



INFORME ESPECIAL DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL
MERCADO DE VIVIENDA EN
COLOMBIA

Septiembre de 2016

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

ISSN - 1692 - 4029

ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL MERCADO DE VIVIENDA EN COLOMBIA

Esteban Gómez
Juan Sebastián Mariño *

En este *Informe especial* se analiza la dinámica conjunta del mercado de vivienda en Colombia y del crédito de esta modalidad con el propósito de identificar fuentes potenciales de riesgo que afecten la estabilidad económica y financiera. 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, y el tiempo que tardan en venderse o arrendarse los inmuebles usados.

1 Situación general del crédito de vivienda

Al estudiar el comportamiento de la cartera de vivienda¹ como porcentaje del producto interno bruto (PIB), se observa que dicho indicador se encuentra en niveles inferiores a los registrados a finales de los años noventa. Sin embargo, desde junio de 2007 ha mostrado una tendencia creciente y alcanzó un nivel de 6,2% a septiembre de 2016 (Gráfico 1). Este comportamiento está explicado por una mayor expansión de la cartera de vivienda (incluyendo titularizaciones)² en comparación con el crecimiento del PIB.

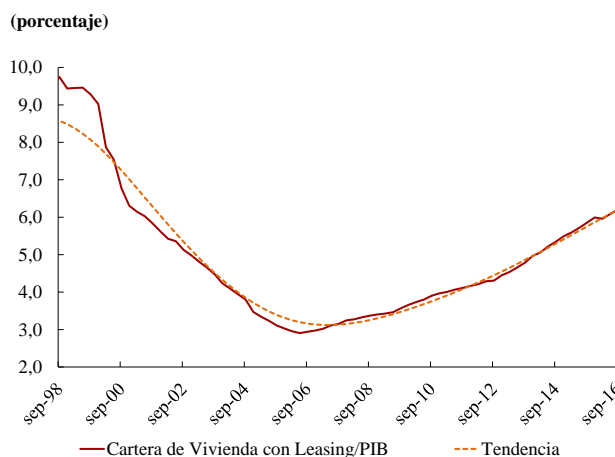
A pesar de que se evidenció un incremento en este indicador de profundización, a septiembre de 2016

* Los autores son, en su orden, director y profesional del Departamento de Estabilidad Financiera. Las opiniones no comprometen a la entidad ni a su Junta Directiva

¹ Incluye *leasing habitacional* y titularizaciones.

² A septiembre de 2016 las titularizaciones registraron una variación real anual de -2,7%, mientras que seis meses atrás la variación fue de -12,4%.

Gráfico 1: Cartera de vivienda sobre PIB y su tendencia



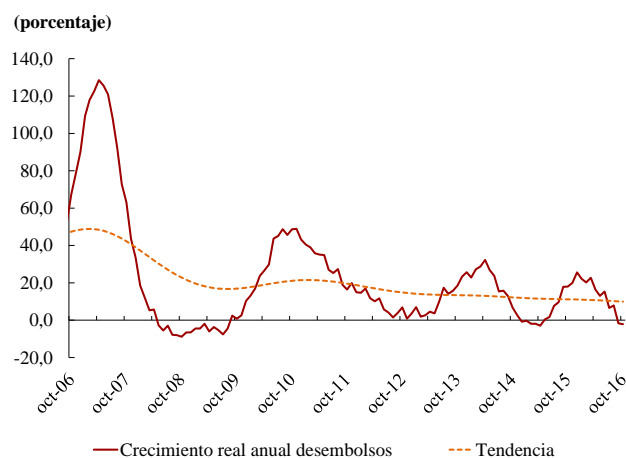
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE y Titularizadora Colombiana; cálculos del Banco de la República.

la cartera de vivienda presentó uno de los menores niveles de crecimiento real en los últimos diez años (5,8%), cifra ligeramente superior a la registrada seis meses atrás (5,5%). Por su parte, en el tercer trimestre de 2016 el PIB presentó un crecimiento real anual de 1,2%, dinámica inferior a la observada en el primer trimestre (2,5%).

El menor crecimiento de la cartera estuvo acompañado de una menor dinámica de los desembolsos destinados a compra de vivienda, los cuales registraron un decrecimiento real anual de 2,2% en octubre de 2016, inferior al 16,3% observado seis meses atrás y al 17,8% registrado un año atrás. Esta caída es explicada por la contracción de los desembolsos para la modalidad de vivienda diferente de interés social (no VIS), que registraron un decrecimiento real de 23,2% en octubre de 2016 (Gráfico 2). Se resalta que los desembolsos para vivienda VIS han tenido crecimientos superiores

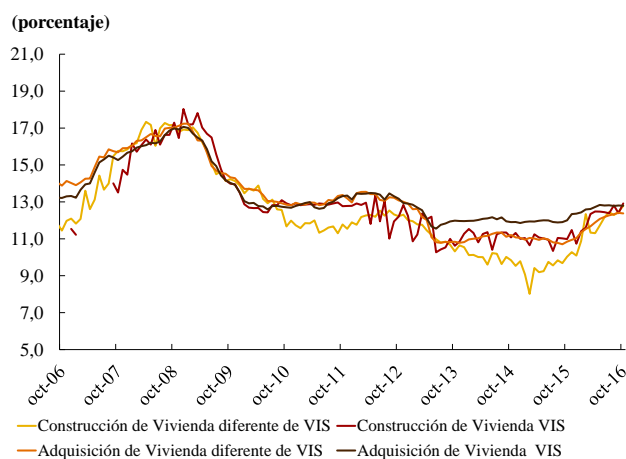
a los de vivienda no VIS, comportamiento explicado principalmente por los incentivos del gobierno nacional con el programa Mi Casa Ya³.

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



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

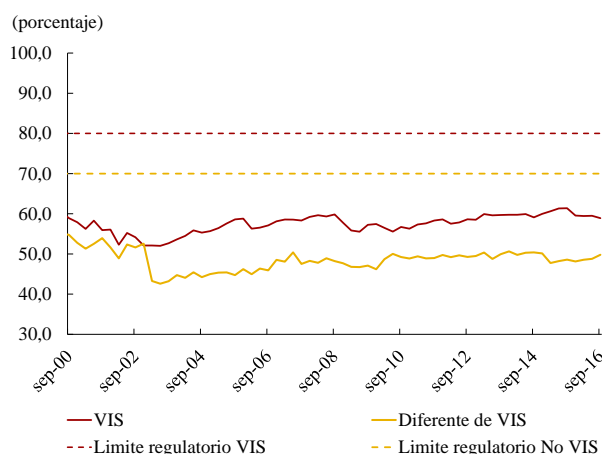
Gráfico 3: Tasas de interés para la construcción y adquisición de vivienda (colocación pesos)



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

³Para mayor información del programa Mi Casa Ya, véase el Informe especial de análisis de la cartera y del mercado de vivienda en Colombia de marzo de 2016.

Gráfico 4: Loan to Value



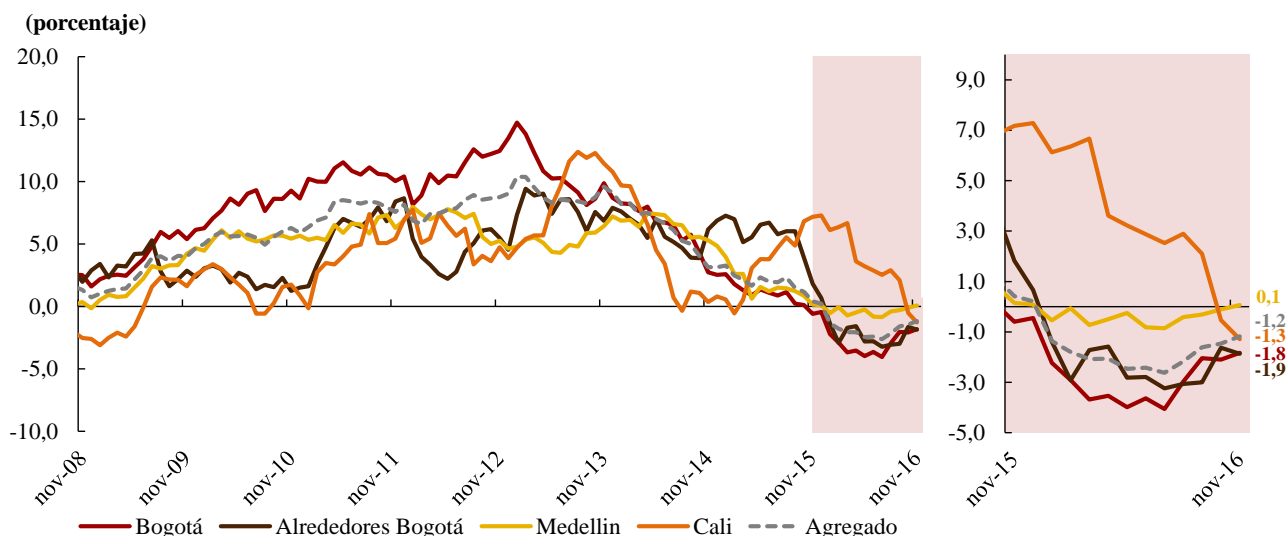
Fuentes: Asobancaria; cálculos del Banco de la República.

Al analizar las tasas de interés de colocación⁴ para los créditos destinados a la adquisición de vivienda, se resalta que las del segmento no VIS tuvieron incrementos superiores a los de las tasas de vivienda VIS (49 puntos básicos -pb- y 7 pb, respectivamente), cerrando en 12,4 % y 12,8 %, en su orden. La tasa de interés de los créditos destinados a construcción de vivienda no VIS siguió registrando una tendencia creciente, cerrando en 12,8 % y registrando un incremento de 1,5 puntos porcentuales (pp) con respecto a abril de 2016. Por su lado, la tasa de interés asociada con construcción de vivienda VIS tuvo incrementos de menor magnitud (43 pb), ubicándose en 12,9 % en octubre de 2016 (Gráfico 3).

Para analizar qué proporción del valor de la vivienda es financiada con crédito, se calcula el loan to value (LTV) -razón entre el valor de los desembolsos y el valor de las garantías-. Como muestra el Gráfico 4, para la modalidad VIS este indicador disminuyó 51 pb con respecto a marzo de 2016, al ubicarse en 58,9 % en septiembre del mismo año. Por su parte, el LTV del segmento no VIS aumentó, pasando de 48,6 % a 49,8 % en el mismo período. En ambos casos el indicador se ubica alrededor de 20 pp por debajo de los

⁴Tasa de interés efectiva anual promedio ponderada.

Gráfico 5: Variación real anual de los precios de la vivienda*



*Los índices de precios fueron deflactados por el IPC de la ciudad correspondiente. El dato agregado se deflactó por el IPC Nacional.

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

límites regulatorios⁵.

2 Evolución de los precios de la vivienda en las tres ciudades principales⁶

Con base en la información del mercado de vivienda nueva recopilada por La Galería Inmobiliaria, el Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República construye el índice de precios de la vivienda nueva (IPVNBR)⁷, con el fin de tener una herramienta

⁵De 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 no VIS, mientras que en los créditos destinados a la financiación de VIS podrá financiarse hasta el 80% del valor del inmueble.

⁶Las tres ciudades principales corresponden a Bogotá, Cali y Medellín, dado que a febrero de 2016 componen el 80,6% de las ventas totales de la base de La Galería Inmobiliaria.

⁷El IPVNBR se construye siguiendo la metodología empleada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la cual consiste en un índice de precios superlativo de Fisher, utilizando como base diciembre de 2014. Este índice resulta del promedio geométrico entre un índice de Laspeyres y de Paasche. Es

ta para examinar el comportamiento de estos precios de manera oportuna.

En el Gráfico 5 se presenta la variación anual de los precios de la vivienda relativos al índice de precios al consumidor (IPC) para Bogotá, Medellín y Cali. A noviembre de 2016, todas las ciudades tuvieron crecimientos inferiores a los de noviembre de 2015, y superiores a los observados hace seis meses, con la excepción de Cali, que continuó con su tendencia decreciente. Para el agregado de las ciudades analizadas, la variación real anual a noviembre de 2016 alcanzó -1,2%, superior al dato de mayo del mismo año (-2,5%), e inferior al de doce meses atrás (1,2%)⁸.

Para el caso de Bogotá y Medellín, el IPVNBR tuvo una variación de -1,8% y 0,1% respectivamente, mientras que hace un año mostraba crecimientos del

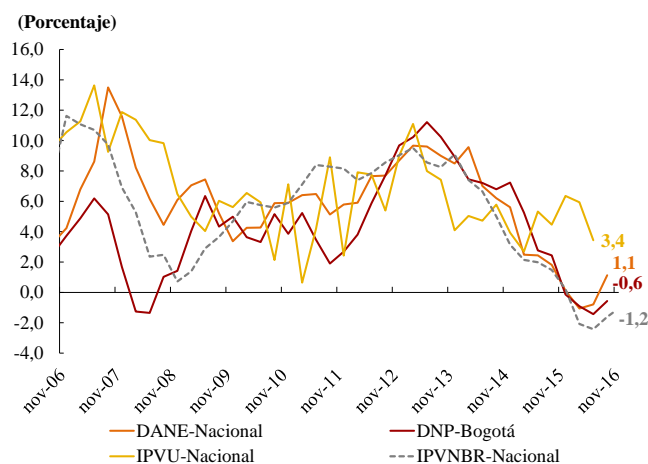
tos, a su vez, se construyen a partir de los precios y áreas de todos los inmuebles nuevos disponibles para la venta en un determinado período (para mayor detalle, véase Castaño y Morales, 2015).

⁸En términos nominales, los precios de la vivienda para el conjunto de las ciudades analizadas continuaron creciendo en noviembre de 2016 (4,7%), aunque a una menor tasa que hace un año (6,8%).

orden de -0,6% y 0,2%, en su orden. Los alrededores de Bogotá también evidenciaron una desaceleración, pasando de 1,8% en noviembre de 2015 a -1,9% un año después. Por su parte, Cali mostró la mayor caída, al pasar de 7,2% a -1,3% en el mismo período.

Adicionalmente, se presenta una comparación de los crecimientos reales de los distintos índices de precios de la vivienda disponibles en Colombia (Gráfico 6). En términos generales, estos índices tienen comportamientos similares, y muestran una dinámica de desaceleración desde el segundo trimestre de 2013. Para los índices de vivienda nueva, se observa una recuperación de los crecimientos desde junio de 2016, dinámica que pudo haber sido impulsada por la caída en la inflación. A pesar de que no se ha observado por el rezago de la información, un impacto similar se esperaría en los índices de vivienda usada dado el comportamiento del IPC en el segundo semestre del año.

Gráfico 6: Variación real anual de los índices de precios de la vivienda en Colombia*



*El IPVN del DANE corresponde a las trece áreas metropolitanas; el IPVU agrega Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Bucaramanga, Cúcuta, Manizales, Neiva y Villavicencio, y los municipios de Soacha (Cundinamarca), Bello, Envigado e Itagüí (Antioquia); el IPVNBR se calcula para el agregado de Bogotá, Cali, Medellín y alrededores de Bogotá, mientras que el IPVN del DNP incluye únicamente a Bogotá. Todos los índices fueron deflactados por el IPC nacional, excepto el del DNP para el cual se utilizó el IPC de Bogotá. Los índices calculados por el DANE, el DNP y el IPVNBR se calculan sobre vivienda nueva, mientras que el IPVU del Banco de la República se enfoca en el mercado de vivienda usada.

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

A septiembre de 2016, el índice de vivienda nueva del Dane y el DNP (que se aplica solo para Bogotá) tuvieron crecimientos de 1,1% y -0,6%, respectivamen-

te, mientras que el IPVNBR tuvo un crecimiento de -1,2% en noviembre⁹ del mismo año. Por otro lado, el índice de precios de la vivienda usada (IPVU) había mostrado aceleraciones desde 2015, tendencia que se invirtió en las tres últimas mediciones, llevando a un crecimiento de 3,4% en junio de 2016 (Gráfico 6).

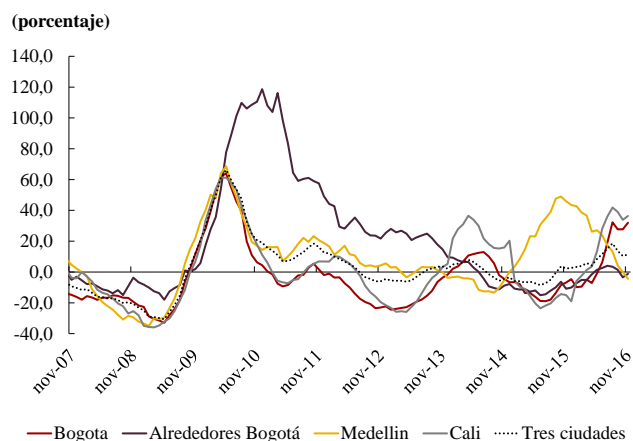
3 Comportamiento del mercado de vivienda nueva y usada

El estudio del comportamiento del mercado de vivienda nueva y usada es útil en la medida en que permite entender el contexto en el cual se genera la dinámica de precios descrita en la sección anterior. Al analizar la actividad del mercado de vivienda nueva para el agregado de las tres ciudades principales (Bogotá, Cali y Medellín), se observa que a noviembre de 2016 el crecimiento anual del acumulado de ventas de los últimos doce meses registró una expansión real de 11,4%, cuando al mismo mes del año 2015 lo hacía a una tasa de 2,3% (Gráfico 7).

Por ciudad, se aprecia que en los casos de Bogotá y Cali las ventas registraron los mayores crecimientos, situándose en 32,0% y 36,4%, mientras que en noviembre de 2015 estos valores eran de -6,8% y -15,0%, respectivamente. Por su parte, Medellín y los alrededores de Bogotá presentaron una variación negativa de las ventas, registrando -4,4% y -1,2%, en su orden. En el caso de Medellín, esto representa el primer crecimiento negativo desde octubre de 2014, y confirma la desaceleración que se observa desde el último trimestre de 2015, cuando las ventas presentaban una expansión real promedio de 46,1%. Este comportamiento puede ser el resultado de la alta base de comparación, ya que durante la segunda mitad de 2015 las ventas acumuladas presentaron un crecimiento real anual promedio de 41,5%. Por último, se resalta la fal-

⁹Los últimos datos disponibles para los índices de vivienda nueva calculados por el DANE y el DNP se tienen a septiembre de 2016 debido a su periodicidad trimestral, mientras que el IPVNBR del Banco de la República se dispone hasta noviembre de 2016 dada su periodicidad mensual.

Gráfico 7: Variación anual de las unidades vendidas (acumulado a doce meses)



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

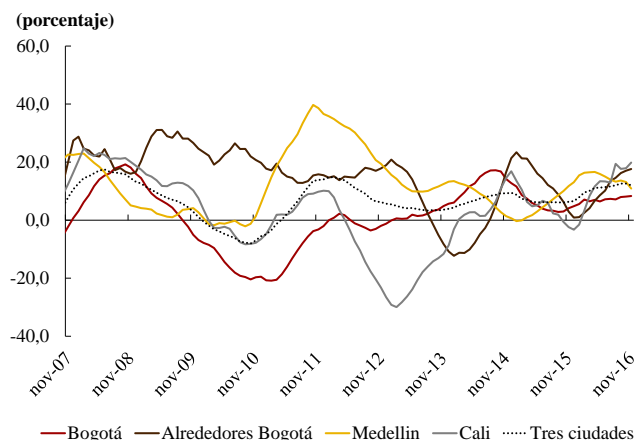
ta de sincronización entre los ciclos de ventas de las ciudades de Bogotá y Cali frente a Medellín, evidente desde 2014.

Frente a la oferta de vivienda nueva¹⁰, se observa que su promedio anual para el conjunto de ciudades de interés continuó mostrando un crecimiento positivo a noviembre de 2016 (12,0%), dato superior al observado doce meses atrás (6,3%) y al promedio entre enero y octubre de 2016 (11,0%, Gráfico 8). Medellín, que venía reportando aceleraciones en el crecimiento de sus unidades disponibles desde inicios de 2015, alcanzó su máxima expansión en abril de 2016 (16,6%), luego de lo cual ha registrado una tendencia a la baja, ubicándose en 10,9% en noviembre. La ciudad con el mayor incremento en su oferta es Cali (19,8%), donde además se resalta la tendencia creciente en este indicador desde comienzos de 2016, luego de haber registrado tasas reales negativas en el último trimestre de 2015. Bogotá y sus alrededores también presentaron incrementos en sus unidades disponibles, alcanzando 8,3% y 17,6%, respectivamente, en noviembre

¹⁰La oferta en cada momento es igual a las unidades disponibles del periodo anterior más el balance resultante entre las nuevas unidades ingresadas al mercado y las unidades que se venden en dicho lapso.

de 2016, valores superiores a los del mismo mes de 2015 (4,1% y 2,9%, en su orden).

Gráfico 8: Variación anual de las unidades disponibles



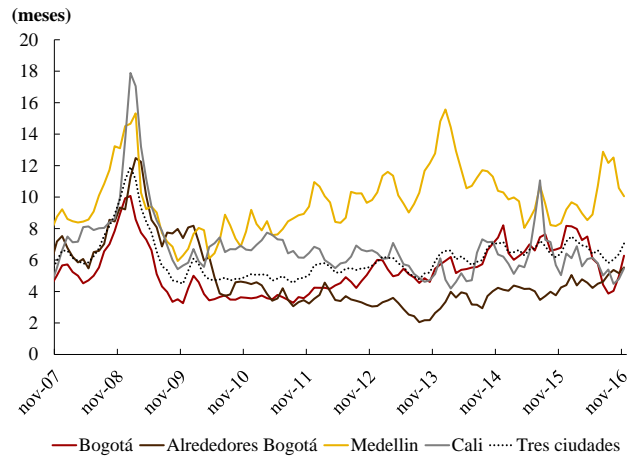
Fuentes: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

Como complemento al análisis de ventas y oferta, se analiza el índice de rotación, calculado como la razón entre las unidades de vivienda nueva ofrecidas y el promedio trimestral de las unidades de vivienda nueva vendidas mensualmente. El indicador permite determinar en cuántos meses podría ser vendida la oferta disponible, suponiendo que la cantidad de unidades ofrecidas y vendidas permanece constante. Por tanto, aumentos pronunciados en el indicador podrían representar una situación de riesgo en este mercado, en la medida en que el activo subyacente se hace menos líquido.

Como puede observarse en el Gráfico 9, el índice de rotación se ha incrementado para todas las ciudades de la muestra, con excepción de Bogotá. Para el agregado de las tres ciudades de estudio, el indicador se ubicó en 7,0 meses a noviembre, 0,6 meses más que lo reportado un año atrás. Por ciudad, y frente al nivel registrado en noviembre de 2015, se resaltan los incrementos en los indicadores de los alrededores de Bogotá y Medellín, que pasaron de 4,3 a 5,5 y de 8,3 a 10,1 meses, respectivamente. Por su parte, Cali alcanzó un índice de rotación de 5,5 meses (0,4 meses mayor que lo observado un año atrás), situándose como la ciudad con

el indicador de rotación más bajo, mientras que Bogotá fue la única ciudad que tuvo caídas en el indicador, al pasar de 6,8 a 6,3 meses en el mismo periodo, aunque sigue siendo la segunda ciudad que más tardaría en vender su oferta disponible.

Gráfico 9: Índice de rotación construido con el promedio trimestral de las ventas



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

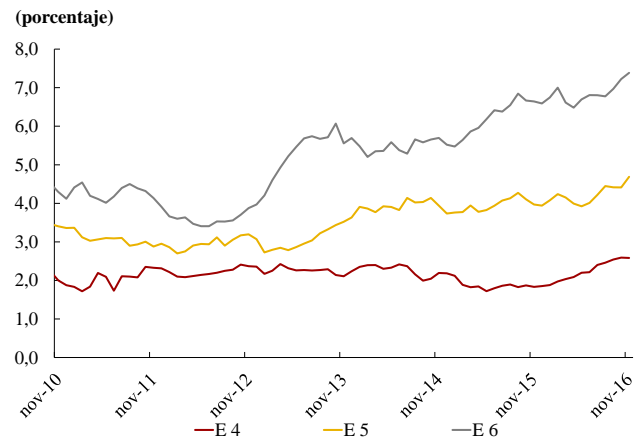
Por el lado del comportamiento del mercado de vivienda usada, se analizan dos indicadores construidos a partir de encuestas realizadas por La Galería Inmobiliaria¹¹ a inmuebles con aviso de venta o arriendo en los estratos 4, 5 y 6 de Bogotá. Estos indicadores miden la proporción de estas viviendas dentro del total, así como el tiempo que tardan en venderse o arrendarse.

El indicador de disponibilidad de unidades en el mercado de vivienda usada podría mostrar también una aproximación al porcentaje de inmuebles que se han

¹¹Se seleccionan las manzanas a recorrer y se realiza un levantamiento de cada uno de los predios de la manzana. Luego, se identifican los inmuebles para venta y arriendo teniendo en cuenta el aviso que se publica en las ventanas de las viviendas. Posteriormente, se contacta a los anunciantes de cada uno de estos inmuebles con el objeto de conocer sus características y precio. En los recorridos siguientes se observa si el aviso de venta o arriendo del inmueble ya fue retirado, en cuyo caso se hace una nueva llamada con el fin de establecer el tipo de operación que se llevó a cabo y así determinar el número de días que se demoró en vender o arrendar la unidad.

destinado a inversión (venta o arriendo) en los segmentos analizados. Como se puede observar en el Gráfico 10, esta proporción ha aumentado de manera similar para todos los estratos en los últimos doce meses, alcanzando un incremento promedio de 74 pb.

Gráfico 10: Inmuebles en venta o arriendo como proporción de la oferta disponible*



*La Galería Inmobiliaria construye una muestra de vivienda usada en los estratos 4, 5 y 6 de Bogotá, a partir de la cual calcula la proporción de inmuebles en venta o arriendo dentro del total de viviendas analizadas.

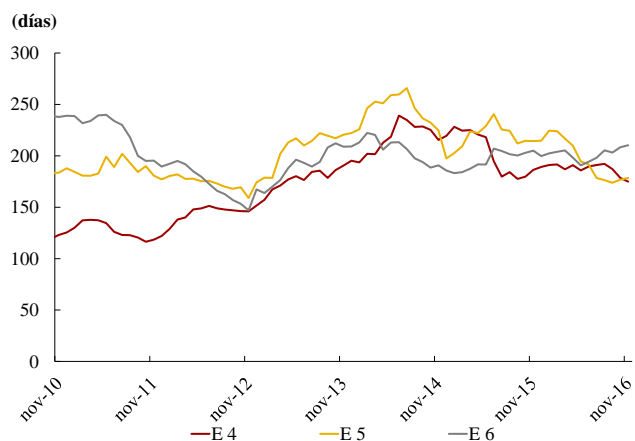
Fuentes: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

La dinámica observada en la proporción de inmuebles para inversión puede entenderse mejor a la luz del tiempo que tarda en venderse o arrendarse un inmueble. Desde noviembre de 2015, el tiempo de venta se ha reducido para los estratos 4 y 5 (en 11 y 36 días, respectivamente) y ha permanecido relativamente constante para el estrato 6, aumentando en 5 días (Gráfico 11, panel A). Por su parte, el tiempo de arrendamiento también evidencia una reducción para los estratos 4 y 5, los cuales mejoraron en 15 y 20 días, respectivamente. Al igual que en el caso del tiempo de venta, el estrato 6 presentó un comportamiento similar al de doce meses atrás, alcanzando un tiempo promedio de arriendo de 153 días en noviembre de 2016, un día menos que en el mismo mes de 2015 (Gráfico 11, panel B). Lo anterior confirma que existe una dinámica más favorable que la observada hace un año en el mercado de vivienda usada, especialmente en los estratos 4 y 5.

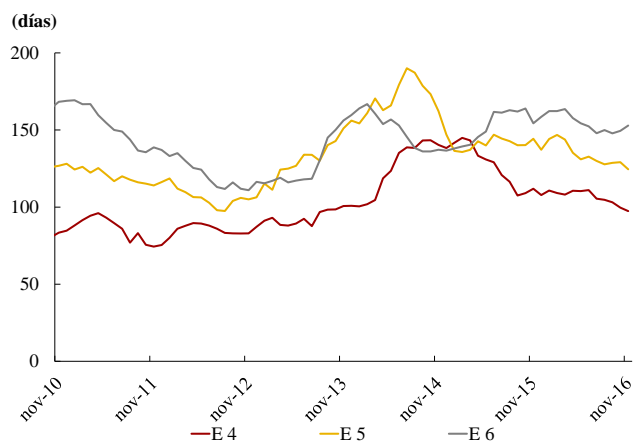
Por su parte, en el Gráfico 12 se analiza la variación

Gráfico 11

Panel A: Tiempo de venta (días promedio últimos 6 meses)



Panel B: Tiempo de arriendo (días promedio últimos 6 meses)

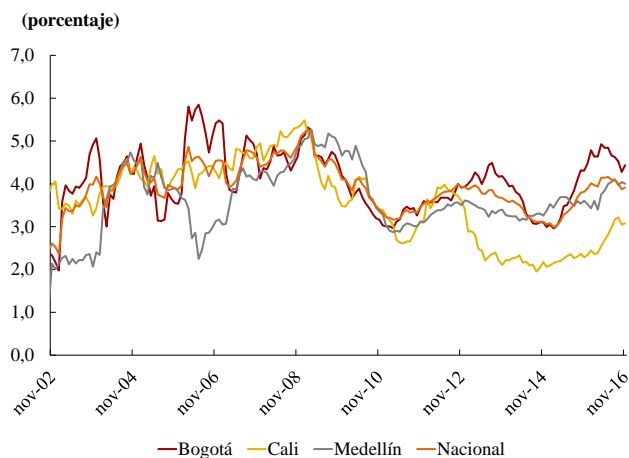


Fuentes: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

anual en el valor de los arriendos, medido con el componente de arriendos del IPC. Como se puede observar, la tendencia creciente que se había registrado en el anterior *Informe especial* se mantuvo para el total nacional hasta mediados de 2016, luego de lo cual empezó a registrar un comportamiento relativamente estable y cercano al 4%. Lo anterior estuvo principalmente jalonado por el comportamiento de los arriendos en Bogotá, los cuales comenzaron a desacelerarse desde mayo, alcanzando un crecimiento de 4,4% para noviembre, luego de registrar 4,9% en abril de 2016, el máximo valor de los últimos cinco años. Por su parte, Cali y Medellín continuaron presentando una

dinámica creciente hasta el tercer trimestre del año, y solo mostraron señales de desaceleración en octubre y noviembre, alcanzando un crecimiento de 3,1% y 4,0% en esta última fecha, respectivamente. A pesar de la mayor desaceleración presentada en la capital, cabe resaltar que Bogotá continúa siendo la ciudad de la muestra en la que se presentan los mayores crecimientos en el valor de los arriendos efectivos.

Gráfico 12: Variación anual del valor de los arriendos

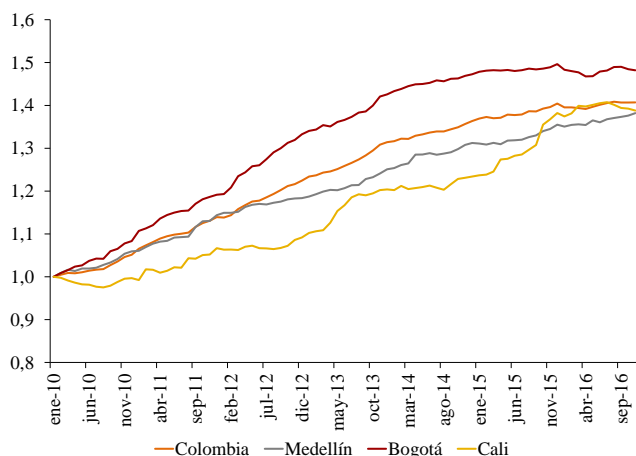


Fuentes: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

Por último, al evaluar los precios de la vivienda nueva con respecto a los precios de los arriendos, se evidencia estabilidad en el indicador de todas las ciudades analizadas en el último año. Con respecto al informe anterior, se observa que Cali, que había tenido crecimientos mayores en los precios de vivienda nueva frente a los registrados en los de los arrendamientos, ha revertido dicha tendencia desde marzo de 2016, estabilizando dicha razón alrededor de 1,4. Medellín es la única ciudad de la muestra donde la razón continúa aumentando, pasando de 1,3 a 1,4 entre noviembre de 2015 y el mismo mes de 2016. A pesar de lo anterior, es la ciudad que reporta el menor valor del indicador acá presentado, señalando que es la ciudad en la que menos ha incrementado el valor de la vivienda relativo a los arrendamientos desde 2010 (Gráfico 13). Dado que el pago del arriendo se podría considerar como el retorno de los inversionistas a la adquisición de inmuebles, la relativa estabilidad en la razón acá presentada

da indicios de que la dinámica de precios observada es consistente con el fundamental que los determina (*i.e.*: el flujo de arrendamientos).

Gráfico 13: Precio de vivienda nueva/precio arriendos (enero 2010=1)



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

4 Conclusiones

En síntesis, la desaceleración de la cartera de vivienda registrada durante los últimos seis meses fue acompañada de una caída en la tasa de crecimiento de los desembolsos, principalmente del segmento no VIS. La menor demanda ha influido en que los precios de la vivienda nueva continúen mostrando menores tasas de crecimiento real con respecto al año anterior, y a que estos se mantengan en terreno negativo a pesar de la recuperación de los últimos cuatro meses atribuida principalmente a la caída de la inflación. Los precios de la vivienda usada, de igual manera, han mostrado desaceleración en su ritmo de crecimiento en el último año.

Por su parte, las ventas de vivienda mostraron crecimientos para todas las ciudades, a excepción de Medellín, que mostró el menor dinamismo de la muestra. En cuanto a la oferta, el agregado de las ciudades analizadas evidencia crecimientos de las unidades dis-

ponibles superiores a los de las ventas, situación que influye en la caída de los precios de la vivienda nueva.

Por otro lado, se evidencia una caída en los tiempos requeridos para vender o arrendar viviendas usadas (principalmente para los estratos cuatro y cinco), evidenciando mejores condiciones en este mercado que han impulsado crecimientos reales positivos en los precios de este segmento.

Por último, es importante recordar que en una coyuntura de desaceleración económica, como la presente, se podría esperar un menor dinamismo en el mercado de vivienda en Colombia. Sin embargo, con la entrada en vigencia de los programas de apoyo a la financiación de vivienda por parte del Gobierno, en el marco del programa Mi Casa Ya, se esperaría un efecto positivo en la demanda de los hogares, que a su vez amortigüe la caída en el producto y en el mercado hipotecario.

Referencias

Castaño, J. y Morales, M. (2015). “Revisión Metodológica de Índices de Precios de la Vivienda”. *Temas de Estabilidad financiera*, núm. 81, julio.