

INFORME ESPECIAL: DESEMPEÑO DEL SECTOR CONSTRUCTOR

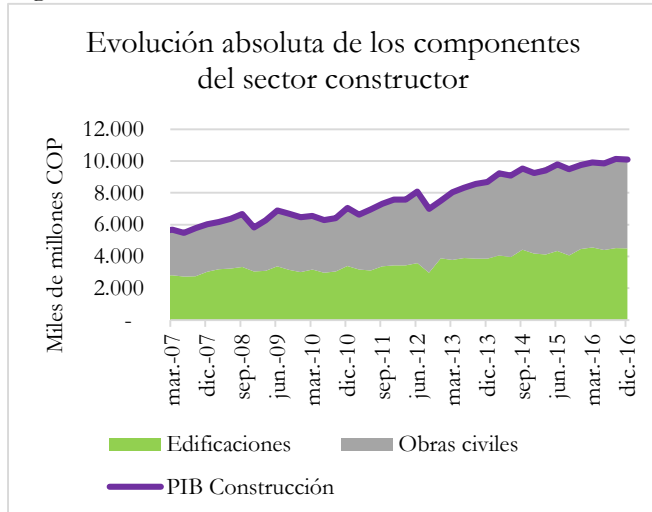
Descripción actual y perspectivas

Junio de 2017

Investigaciones Económicas Fiduciaria Central S.A.

1. Desempeño general

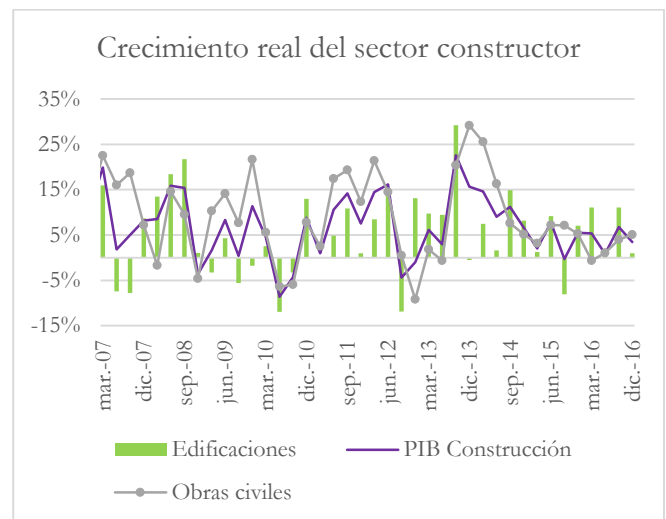
Las cuentas nacionales dividen el PIB del sector constructor entre obras civiles y edificaciones. En este sentido, la participación relativa al total del PIB se ha venido volcando hacia un componente de obras civiles más significativo, pasando tal proporción de **48%** en edificaciones y **52%** en obras civiles en diciembre de 2010, a **44%** y **56%** respectivamente para diciembre de 2016, situación que indica una mayor participación gubernamental en el sector en los últimos años, explicado en mayores gastos de capital por parte del gobierno central y los entes regionales.



Fuente: DANE

Sin embargo, a pesar de las proporciones, la reciente desaceleración que se ve en el conglomerado de construcción (el crecimiento anual del último trimestre de 2016 cayó de **6,76%** a **3,45%**) se ha debido más al componente de edificios que al de obras civiles, el cual en 4T16 disminuyó del **11,09%** a/a al **0,94%** a/a, mientras que obras civiles tuvo un crecimiento anual de **4,03%** a **5,06%** en 4T16, no obstante, el contexto de desaceleración de largo plazo

(desde el tope visto a finales del 2013), le ha pasado factura a ambos componentes.

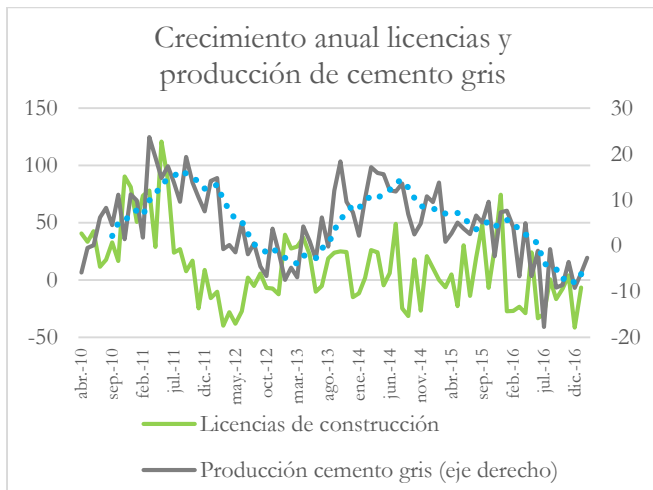


Fuente: DANE

2. Evolución de las licencias y los insumos

El crecimiento anual de las licencias de construcción tocó su mínimo histórico (al menos desde que se disponen de cifras del DANE, enero de 2004) en el mes de diciembre de 2016, con una caída del **41,3%** respecto al mismo mes del año anterior, que logró recuperarse hasta el **-6,5%** en enero, pero permanece en terreno negativo y manteniendo la tendencia observada desde 2014 (la línea punteada azul es la media móvil de 6 periodos). En este sentido, el potencial en área de la actividad edificadora del país sigue siendo muy pobre y no lograría levantarse sin algún otro estímulo de vivienda por parte del gobierno, o alguna retransmisión de la tasa de política monetaria al costo de crédito hipotecario.

Lo anterior estaría acorde con la evolución de la producción de cemento gris, que aunque también mejoró en el comienzo de 2016, pasando de una

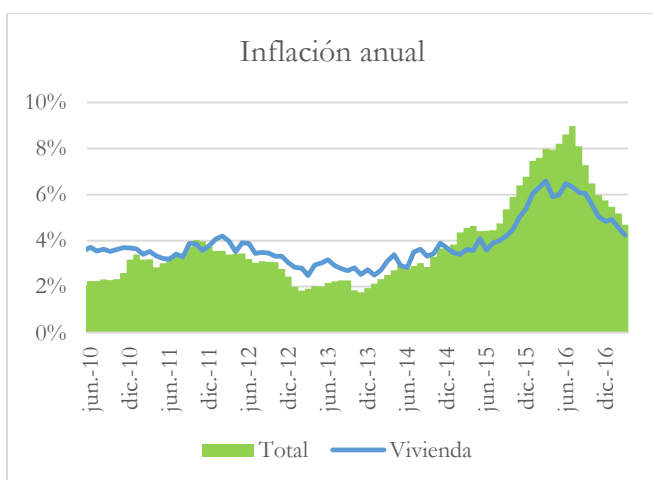


Fuente: DANE

variación anual de **-9,2%** en diciembre de 2016, a una del **-6%** en enero y **-2,6%** en febrero de 2017, indicaría que la actividad constructora permanece muy débil (en terreno negativo el crecimiento de producción de cemento gris ya diez meses consecutivos), pero tendería a reactivarse y llegar a terreno positivo, pasado el primer trimestre de 2017, dadas las expectativas en términos de estímulo fiscal del gobierno central y el comienzo en la ejecución de proyectos de los gobiernos locales.

3. Precios y costos

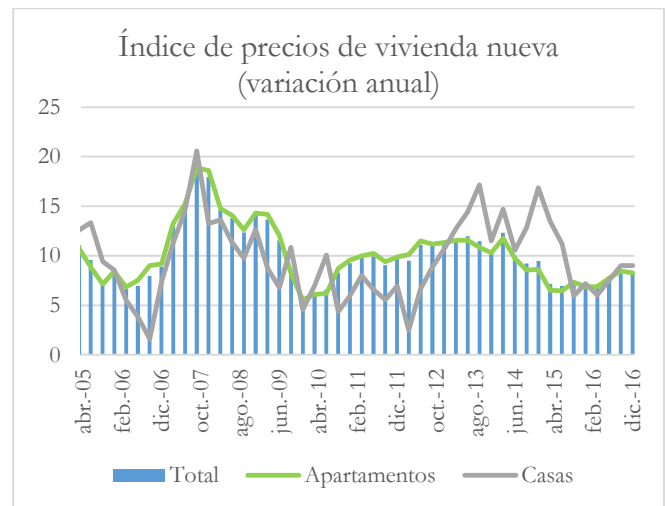
Los precios de vivienda han venido disminuyendo en concordancia con la tendencia de la inflación total al consumidor, el componente de vivienda cayó de **4,55%** a/a en febrero a **3,65%** a/a en marzo, manteniéndose por debajo de la inflación total (por más de dos años consecutivos) que se ubicó en **4,69%** en marzo de 2017.



Fuente: DANE

En este sentido, y dado que las expectativas de inflación del mercado y del Banco de la República se

mantienen a la baja, no se esperaría que los precios de la vivienda aumentaran de manera importante, y sus variaciones anuales, se ubicarían entre el **4,5%** y el **2,5%** en el resto de 2017.

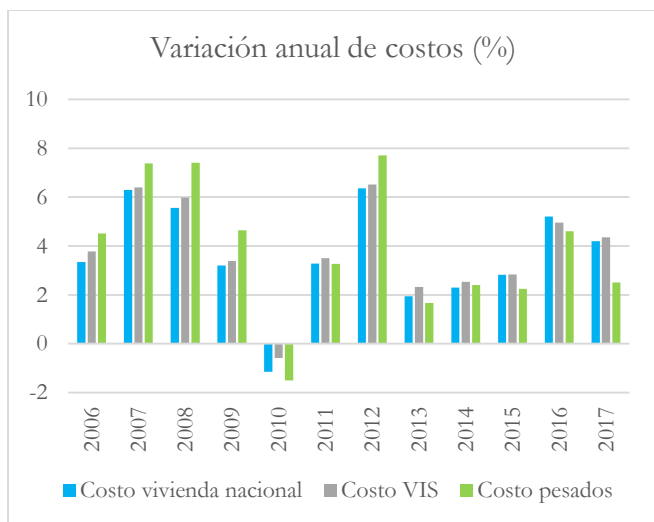


Fuente: DANE

Por otro lado, el IPVN (Índice de Precios de Vivienda Nueva), un indicador que permite *netear* el efecto que tienen las transacciones por arrendamientos efectivos e imputados además de las transacciones por edificios usados, deja ver que a pesar de que la volatilidad más marcada se presenta en el componente de casas, y aunque desde finales de 2015 tales precios han ido a convergencia con la tendencia del total y el rubro de apartamentos, la correlación con el total (99% tomando los datos desde 1998), la tienen los apartamentos, con lo que puede concluirse que es este negocio el que domina la composición de los productos finales en viviendas.

Con lo anterior en cuenta, cabe resaltar que la variación de los precios de vivienda nueva se han mantenido por debajo del componente calculado para el IPC durante los últimos dos años, hasta el último trimestre de 2016 (donde el IPVN pasó de **8,48%** a/a en el 3T a **8,33%** a/a en el 4T, mientras el promedio de los tres meses correspondientes al 3T y 4T en el componente de vivienda del IPC pasó de **13,12%** a **7,75%** anual), por lo que en parte los regulados, que hacen parte del componente de vivienda, serían los precios que estarían explicando la disminución en esa inflación, y así, a su vez, puede esperarse estabilidad en la actividad del sector si es que el precio de las edificaciones no disminuye con celeridad.

Con respecto a los costos de construcción, estos también han venido desacelerando en lo corrido de 2017, respecto al importante aumento que se vio en 2016 en los tres componentes principales reportados por el DANE.



Fuente: DANE

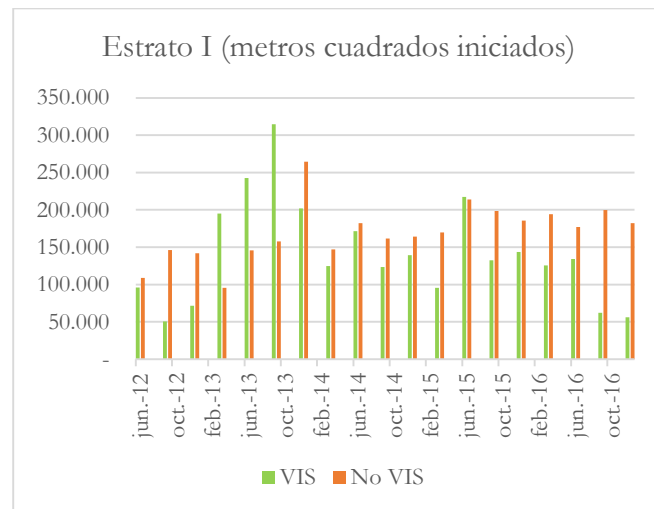
Al analizar uno por uno los componentes, destaca que la desaceleración menos marcada viene por parte de los costos de vivienda, tanto nacional como de su componente de interés social, los cuales han registrado variaciones anuales en el mes de febrero de **2,82%** en 2015, **5,21%** en 2016 y **4,19%** en 2017 para vivienda nacional, y **2,84%** en 2015, **4,96%** en 2016 y **4,36%** en 2017 para vivienda de interés social, mientras que los costos pesados en los mismos periodos (precios de los principales insumos requeridos para la construcción de carreteras y puentes) se han ubicado en **2,25%**, **4,60%** y **2,50%**, respectivamente.

Esta situación podría estar parcialmente explicada por la priorización que ha dado el actual gobierno a la vivienda de interés social y a el anclaje de preferencias de consumo de los agentes por vivienda nueva en vez de usada, por lo cual, una mayor demanda mantendría el crecimiento de los precios de los insumos de estos productos en números relativamente altos, respecto de las obras civiles.

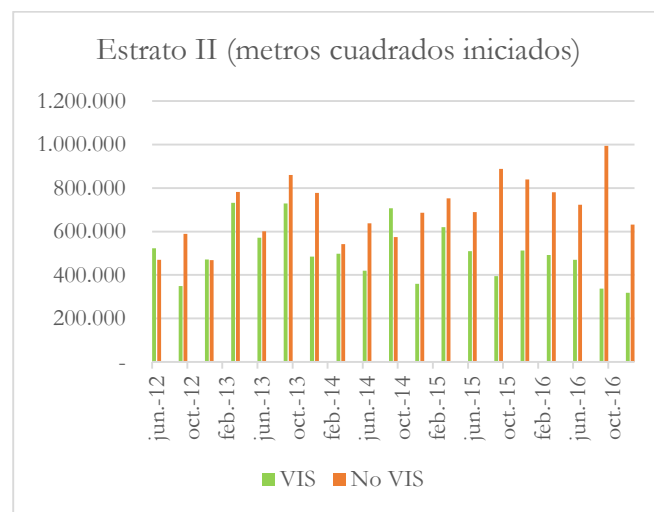
4. VIS y no VIS

La evolución del área iniciada de las viviendas de interés social (VIS) y de interés ordinario (no VIS) muestra principalmente que el *boom* del interés social se habría visto durante 2013 y 2016, cuando se reportaban promedios anuales cercanos a los **1,2 millones** de metros cuadrados y **1,0 millones** de metros cuadrados, respectivamente.

Así pues, las gráficas dejan ver que la mayor concentración de vivienda de interés social iniciada está en el estrato II, el estrato III y el estrato I, respectivamente.



Fuente: DANE

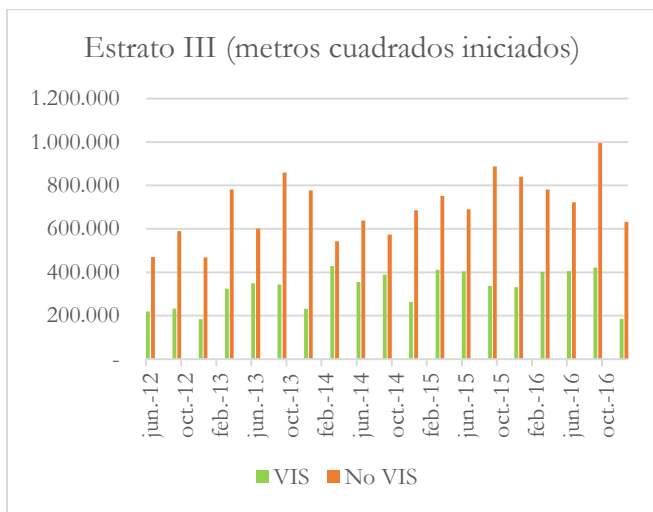


Fuente: DANE

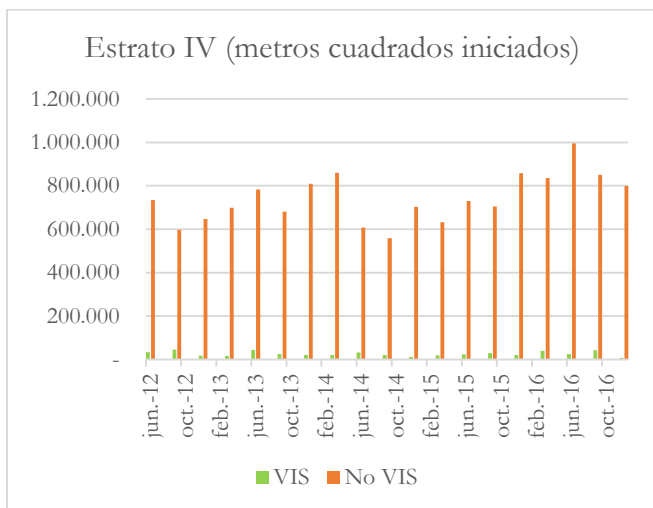
La disminución más fuerte en términos relativos se ubicó en el estrato I, donde el área iniciada disminuyó un **36%** en 2016, respecto al año previo, seguido por el estrato II, donde la variación fue de **-21%**. Mientras tanto, los estratos III y IV han visto un comportamiento más favorable, con variaciones en el mismo periodo de **-5%** y **27%**, respectivamente, aunque esta última categoría representa apenas del **2%** al **3%** de la VIS.

De otra parte, el comportamiento generalizado de la categoría **no VIS** fue muy positivo en 2015, cuando se observó un crecimiento positivo en todos los estratos, con un máximo en el estrato I (**81%**),

seguido por el estrato III (30%), los estratos II y VI (17%), y finalmente los estratos IV y V (7% y 5%, respectivamente).



Fuente: DANE



Fuente: DANE

Sin embargo, el panorama de 2016 fue muy diferente, cuando sólo el estrato IV mantuvo un crecimiento positivo (19%, incluso mejor que el de 2015), mientras que los estratos I, II, III, V y VI, tuvieron variaciones anuales de -47%, -2%, -1%, -3%, -28%, reflejando el pobre desempeño en casi toda la paleta de ingresos de la economía.

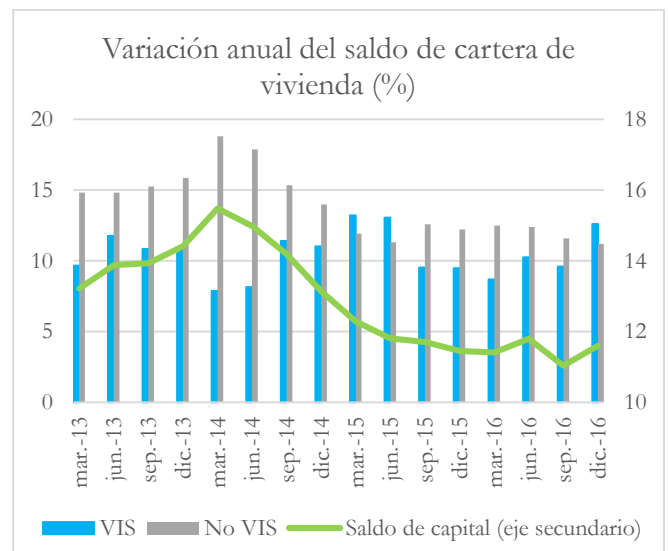
El crecimiento positivo del estrato IV es una incógnita sobre el comportamiento general de la construcción de vivienda, y podría pensarse incluso en que tendría incluido un componente especulativo, que por sobreoferta terminaría en una fuerte disminución en la construcción de viviendas nuevas en este estrato durante 2017.

Las perspectivas para este año estarían ancladas a que bajo los compromisos de gasto del año en curso en obras civiles, no se observaría un crecimiento

importante en la VIS, y la no VIS se recuperaría hasta el segundo semestre de 2017.

5. Cartera y financiación de vivienda

La evolución en la acumulación de crédito de vivienda en Colombia habría comenzado a desacelerar su crecimiento desde principios de 2014, muy ligado a la disminución en el componente no VIS, mientras que el VIS parece mantenerse relativamente estable (el crecimiento anual del total pasó de 14,4% a 11,8% y 11,5%, en 2014, 2015 y 2016, respectivamente, el de VIS de 9,6% a 11,3% y a 10,3%, mientras que el no VIS pasó de 16,4%, a 12,0% y 11,9%).

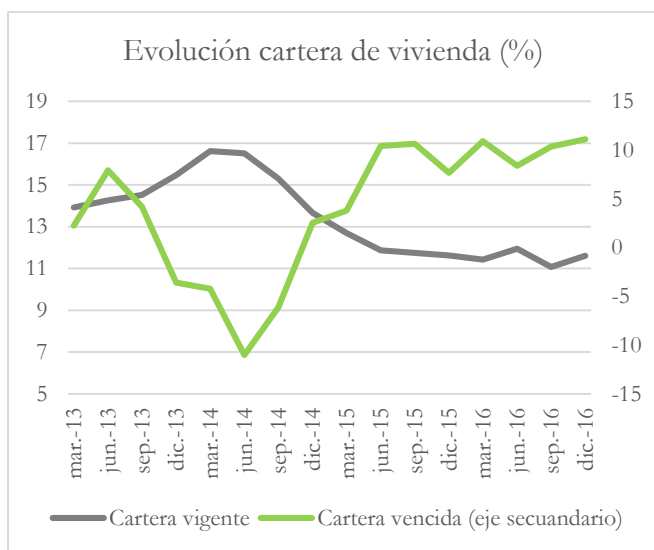


Fuente: DANE

Lo anterior, al tener en cuenta la evolución en el área iniciada por tipo de vivienda (VIS y no VIS), dejaría pensar que buena porción de los consumidores de crédito de vivienda comenzaron a buscar hacerse con los beneficios otorgados para la VIS por el Estado, independientemente del estrato al que vayan a acceder. En línea con esta situación, en compañía de una mejor dinámica del sector real, y menores estímulos del central, la cartera volvería a inclinarse hacia el crédito no VIS.

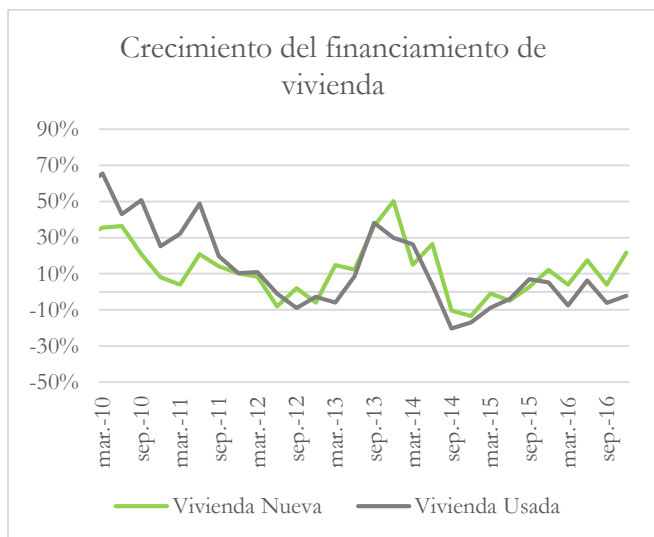
La otra mala noticia dentro de la cartera es que mientras el total disminuye, la cartera vencida aumenta, casi desde el mismo momento en que comenzó la desaceleración en el crédito, y a una tasa mucho más rápida. Sin embargo, la estabilidad de la proporción de la cartera vencida en el total se ha mantenido entre el 4,3% y 4,8% de 2014 a 2016

(donde el mínimo es el último trimestre de 2016), por lo que los riesgos se estarían *calzando* con el volumen total.



Fuente: DANE

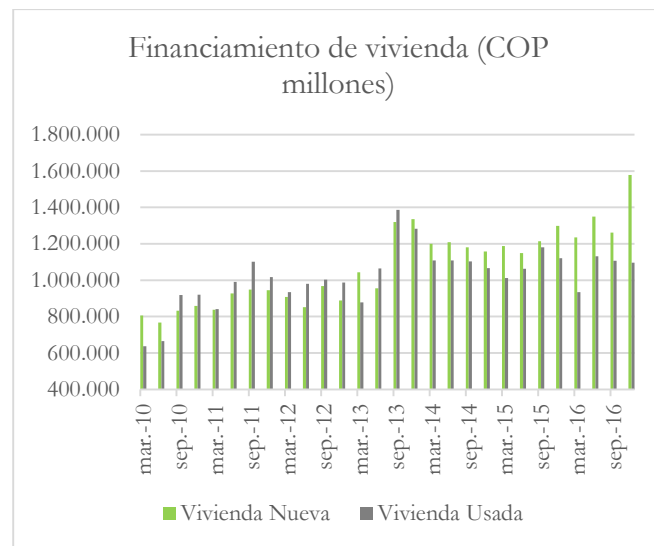
Mientras tanto, el financiamiento de vivienda viene aumentando a una tasa más o menos estable, también desde mediados de 2014, luego de una fuerte desaceleración. Al contrastar esto con la desaceleración en el crecimiento de la cartera, puede intuirse que muchos de los agentes estarían prepagando sus hipotecas, aprovechando los altos precios de la vivienda.



Fuente: DANE

En la evolución desagregada de la expedición de financiamiento resalta la transición que se ha vivido, y el crecimiento más acelerado en el financiamiento para vivienda nueva sobre la usada, que comenzó a consolidarse desde finales del año 2012.

También, al revisar los valores absolutos, es claro que desde finales de 2013, el crédito para vivienda nueva se impuso sobre el de vivienda usada (la ponderación de 2016 fue de **56%** nueva vs **44%** usada), lo que al menos resulta una buena noticia para el desempeño del sector.



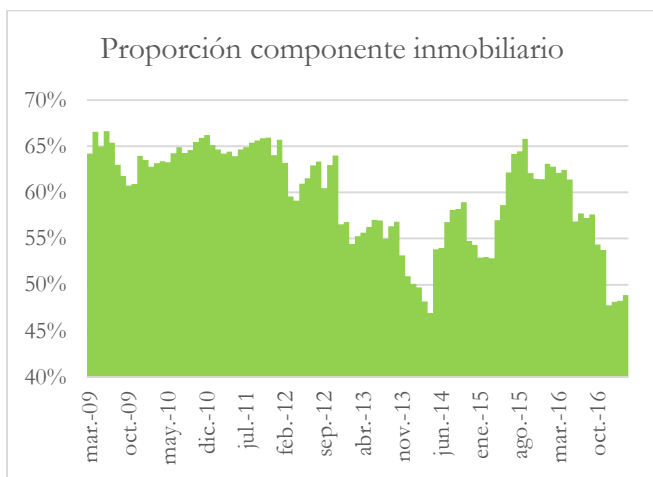
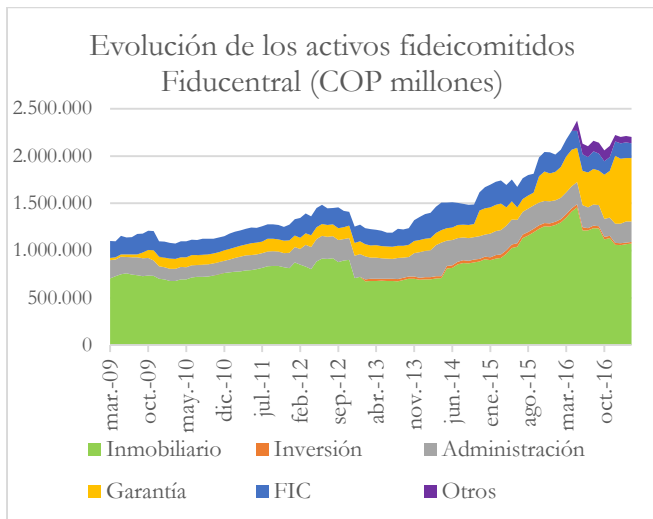
Fuente: DANE

La última gráfica también deja ver que el aumento en la brecha de vivienda nueva y usada comenzó a hacerse más importante desde fines de 2014 y se acentúa en 2016, lo que suele tener mucho que ver con las condiciones para acceder a los créditos VIS, por lo que la brecha se podría cerrar nuevamente al terminar las políticas sociales del gobierno actual.

6. Fiduciaria Central y el sector constructor

Históricamente, Fiduciaria Central S.A. se ha especializado de manera importante en la administración de activos inmobiliarios fideicomitados, por lo que no es de extrañarse que de alguna manera los impactos en el sector de la construcción repercutan de alguna manera en la institución.

Lo anterior puede detallarse de manera más clara en la evolución de los activos fideicomitados por componente, donde puede evidenciarse que aunque la proporción del inmobiliario ha venido decreciendo desde finales de 2015, todavía representa casi el **50%** del total, por lo que el coeficiente de correlación lineal entre marzo de 2009 y marzo de 2017 es del **92%** entre el componente inmobiliario y el total.



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

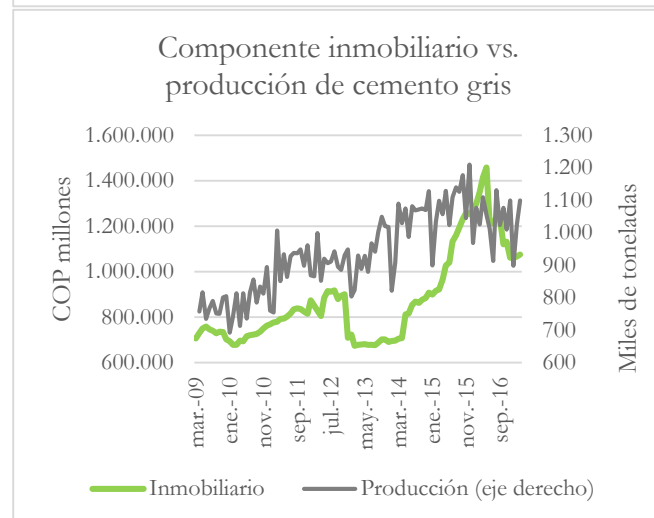
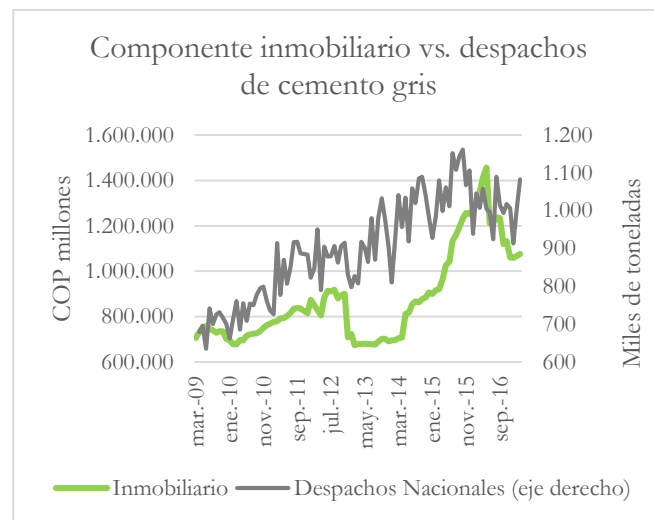
La pregunta que interesa entonces, es ¿de cuánto es la retransmisión en la desaceleración del sector construcción sobre el tamaño de los activos fideicomitidos del componente inmobiliario en Fiducial?

Con el fin de responder a esa pregunta, lo primero que debe encontrarse es alguna variable que en representación del sector de la construcción, presente una relación consistente (y no espuria) con la evolución del tamaño de los activos fideicomitidos del componente inmobiliario.

En línea con lo anterior, se evaluó la serie de tiempo del componente inmobiliario, versus un *pull* de variables que suelen considerarse como indicadores de la salud del sector construcción, con el fin seleccionar aquella o aquellas que pudieran relacionarse con el componente inmobiliario de la fiduciaria.

Las variables hipótesis fueron: la producción de cemento gris (toneladas), los despachos de cemento gris (toneladas), el índice de licencias de

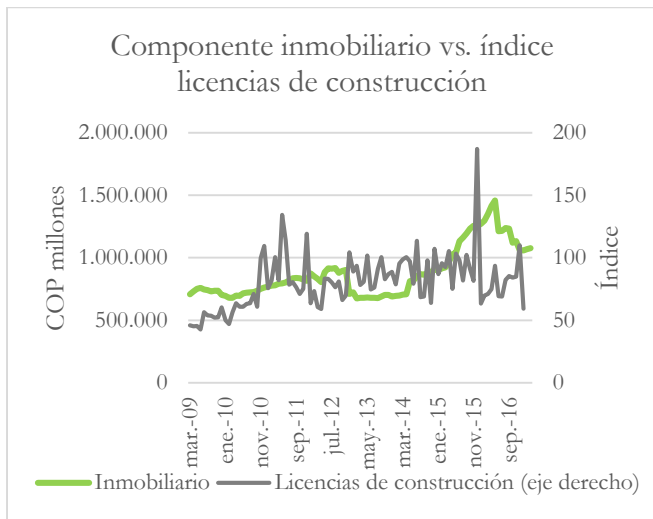
construcción, y la mensualización del PIB de edificaciones (miles de millones de COP).



Fuente: Superfinanciera y DANE

Siendo muy sinceros, a primera vista, ninguna de las variables pareciera ser un candidato que valiera la pena utilizar como *proxy* para explicar la relación de interés, ya que ninguna de las series parece tener una evolución consistente con el valor de los activos inmobiliarios fideicomitidos.

Sin embargo, si es por jerarquía, el índice de las licencias de construcción ni siquiera debería considerarse, pasando al PIB de los edificios (que además es publicado con frecuencia trimestral y hay que usar algún método de mensualización que le incluye aún más varianza o imprecisión), y con algo de probabilidad, los despachos y producción de cemento gris podrían lucir algo mejor.



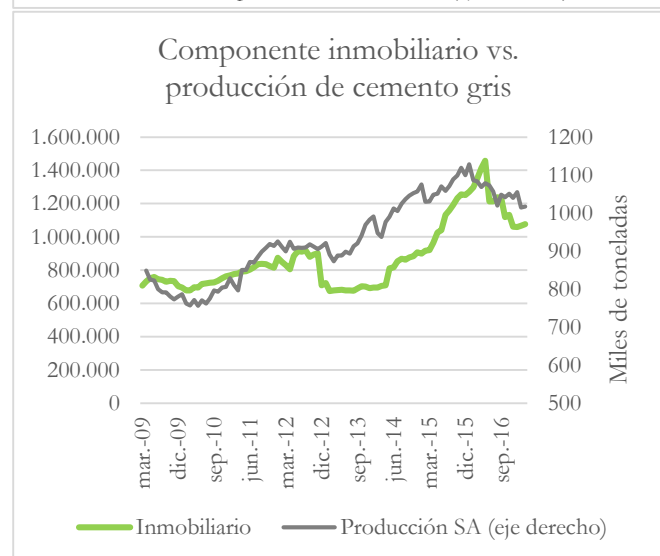
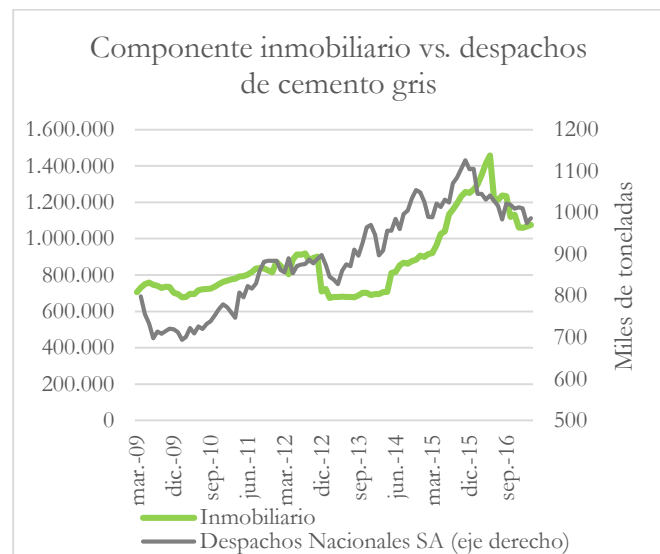
Fuente: Superfinanciera y DANE

El problema, es que el ruido de la estacionalidad y algo del ciclo que vienen intrínsecos en las series, no permiten ver la evolución de la tendencia, que puede ser lo que en últimas tenga una relación consistente con el inmobiliario.

Con esa justificación, se usó un suavizado exponencial para filtrar tal ruido de la serie y con alguna esperanza, visualizar alguna relación importante.

Las series filtradas se presentan a continuación, y parecen tener alguna relación consistente con el inmobiliario de la fiduciaria, de forma más bien reactiva.

Con esto en cuenta, y la estimación de una matriz de correlación lineal, que arrojó resultados de **77,37%** entre el componente inmobiliario y la producción de cemento gris y del **52,84%** entre el inmobiliario y los despachos nacionales de cemento gris, se escogió finalmente a la producción de cemento gris como el indicador que puede correlacionarse efectivamente con el componente inmobiliario de la fiduciaria.



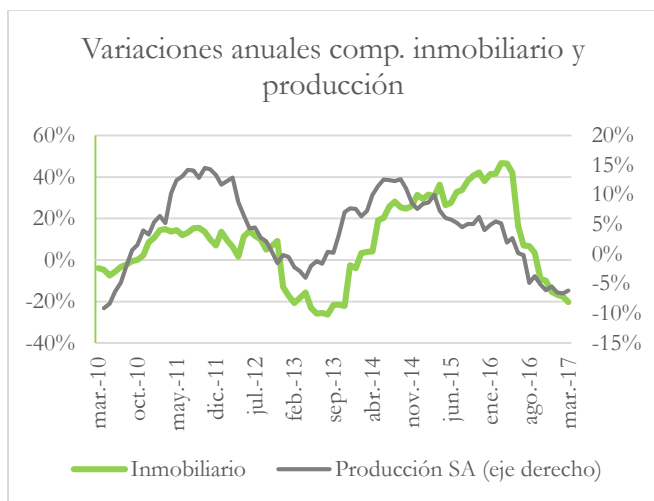
Fuente: Superfinanciera y DANE (Cálculos: Fiducial)

La visualización de los crecimientos anuales, por otra parte, también deja ver la relación entre las variables y la reactividad del componente inmobiliario ante la producción de cemento, lo cual se ha acentuado en la desaceleración del sector en 2016.

Adicionalmente, los últimos datos también dejan ver que el periodo de piso en el crecimiento del sector constructor habría pasado y que en ese sentido, en el futuro próximo el tamaño de los activos inmobiliarios fideicomitidos comenzaría a mostrar una mejor dinámica, con crecimientos negativos pero menores en valor absoluto.

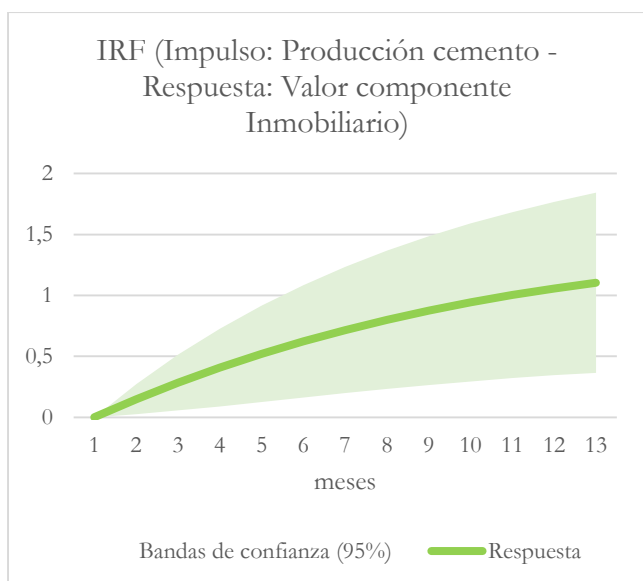
Ahora, ya elegida la variable, y dado que los datos son series temporales y la reactividad incluye la dinámica intrínseca de la misma (dada la reactividad del componente inmobiliario, las reacciones de la variable dependen no solo del estado actual de la

producción de cemento sino también de sus rezagos), la cuantificación del impacto de la desaceleración en el sector constructor debe hacerse con un modelo multivariado de series temporales.



Fuente: Superfinanciera y DANE (Cálculos: Fiducial)

En línea con esto, se calculó la función de impulso-respuesta (IRF) proveniente del vector autor-regresivo de orden 1 calculado para las variables del componente inmobiliario y la producción de cemento ajustada por estacionalidad¹.



Cálculos: Investigaciones Económicas – Fiducial

Los resultados de las estimaciones son claros y sencillos de leer.

Mientras el sector construcción siga desacelerándose también lo haría el valor de los activos fideicomitidos inmobiliarios en una dinámica marginalmente decreciente, es decir, que los efectos se irían

disipando transitoriamente en tanto se observe una recuperación del sector construcción.

7. Conclusiones y recomendaciones

Finalmente, resaltamos que el contexto actual refleja un mal estado de la dinámica del sector constructor.

No obstante, los datos muestran que lo peor se estaría viviendo desde finales de 2016 hasta el primer semestre de 2017, y que los mayores estímulos fiscales del gobierno central y los locales, combinados con la tendencia de bajada de tasas del Banco de la República que en algún momento se tiene que retransmitir también a la tasa activa hipotecaria, permitirían que el piso de crecimiento se tocara en el periodo mencionado, y la senda comenzara a dirigirse a terreno positivo desde el segundo semestre de 2017.

También es pertinente mencionar que aunque los programas de VIS siguen vigentes e incluso se comenzarían a expandir a en subsidios a la tasa de interés para viviendas de hasta COP 321 millones (esto hace parte de *Colombia Repunta*), la menor capacidad del gobierno para financiar las viviendas de la población con menores ingresos ayudaría a la recuperación de mercado por parte de las edificaciones no VIS.

Respecto a los riesgos que asume Fiduciaria Central relativos a la desaceleración del sector construcción, es necesario reconocer que parte de la desaceleración nos toca, y que aunque el impacto es marginalmente decreciente en el tiempo, se mantendría y acumularía a mientras el sector no se recupere. Sin embargo, la diversificación en productos y la ganancia de terreno del valor de los activos fideicomitidos de garantía permiten que el negocio tenga alguna resiliencia adicional al impacto.

En línea con lo anterior, las recomendaciones se enfocan en afrontar los choques al sector de la construcción mediante un enfoque de diversificación en las fuentes de comisión, ya que así puede evitarse un aumento en la magnitud del impacto sobre el total, algo así como evitar una enfermedad holandesa a nivel fiduciario.

¹ Los resultados, metodología, evaluación de supuestos y otras cuestiones acerca de la estimación no se incluyen en este

documento, sin embargo, pueden solicitarse las dudas puntuales a david.delgado@fiducial.com