



INFORME ESPECIAL DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL
MERCADO DE VIVIENDA EN
COLOMBIA

Septiembre de 2013

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1692 - 4029

ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL MERCADO DE VIVIENDA EN COLOMBIA

En este informe se analiza la dinámica conjunta del mercado de vivienda y del crédito de esta modalidad en Colombia con el propósito de identificar potenciales inestabilidades económicas y financieras. En particular, se estudia el comportamiento de variables asociadas con el precio de los inmuebles, su financiación, los niveles de oferta y de ventas en el mercado de vivienda nueva.

Toda la información que hace referencia al mercado de vivienda nueva utilizada para este informe ha sido tomada de la base de datos de La Galería Inmobiliaria, a partir de la cual el Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República ha construido un índice de precios de vivienda nueva (IPVNBR)¹, que en adelante se utilizará para los análisis del mercado de vivienda que se presenten en este informe especial.

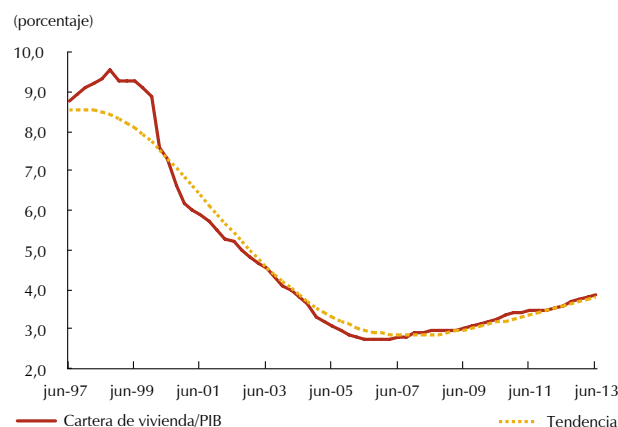
Situación general del crédito de vivienda

En esta sección se analiza el comportamiento de la cartera de vivienda, sus tasas de interés y la dinámica de las ventas y la oferta en el mercado de vivienda nueva en Colombia. Al estudiar el comportamiento de este tipo de cartera como porcentaje del producto interno bruto (PIB), se observa que dicho indicador se encuentra en niveles bajos con relación a los registrados a finales de los años noventa. Sin embargo, ha mostrado una tendencia creciente en los últimos años, alcanzando un nivel de 3,9% a junio de 2013 (Gráfico 1).

Para esa fecha la cartera de vivienda con titularizaciones creció a una tasa real anual de 13,4%, cifra que es inferior a la de seis meses atrás (14,1%) y a la del

¹ El indicador que se presenta en este informe difiere del anterior en su metodología. El IPVNBR se construye siguiendo la metodología empleada por el DANE, la cual consiste en un índice de precios superlativo de Fisher, utilizando como base diciembre de 2006. Este índice resulta del promedio geométrico entre un índice de Laspeyres y de Paasche. Estos, a su vez, se construyen a partir de los precios y áreas de todos los inmuebles nuevos disponibles para la venta en un determinado período (para mayor detalle véase “Metodología del índice de precios de la vivienda nueva [IPVN]”, DANE, mayo de 2013).

Gráfico 1
Cartera de vivienda sobre PIB y su tendencia



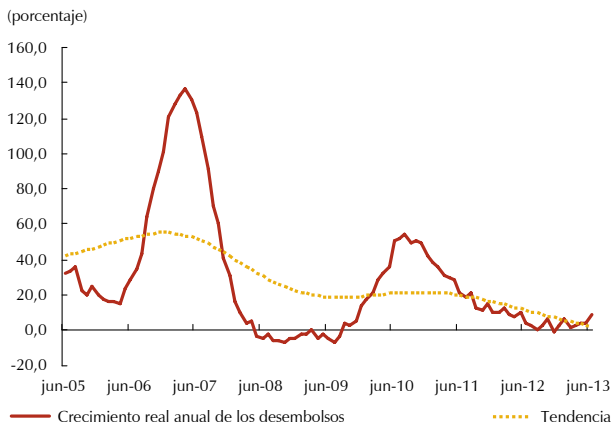
Fuentes: DANE, Titularizadora Colombiana y Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

preámbulo de la crisis de finales de los años noventa (17,3% en promedio entre enero de 1995 y diciembre de 1997).

Por otro lado, los desembolsos destinados para la compra de vivienda muestran una aceleración a junio de 2013, cuando crecieron a una tasa real anual del 9,2% frente al 4,4% de un año antes. Como se observa en el Gráfico 2, desde 2012 el crecimiento de los desembolsos se ha ubicado en niveles históricamente bajos; sin embargo, en los meses más recientes empiezan a mostrar una mayor dinámica. Este crecimiento podría estar explicado por el menor nivel de las tasas de interés, lo que habría incrementado la demanda por financiación en los últimos meses.

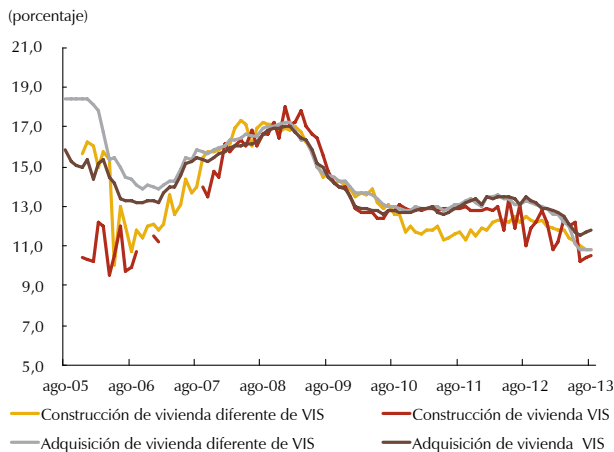
Cuando se analizan las tasas de interés de colocación para los créditos destinados a la construcción y adquisición de vivienda, se observa que durante el año más reciente estas han exhibido importantes disminuciones (Gráfico 3). Para el caso de las tasas de interés ofrecidas a los constructores de vivienda diferente de VIS, las tasas pasaron de 12,5% a 10,8% entre agosto de 2012 y el mismo mes del presente año. Así mismo, dichas tasas para vivienda VIS se redujeron en 50 pb, ubicándose en 10,5% en el mismo lapso. En cuanto a las tasas de interés para adquisición de vivienda diferente a VIS, también se observó una reducción, al pasar

Gráfico 2
Crecimiento real anual de los desembolsos de vivienda y su tendencia



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos Banco de la República.

Gráfico 3
Tasas de interés para la construcción y adquisición de vivienda (colocación en pesos)



Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo (encuesta trimestral de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

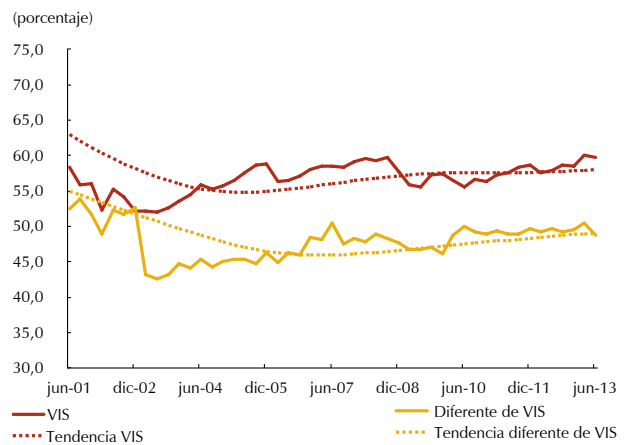
de 13,3% a 10,8%, mientras que para la adquisición de la vivienda VIS se exhibió una reducción de 160 pb, ubicándose en 11,8%². En general, estas reducciones en las tasas de interés podrían haber incentivado un

2 Es importante mencionar que estas tasas de interés no incluyen el subsidio otorgado por el gobierno nacional: para la adquisición de VIS la cobertura es de 5 pp si el valor del inmueble no supera los setenta salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV), y de 4 pp para aquellas viviendas cuyo valor sea mayor a setenta SMMLV y hasta 135 SMMLV (Decreto 1190 de 2012). Por su parte, para el segmento diferente de VIS el subsidio corresponde a 2,5 pp para las viviendas cuyo valor sea mayor a 135 SMMLV y hasta 335 SMMLV (Decreto 0701 de 2013).

aumento en la demanda y oferta de vivienda durante el primer semestre del año.

En general, la aceleración de los desembolsos, dadas las menores tasas de interés, no se ha visto reflejada en mayores niveles de endeudamiento de los hogares. Al analizar el *loan to value* (LTV) —razón entre el valor de los desembolsos y el valor de las garantías—, se encuentra que este se ha mantenido relativamente estable desde mediados de 2010; para la modalidad VIS este indicador se ubicó en 59,6% a junio de 2013, mientras que para la diferente de VIS registró un valor de 48,8%, niveles inferiores en 20,4 puntos porcentuales (pp) y 21,2 pp de los límites regulatorios³ (Gráfico 4).

Gráfico 4
Loan to value

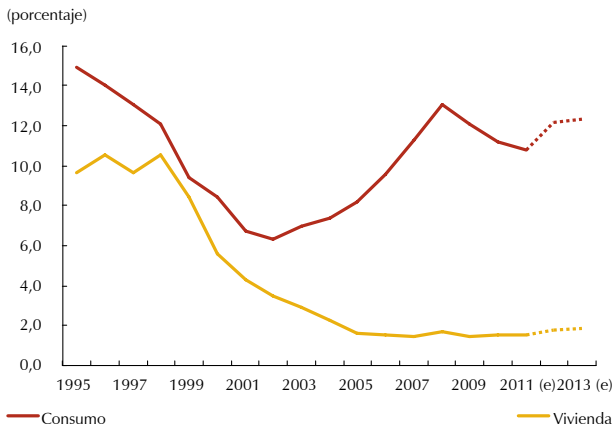


Fuente: Asobancaria; cálculos del Banco de la República.

Al analizar el indicador de carga financiera por modalidad de crédito, se encuentra que los incrementos en el servicio a la deuda se explican, en su mayor parte, por el comportamiento de la cartera de consumo, la cual pasó de representar el 12,2% de los salarios de los hogares en diciembre de 2012 a 12,3% al finalizar el primer semestre de 2013 (Gráfico 5). Por su parte, el indicador para la cartera de vivienda se ha mantenido estable en los años más recientes (1,8% a junio de 2013), y en niveles por debajo a los observados duran-

3 De acuerdo con el Decreto 195 de 2000, modificado por el Decreto 3760 de 2008, es posible financiar hasta el 70% del valor del inmueble para la vivienda diferente de VIS, mientras que los créditos destinados a la financiación de VIS podrá financiarse hasta el 80% del valor del inmueble.

Gráfico 5
Carga financiera de los hogares por modalidad de crédito (incluidas las amortizaciones)



(e) estimado.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

te los años previos a la crisis de finales de los noventa, cuando el indicador alcanzó su máximo histórico (10,6% en 1996).

Por otro lado, cuando se analiza lo que ocurre en el mercado de vivienda nueva, se encuentra que el repunte en los desembolsos de crédito de vivienda y el menor nivel de las tasas de interés coincide con una leve recuperación en las ventas⁴ para el agregado de Bogotá, Medellín y Cali, las cuales componen el 76% de las ventas de la muestra⁵. No obstante, la dinámica de este indicador ha sido distinta entre las ciudades estudiadas. Así, aunque en Bogotá y Cali las ventas han venido disminuyendo, la tasa de variación anual observada en agosto de 2013 (-14% y -6,1%, respectivamente) fue superior a la de un año antes (-19,7% y -8,9%, en su orden). Por otro lado, en los alrededores de Bogotá⁶ y en Medellín las ventas mostraron una disminución en el ritmo de crecimiento, registrando tasas de 23,8% y 4,8%, en su orden, frente al 27,2% y 5% observado un año atrás (Gráfico 6).

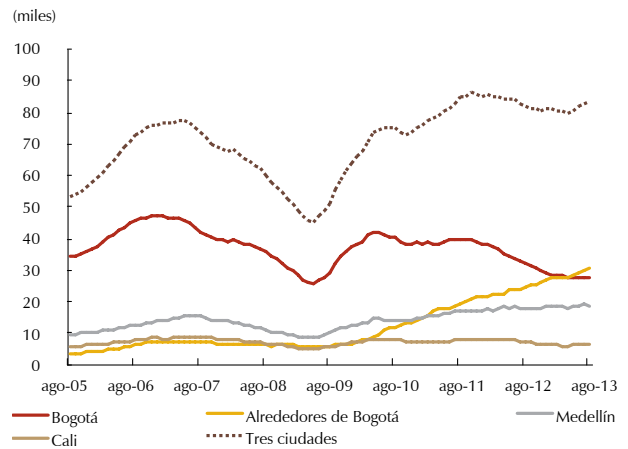
4 Las ventas hacen referencia al número de inmuebles nuevos que se venden en cada mes.

5 La muestra se compone de las siguientes ciudades: Bogotá y sus alrededores, Medellín, Cali, Barranquilla, Cartagena, Santa Marta, Villavicencio y Bucaramanga.

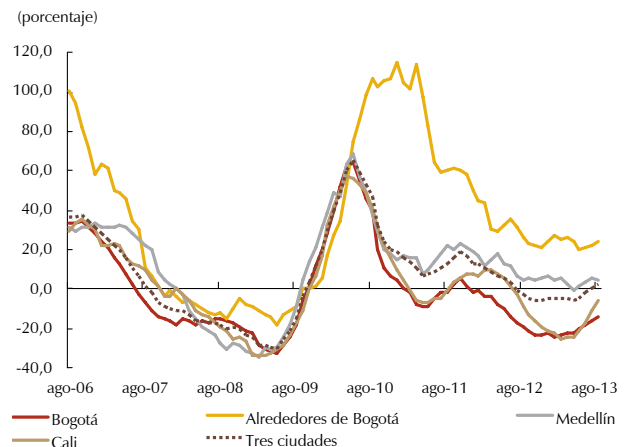
6 Chía, Cota, Cajicá, La Calera, Sopó, Guaymaral, Funza, Madrid, Mosquera, Facatativá, Zipaquirá, Soacha y Ciudad Verde.

Gráfico 6
Ventas de vivienda nueva

A. Unidades vendidas (acumulado 12 meses)



B. Variación anual de la unidades vendidas



Fuente: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

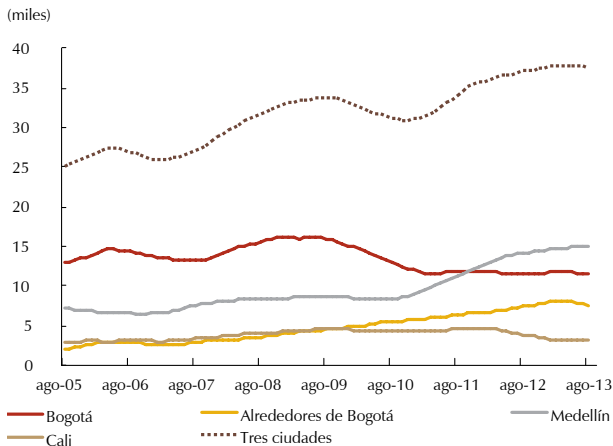
En cuanto a la oferta por vivienda nueva⁷, se observa que el promedio anual de esta variable para el conjunto de las ciudades estudiadas presentó una dinámica positiva entre agosto de 2012 y el mismo mes de 2013. No obstante, el ritmo de crecimiento de dicha variable es menor que el registrado un año antes (1,3% frente a 9%). En particular, las ciudades de Medellín, Cali y los municipios aledaños a Bogotá registraron menores tasas de expansión frente a las alcanzadas un año atrás, ubicándose en 6,2%, -17,3% y 1,3%, en su or-

7 La oferta en cada momento del tiempo es igual a las unidades disponibles del período anterior más el balance resultante entre las nuevas unidades ingresadas al mercado y las unidades que se vendieron en el período anterior.

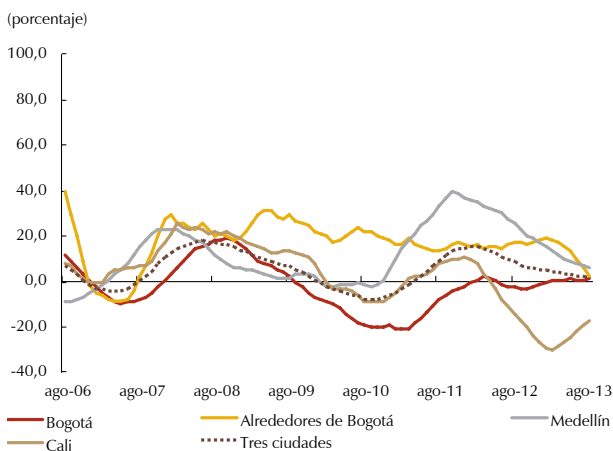
den, mientras que en Bogotá la oferta de vivienda ha permanecido relativamente estable (1,1%) (Gráfico 7). Cabe resaltar que para Cali se aprecia un cambio de tendencia en la variación desde marzo de 2013.

Gráfico 7
Oferta de vivienda nueva

A. Unidades disponibles (promedio anual)



B. Variación anual de las unidades disponibles

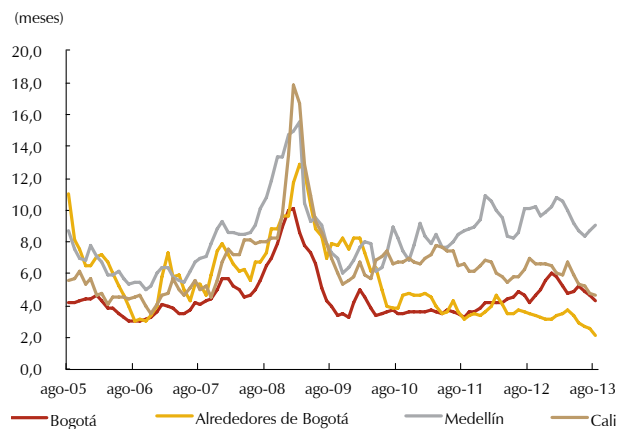


Fuente: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, se analiza el índice de rotación, calculado como la razón entre las unidades ofrecidas y el promedio trimestral de las unidades vendidas. Este indicador cuantifica el tiempo que tomaría en venderse un inmueble si la oferta no cambia y el ritmo de ventas se mantiene. Aumentos inesperados en el indicador podrían representar un riesgo para el sector de la construcción, en la medida en que el activo inmobiliario se hace menos líquido.

Como se muestra en el Gráfico 8, en el último año dicho indicador mostró una disminución para todas las ciudades, a excepción de Bogotá, donde permaneció relativamente estable (4,3 meses). En particular, en Cali dicho indicador exhibió la caída más pronunciada, al pasar de 6,9 meses en agosto de 2012 a 4,7 meses un año después. En los municipios aledaños a Bogotá este índice se redujo de 3,5 a 2,1 meses, siendo la zona con el menor indicador. Por su parte, en Medellín el tiempo de venta es el más alto entre las ciudades analizadas, ubicándose en 9 meses.

Gráfico 8
Índice de rotación construido con el promedio anual de las ventas

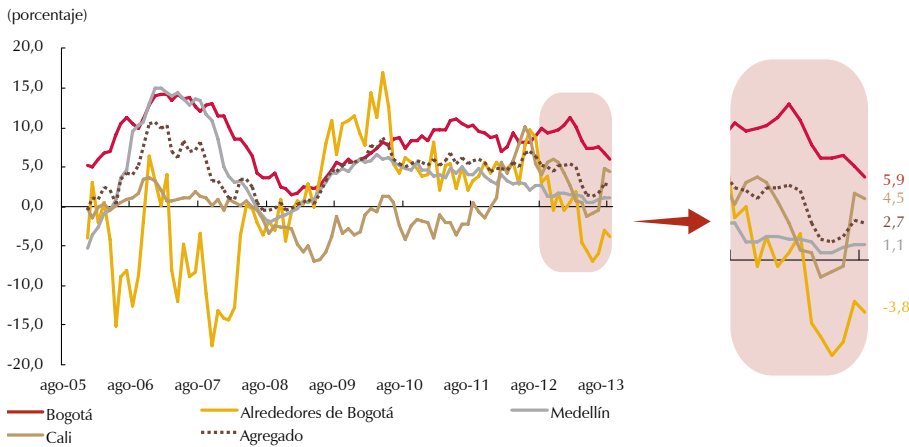


Fuente: Galería Inmobiliaria, cálculos del Banco de la República.

Evolución de los precios de la vivienda nueva en las tres principales ciudades

Para examinar el comportamiento de los precios en este mercado, el Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República construyó el IPVNBR, el cual se calcula con la metodología de índices superlativos de Fisher con base fija (diciembre de 2006). En el Gráfico 9 se presenta la variación real anual de dicho índice y se encuentra que esta ha exhibido una tendencia a la baja en el último año. Para el conjunto de las ciudades analizadas, el índice pasó de crecer 5,3% en agosto de 2012 a 2,7% en el mismo mes de 2013. Cabe resaltar que Bogotá es la ciudad donde los precios de la vivienda crecen a una mayor tasa (5,9%), aunque ha mostrado una desaceleración en el período de análisis. Cali es la segunda ciudad donde se registra la tasa de expansión más alta, ubicándose en 4,5%

Gráfico 9
Variación real anual de los precios de la vivienda^{a/}



a/ Los precios fueron deflactados con el IPC.
Fuente: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

en agosto de 2013, cifra superior a la observada un año antes. Así mismo, en Medellín y alrededores de Bogotá los precios de la vivienda presentan menores crecimientos que hace un año, al pasar de 2,7% a 1,1% y de 3% a -3,8%, en su orden.

Para analizar la sobrevaloración en los precios de un activo, usualmente se estudia la relación entre su precio y sus flujos de ingreso esperados. Para el caso de la vivienda es común analizar la razón entre el índice de precios de la vivienda y el valor de sus arriendos. Para Colombia se observa que este indicador presenta una tendencia creciente, explicada por el aumento de los precios en relación a los arriendos, con una estabilización en el año más reciente (Gráfico 10). No obstante, este comportamiento podría estar influenciado por el hecho de que los arriendos en Colombia se encuentran regulados⁸, lo que no permite que las mayores valorizaciones de los inmuebles se reflejen inmediatamente en mayores arriendos.

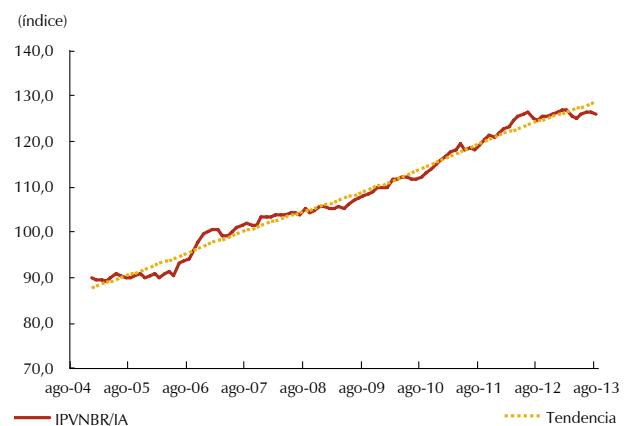
La razón entre el índice de precios de la vivienda nueva y el índice de costos de construcción (ICCV) muestra que los precios de la vivienda también vienen aumen-

tando a niveles más altos que sus costos de construcción (Gráfico 11, panel A). Sin embargo, cuando aquellos precios se comparan con los del suelo, se observa que el indicador exhibe una tendencia a la baja desde finales de 2011 (Gráfico 11, panel B). Esto en principio porque los precios del suelo vienen creciendo a una mayor tasa, lo cual puede estar relacionado con la escasez de oferta de suelos en zonas urbanas de alta demanda.

En el Gráfico 12 se presenta el índice de precios de la vivienda con nueva relación al ingreso de los hogares⁹; allí se observa que esta razón se ha mantenido relativamente estable durante todo el periodo de análisis. Este comportamiento obedece a que el ingreso de los hogares ha venido creciendo a ritmos similares a los de los precios de la vivienda en Colombia.

Finalmente, un ejercicio adicional para analizar la evolución de los precios de la vivienda, consiste en

Gráfico 10
Razón IPVNBR sobre índice de arrendamientos (IA)



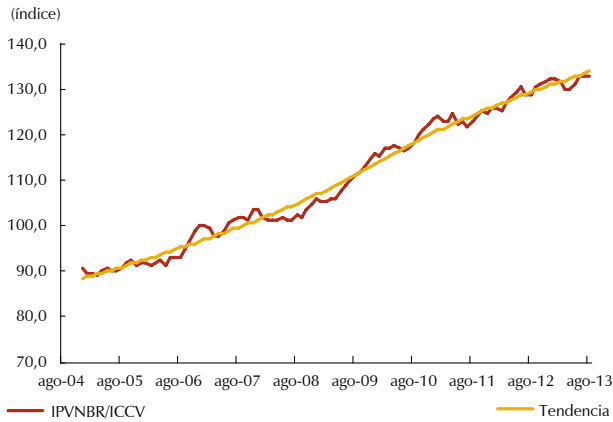
Fuente: La Galería inmobiliaria y DANE; cálculos del Banco de la República.

8 El canon de arrendamiento está regulado de manera que su incremento no puede ser superior a la variación anual del IPC del año anterior. Actualmente, la ley que reglamenta los arrendamientos es la 820 de 2003, la cual derogó la Ley 56 de 1985, que también limitaba los aumentos en el valor de los arrendamientos.

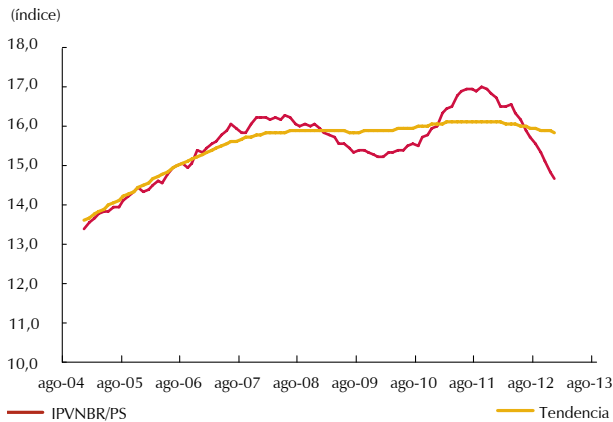
9 Corresponde al ingreso promedio de los hogares para las trece áreas metropolitanas de Colombia, que resulta de la gran encuesta integrada de hogares (GEIH) aplicada por el DANE.

Gráfico 11

A. Razón IPVNBR sobre ICCV



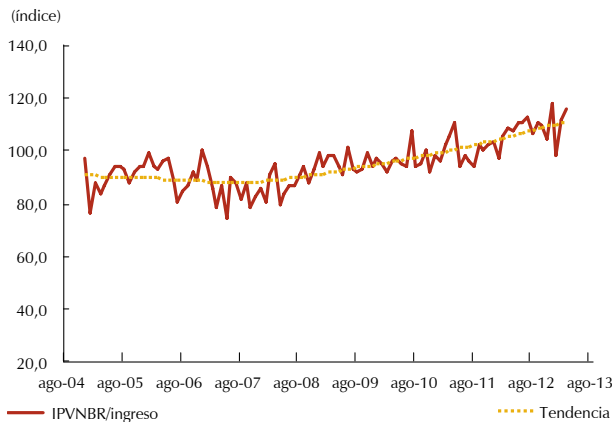
B. Razón IPVNBR sobre precio del suelo (Bogotá)



Fuentes: La Lonja de Bogotá, DANE y La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 12

IPVNBR relativo al ingreso de los hogares



Fuente: DANE y La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

comparar el crecimiento de la población en edad de trabajar (PET) con el del IPVNBR, de tal manera que parte del aumento en los precios de la vivienda pueda estar explicado por las presiones de demanda que generaría el incremento de la población. Se encuentra que desde el año 2005 hasta 2012 la PET mostró una tasa de expansión de 16,3%, cifra que es inferior a la del IPVNBR en el mismo período (41,4%). En este sentido, los mayores precios de la vivienda no estarían totalmente explicados por efectos demográficos; no obstante, el presente análisis deja de lado las migraciones entre regiones.

En resumen, los menores niveles de las tasas de interés para la adquisición de vivienda, junto con los mayores desembolsos, podrían haber dinamizado el mercado de vivienda nueva, lo cual se reflejó en el comportamiento de las ventas. No obstante, la oferta de vivienda nueva ha presentado un menor crecimiento en el último año. Así mismo, el LTV y el indicador de carga financiera de los hogares se mantienen en niveles por debajo a los registrados en el preámbulo de la crisis de finales de los noventa. Por el lado de los precios, se observa que para el agregado de las ciudades la vivienda continúa valorizándose, aunque a menores tasas que las de hace un año.

Al comparar estos precios con indicadores de arriendos y de costos de construcción, se encuentra que los primeros se han expandido a un mayor ritmo que los segundos. Adicionalmente, se resalta la dinámica decreciente entre la razón de precios de vivienda nueva y el precio del suelo en Bogotá, lo que podría sugerir que el aumento en los precios de la tierra ha sido uno de los componentes que ha contribuido al incremento en los precios en el mercado de la vivienda. Finalmente, se observó que el ingreso promedio de los hogares ha venido creciendo a una tasa similar a la de los precios de la vivienda.