uso del componente no fundamental, no hay evidencia suficiente para concluir acerca de la existencia de burbujas durante el mismo período de tiempo en las tres ciudades⁷ (Tabla 1).

⁶ En caso de haberse formado una burbuja, aún las implicaciones macroeconómicas de su ruptura no son claras.

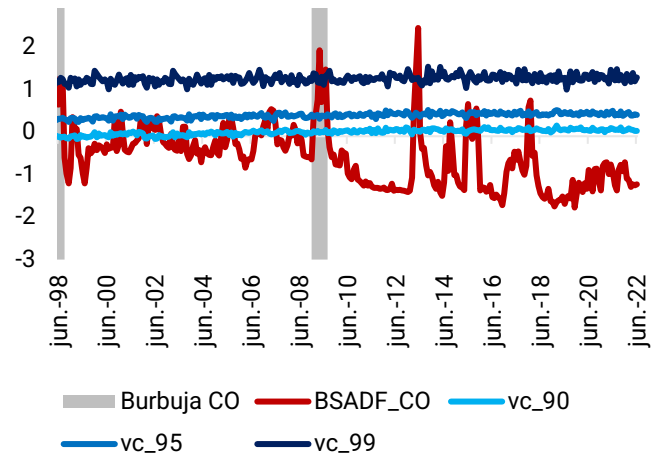
⁷ Es importante resaltar dos aspectos con respecto al componente no fundamental. Primero, hay una menor cantidad de burbujas detectadas, debido al control de los fundamentales macroeconómicos. Como se puede apreciar en los Gráficos 3 y 4, y en la Tabla 2, mientras el componente no fundamental detectó un total de 5 burbujas, el ratio precio-renta lo hizo en 11 ocasiones. En resumen, la identificación bajo el componente no fundamental evita la detección de falsos positivos. Adicionalmente, como lo ha demostrado la literatura, la longitud de los períodos de exuberancia encontrados es menor bajo la estimación del componente no fundamental -Shi (2017), Gomez et al. (2018) y Pardo (2021)-.

Gráfico 3. Burbujas en el precio de la vivienda en Colombia (Ratio precio-renta) – estadístico BSADF



Fuente: Banco de la República, DANE. Cálculos: Corficolombiana.
Nota: vc_# = valor crítico _ nivel de confianza %. CO = Colombia

Gráfico 4. Burbujas en el precio de la vivienda en Colombia (Componente no fundamental) - estadístico BSADF



Fuente: Banco de la República, DANE. Cálculos: Corficolombiana.
Nota: vc_# = valor crítico _ nivel de confianza %. CO = Colombia

Discusión

Según la literatura, la política monetaria es el principal determinante de la formación, la duración y la explosión de burbujas. Esta evidencia es preocupante en un contexto de bajas tasas de interés durante la última década y en el marco del reciente aumento sincronizado de tasas debido a la turbulencia inflacionaria global. Es posible que durante los siguientes meses entremos en una escena de disminución de precios de la vivienda y en algunos casos, en colapso de burbujas inmobiliarias, que puede traer implicaciones negativas sobre el bienestar de la población en el mundo como lo ha demostrado la literatura.

Ahora bien, **con base en la evidencia actual, no se espera que las consecuencias de una corrección inmobiliaria sean comparables a la crisis financiera de 2008, en términos de magnitud o gravedad macroeconómica.** Entre otras cosas, los balances de los hogares parecen estar en mejor forma y el endeudamiento excesivo no parece estar alimentando el auge del mercado inmobiliario a nivel global⁸.

En el contexto local, la burbuja identificada por el ratio precio-renta parece irse desvaneciendo desde mediados de 2021. Adicionalmente, es positivo que bajo la métrica del componente no fundamental no haya evidencia para confirmar la presencia de burbuja en el mercado inmobiliario desde la crisis de 2008 y no parezca existir una tendencia sistemática hacia su formación. En todo caso, las implicaciones macroeconómicas sobre la posible explosión de burbuja no son claras, por lo que se debe seguir haciendo un seguimiento constante a su comportamiento.

⁸ FED (2022). Real-time market monitoring finds signs of brewing US housing bubble. <https://www.dallasfed.org/research/economics/2022/0329>

Tabla 1. Fecha de inicio y fin de las burbujas en el precio de la vivienda en Colombia: ratio precio-renta y componente no fundamental

Ciudad	Ratio precio-renta	Componente no fundamental
Bogotá	2003M11-2004M7, 2006M11-2021M11	-
Cali	1998M8-1999M5, 2007M4-2007M12, 2008M8-2009M2, 2013M2-2015M11, 2016M11-2022M3	2001M7-2002M9, 2009M3-2009M8
Medellín	2008M3-2022M11	2008M3-2009M8

Fuente: Banco de la República. Cálculos: Corficolombiana.

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Juana Valentina Rodríguez

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

Juana.rodriguez@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

rafael.espana@corficolombiana.com

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

Jaime.cardenas@corficolombiana.com

Diana Valentina Lopez

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

diana.lopez@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

juan.pardo@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.