



INFORME ESPECIAL DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL
MERCADO DE VIVIENDA EN
COLOMBIA

Marzo de 2017

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

ISSN - 1692 - 4029

ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL MERCADO DE VIVIENDA EN COLOMBIA

Juan Sebastián Mariño
Daisy Johana Pacheco*

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 septiembre de 2007 ha mostrado una tendencia creciente y alcanzó un nivel de 6,3% en marzo de 2017 (Gráfico 1). Este comportamiento está explicado principalmente por una mayor expansión de la cartera de vivienda (incluyendo titularizaciones)², la cual registró un crecimiento real³ de 8,5% en marzo, el más alto desde diciembre de 2015. Por el

*Los autores son profesionales del Departamento de Estabilidad Financiera. Las opiniones no comprometen a la entidad ni a su Junta Directiva

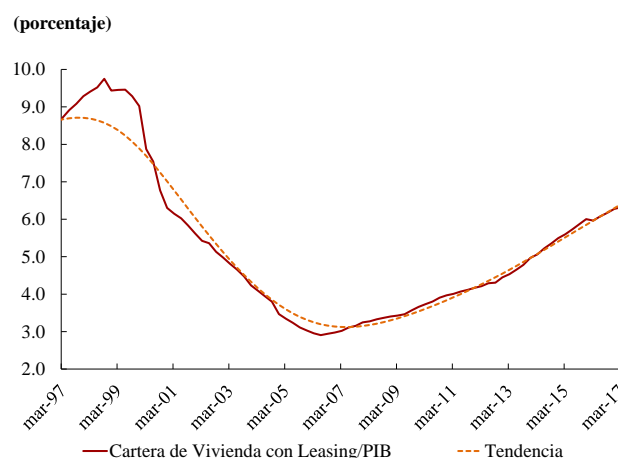
¹Incluye *leasing habitacional* y titularizaciones.

²A marzo de 2017 las titularizaciones registraron una variación real anual de 12,0%, mientras que seis meses atrás la variación fue de -1,5%.

³Los crecimientos reales anuales presentados en este *Informe* fueron deflactados utilizando el IPC sin alimentos.

contrario, el PIB presentó un crecimiento real anual de 1,1% en el primer trimestre de 2017, dinámica similar a la observada dos períodos atrás.

Gráfico 1: Cartera de vivienda sobre PIB y su tendencia

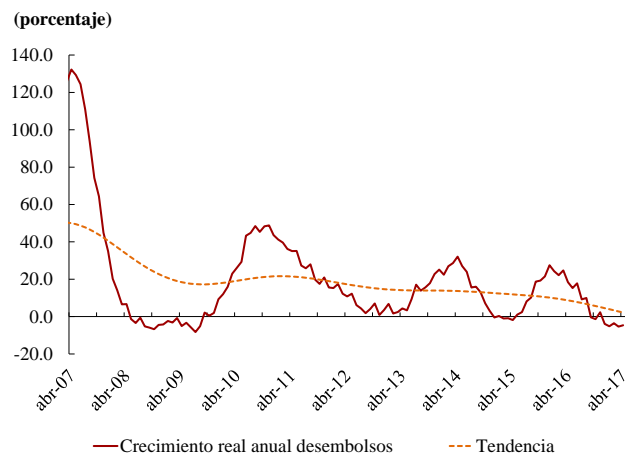


Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE y Titularizadora Colombiana; cálculos del Banco de la República..

A pesar del mayor crecimiento de la cartera, se observó una tendencia a la baja en el crecimiento de los desembolsos destinados a compra de vivienda, los cuales registraron un decrecimiento real anual de 4,6% en abril de 2017, inferior al crecimiento de 1,4% observado seis meses atrás y al 18,4% 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 8,9% en el mismo período (Gráfico 2). Se resalta que los desembolsos para vivienda VIS han registrado una tendencia creciente desde finales de 2015, alcanzando en abril un crecimiento real de 16,0%. Desde agosto de 2016 esta modalidad registra crecimientos superiores a los de vivienda no VIS, comportamiento que podría ser explicado por los in-

centivos del gobierno nacional con el programa Mi Casa Ya.

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



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

Con el objetivo de seguir impulsando el segmento VIS, el 5 de mayo de 2017, los ministerios de hacienda y de vivienda expedieron el decreto 729 que modifica el plazo del programa hasta diciembre de 2019, adiciona la modalidad de *leasing* habitacional como mecanismo alternativo de financiamiento y modifica algunas condiciones con el objetivo de atender todos los segmentos de hogares con ingresos de hasta cuatro salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV, Tabla 1)⁴.

Al analizar las tasas de interés de colocación⁵ para los créditos destinados a la adquisición de vivienda, se resalta que tanto para el segmento no VIS como para el VIS se mantienen relativamente estables con respecto a octubre de 2016, y se ubicaron en abril en 12,3% y 12,8%, respectivamente. La tasa de interés de los

⁴En el mes de julio, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público publicó para comentarios un proyecto de decreto en el que se otorgaría un subsidio a la tasa de interés de 2,5 pp para viviendas no VIS de entre 135 y 435 SMMLV. Este sería un impulso aún mayor para el mercado de vivienda, dada la mayor representatividad que tiene este segmento en el PIB inmobiliario.

⁵Tasa de interés efectiva anual promedio ponderada.

Cuadro 1: Modificaciones al programa Mi Casa Ya

| | | |
|------------|---------------|--|
| Mi Casa Ya | Cuota inicial | -Inicialmente se habían definido 100.000 cupos. Ahora Fonvivienda definirá el número de cupos por segmento. -Se decidió incluir el beneficio para hogares con ingresos de hasta dos SMMLV: subsidio de hasta 30 SMMLV. -Para hogares con ingresos de entre tres y cuatro SMMLV: subsidio de hasta 20 SMMLV (superior a los 12 SMMLV máximos que había antes). -Viviendas de hasta 135 SMMLV (ahora se permiten viviendas de menos de 70 SMMLV). |
| | Subsidio tasa | -Para viviendas de hasta 70 SMMLV (VIP): *15.000 cupos adicionales desde el año 2017 hasta el 2019. -Para viviendas de entre 70 y 135 SMMLV (VIS): *70.465 cupos adicionales desde el año 2017 hasta el 2019. |

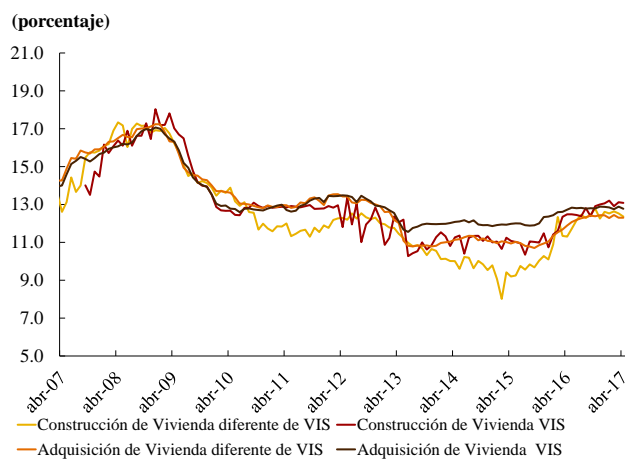
Fuente: Ministerio de vivienda, ciudad y territorio de Colombia.

créditos destinados a construcción de vivienda no VIS se estabilizó en alrededor de 12,5% en los últimos seis meses, luego de registrar una tendencia creciente desde mediados de 2015. Similarmente, la tasa de interés asociada con construcción de vivienda VIS se estabilizó en 13,1% en el mismo período (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 30 puntos básicos (pb) con respecto a septiembre de 2016, al ubicarse en 58,6% en marzo de 2017. Por su parte, el LTV del segmento no VIS aumentó, pasando de 48,7% a 49,6% en el mismo período. En ambos casos el indicador se ubica alrededor de 20 puntos porcentuales (pp) por debajo de los límites regulatorios⁶.

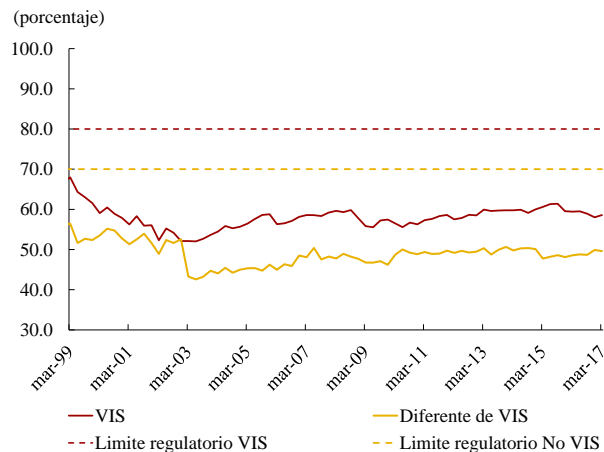
⁶De acuerdo con el Decreto 195 de 2000, modificado por el De-

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.

Gráfico 4: Loan to Value



Fuentes: Asobancaria; cálculos del Banco de la República.

creto 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.

2 Evolución de los precios de la vivienda en las tres ciudades principales⁷

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)⁸, con el fin de tener una herramienta 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 deflactados por el índice de precios al consumidor (IPC) nacional sin alimentos. A abril de 2017 todas las ciudades registraron crecimientos inferiores a los de octubre de 2016, y a los observados hace un año, con excepción de Bogotá, que continuó con su leve tendencia creciente. Para el agregado de las ciudades analizadas, la variación real anual en ese período alcanzó -1,0%, inferior al dato de octubre de 2016 (0,1%), y al de doce meses atrás (0,4%)⁹.

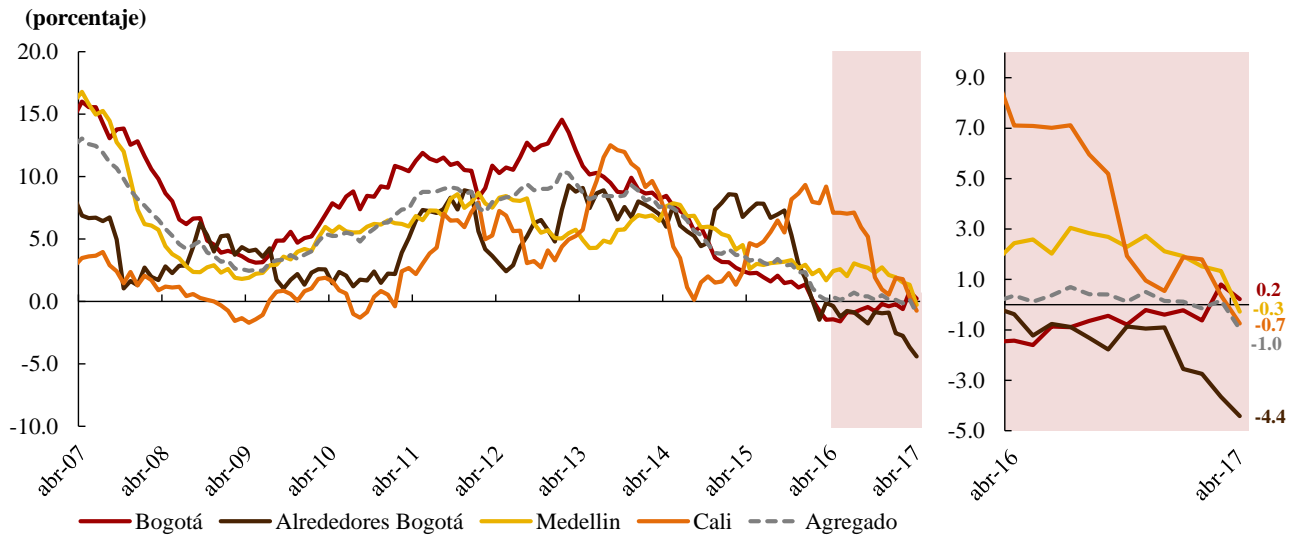
Para el caso de Cali y Medellín, el IPVNBR tuvo una variación de -0,7% y -0,3%, respectivamente, mientras que seis meses atrás mostraban crecimientos de 1,9% y 2,3%, en su orden. Los alrededores de Bogotá fueron los que evidenciaron la mayor desaceleración, pasando de -0,9% en octubre de 2016 a -4,4% un semestre después. Por su parte, Bogotá fue la única ciudad que mostró aceleraciones, al pasar de -0,8% a 0,2% en el mismo período.

⁷Las tres ciudades principales corresponden a Bogotá, Cali y Medellín, dado que a abril de 2017 componen el 76,4% de las ventas totales de la base de La Galería Inmobiliaria.

⁸El 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. 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 Castaño y Morales, 2015).

⁹En términos nominales, los precios de la vivienda para el conjunto de las ciudades analizadas continuaron creciendo en abril de 2017 (4,6%), aunque a una menor tasa que hace seis meses (5,8%).

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

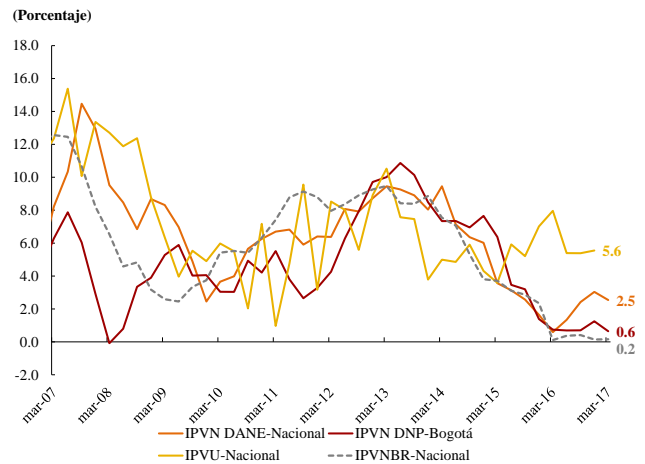


Fuentes: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

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 que la dinámica de desaceleración presentada desde el segundo trimestre de 2013 se ha estabilizado y, en algunos casos, se ha revertido. Para los índices de vivienda, tanto nueva como usada, se observa una estabilización de los crecimientos desde junio de 2016, con la excepción del IPVN del DANE, que se aceleró en el mismo período.

A marzo de 2017 los índices de vivienda nueva del DANE y el DNP (que se aplica solo para Bogotá) tuvieron crecimientos de 2,5% y 0,6%, respectivamente, similares a los presentados seis meses atrás (2,4% y 0,7%, en su orden); el IPVNBR tuvo un crecimiento de 0,2% en el mismo período, inferior al 0,4% observado en septiembre de 2016. Por otro lado, el índice de precios de la vivienda usada (IPVU) había mostrado aceleraciones en el año 2015, tendencia que se revertió en junio de 2016, llevando a un crecimiento de 5,6% en diciembre de 2016.

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

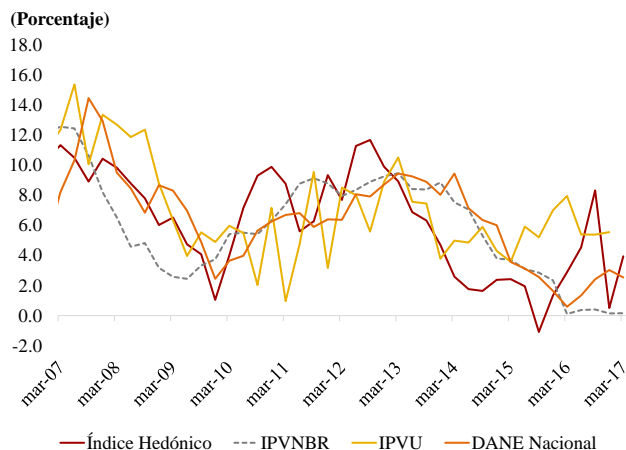


*El IPVN del DANE corresponde a las trece áreas metropolitanas; el IPVU agrega Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Bucaramanga, Cúcuta, Manizales, Neiva y Villavicencio, y los municipios de Soacha (Cundinamarca), Bello, Envigado e Itagüí (Antioquia); el IPVNBR se calcula para el agregado de Bogotá, Cali, Medellín y alrededores de Bogotá, mientras que el IPVN del DNP contempla únicamente a Bogotá. Todos los índices fueron deflactados por el IPC nacional sin alimentos. 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.

Con el objetivo de complementar el análisis anterior, se calculó un índice de precios de vivienda utilizando la metodología de *Castaño et al. (2013)* para el agregado de las tres ciudades incluidas en el IPVNBR. Esta metodología permite observar la dinámica del precio, controlando los efectos que sobre aquel tienen las características de los inmuebles. Como se observa en el Gráfico 7, ambas metodologías presentan dinámicas similares en toda la muestra, a excepción del último año, donde el índice hedónico mostró dos repuntes, mientras que el IPVNBR se estabilizó. Esta diferencia la podría explicar el hecho de que la mayoría de las ventas en este período se presentaron en segmentos de bajos precios, lo cual podría sesgar el IPVNBR a la baja. Al controlar por las características de los inmuebles, el índice hedónico corrige este sesgo y muestra un incremento en los precios, similar al observado en el IPVN del DANE y en el IPVU del Banco de la República.

Gráfico 7: Comparación del índice de precios hedónicos con otros índices de vivienda



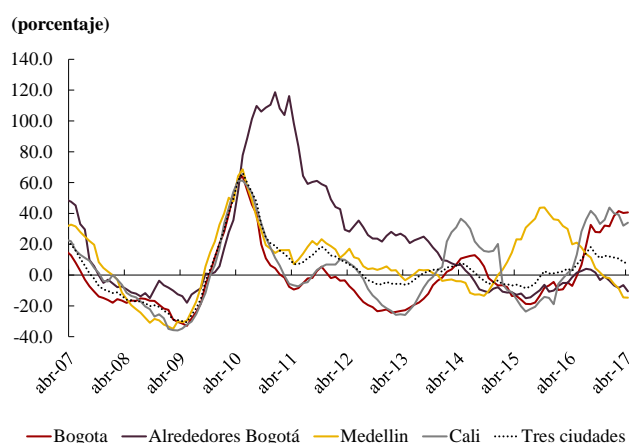
Fuentes: DANE, La Galería Inmobiliaria y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

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 abril de 2017 el crecimiento anual del acumulado de ventas de los últimos doce meses registró una expansión de 7,4 %, inferior al dato de octubre de 2016 (11,0 %, Gráfico 8).

Gráfico 8: Variación anual de las unidades vendidas (acumulado a doce meses)



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

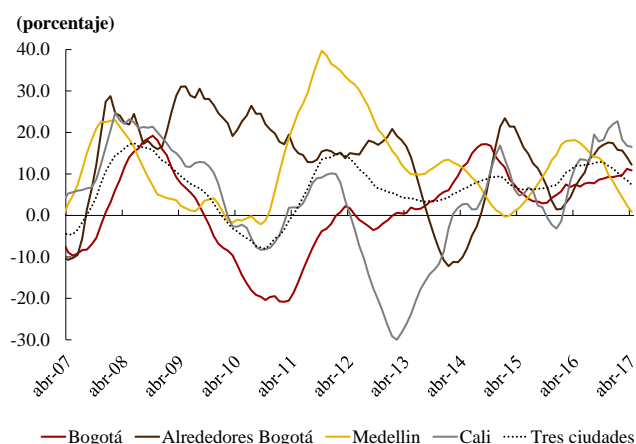
Por ciudad, se aprecia que en los casos de Bogotá y Cali las ventas registraron mayores crecimientos, situándose en 40,6 % y 34,0 %, mientras que seis meses atrás estos valores eran de 27,8 % y 33,2 %, respectivamente. Por su parte, Medellín y los alrededores de Bogotá presentaron una variación negativa de las ventas, registrando decrecimientos de 14,7 % y 10,6 %, en su orden. Medellín continúa evidenciando la tendencia decreciente que se observa desde el segundo semestre de 2015, cuando las ventas presentaban una expansión promedio de 39,0 %. Se resalta la falta de sincronización entre los ciclos de ventas de las ciudades de Bogotá y Cali frente a Medellín, evidente desde 2014.

En cuanto a la oferta de vivienda nueva¹⁰, se observa

¹⁰La oferta en cada momento 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 venden en di-

que su promedio anual para el conjunto de ciudades de interés continuó mostrando un crecimiento positivo a abril de 2017 (7,4%), aunque ha mostrado una desaceleración de 5,4 pp en los últimos seis meses (Gráfico 9). 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 0,9% doce meses después. Cali también ha mostrado una desaceleración en su oferta de vivienda nueva en los últimos tres meses, a pesar de ser la ciudad con el mayor crecimiento de la muestra (16,5%). Bogotá es la única ciudad que muestra una aceleración en su oferta, con un crecimiento de 10,9%, superior al 8,9% que se observó seis meses atrás. Se resalta la tendencia creciente que ha tenido esta expansión desde septiembre de 2015. A pesar de lo anterior, los alrededores de Bogotá han mostrado desaceleraciones en este indicador, creciendo 12,2% en el mismo período (4,8 pp menos que en octubre de 2016).

Gráfico 9: Variación anual de las unidades disponibles



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

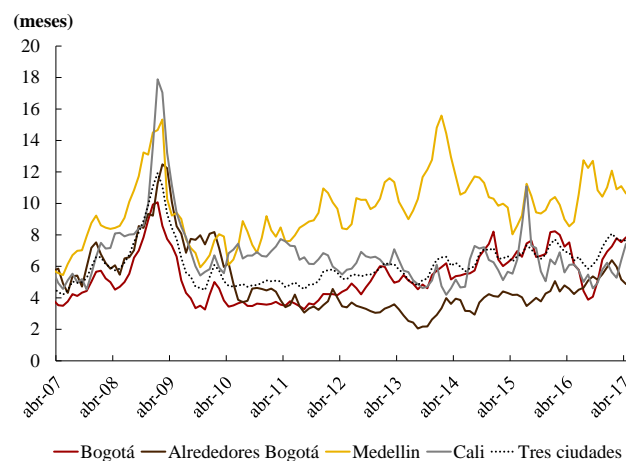
Como complemento al análisis de ventas y oferta se analiza el índice de rotación, calculado como la razón entre las unidades de vivienda nueva ofrecidas mensualmente y el promedio trimestral de las unidades de

cho lapso.

vivienda nueva vendidas¹¹. 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 10, entre octubre de 2016 y abril de 2017 el índice de rotación agregado ha tenido un incremento, pasando de 6,5 a 7,6 meses. Por ciudad, este indicador ha mostrado un comportamiento heterogéneo; se resaltan los incrementos en los índices de rotación de Bogotá y de Cali, que pasaron de 5,1 a 7,8 y de 5,0 a 7,4 meses, respectivamente. Por su parte, Medellín alcanzó un índice de rotación de 10,6 meses (0,2 meses menos que en octubre de 2016), mientras que los alrededores de Bogotá pasaron de 5,1 a 4,9 meses (siendo el segmento con la menor rotación de la muestra).

Gráfico 10: 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 la vivienda usada, se analizan dos indicadores construidos a partir de encuestas realizadas por La Galería Immo-

¹¹Se toma este promedio trimestral debido a que los indicadores mensuales de ventas tienden a ser volátiles.

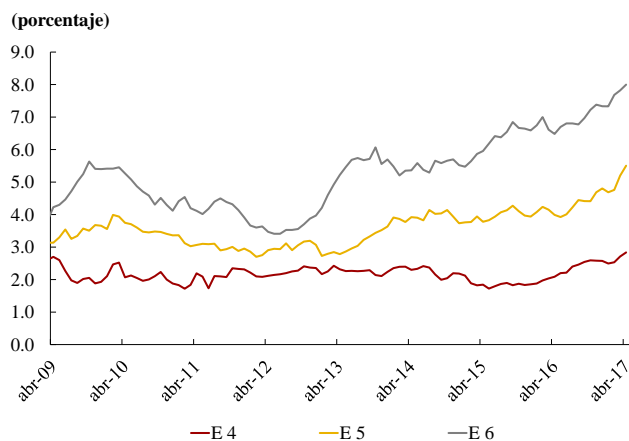
biliaria¹² a inmuebles con aviso de venta o arriendo en los estratos 4, 5 y 6 de Bogotá. Estos indicadores miden la proporción de estas viviendas dentro del total, así como el tiempo que tardan en venderse o arrendarse.

El indicador de disponibilidad de unidades en el mercado de vivienda usada podría mostrar también una aproximación al porcentaje de inmuebles que se han destinado a inversión (venta o arriendo) en los segmentos analizados. Como se puede observar en el Gráfico 11, esta proporción ha aumentado para todos los estratos en los últimos seis meses, alcanzando un incremento promedio de 70 pb. Se resalta especialmente el crecimiento en los estratos 5 y 6, que aumentaron 1,1 pp y 77 pb en el mismo período, respectivamente. Los indicadores de disponibilidad en los tres estratos analizados son los más altos desde que se recolecta esta información.

Desde octubre de 2016, el tiempo de venta de los inmuebles usados en Bogotá se ha reducido para el estrato seis en siete días, mientras que el de los estratos cuatro y cinco tuvo incrementos de 20 y 31 días, respectivamente (Gráfico 12, panel A). Por su parte, el tiempo necesario para arrendar ha mostrado incrementos de 16 y 21 días para los estratos cuatro y seis, en su orden. El estrato cinco, por otro lado, se mantuvo relativamente constante, disminuyendo tan solo cuatro días en el mismo período (Gráfico 12, panel B). Se resalta de lo anterior que el estrato cuatro es el único que muestra aumentos en el tiempo de ventas y arriendo, en los últimos seis meses. El incremento de estos indicadores parece relacionarse con el aumento en la proporción de inmuebles destinados para inversión.

¹²Se 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.

Gráfico 11: 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.

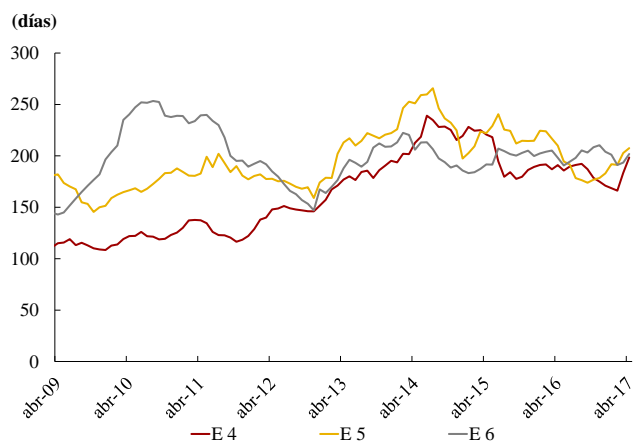
Fuentes: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, en el Gráfico 13 se analiza la variación anual en el valor de los arriendos, medido con el componente de arriendos del IPC. Como se puede observar, la inflación de los alquileres ha tenido una tendencia creciente, que contrasta con la estabilidad que se había observado en el anterior *Informe especial*. Con datos a abril de 2017, los arriendos tuvieron un crecimiento de 4,2% a nivel nacional, 36 pb más que lo observado seis meses atrás. Lo anterior responde al incremento en el valor de los arriendos en todas las ciudades. Bogotá registró un crecimiento de 4,8% en abril (51 pb superior a lo observado en octubre de 2016). Por su parte, Cali y Medellín continuaron presentando una dinámica creciente en el mismo período, alcanzando un crecimiento de 3,3% y 4,6%, respectivamente.

Por último, al evaluar la razón entre precios de la vivienda nueva y los precios de los arriendos, se evidencia una caída en el indicador para el agregado nacional en lo corrido de 2017. Al evaluar por ciudad, se encuentra que este comportamiento ha sido principalmente explicado por la caída en la razón de la ciudad de Medellín, que ha tenido una estabilización en los precios de la vivienda y una aceleración en los de

Gráfico 12

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



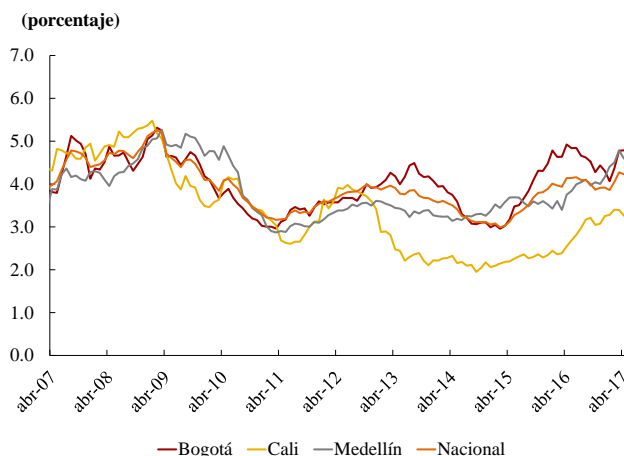
Panel B: Tiempo de arriendo (días promedio últimos 6 meses)



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

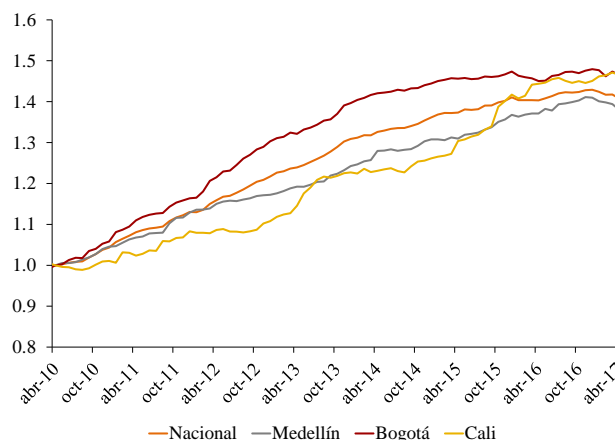
los arriendos. Cali, que había estabilizado su razón alrededor de 1,4 en la versión pasada de este *Informe Especial*, ha mostrado de nuevo crecimientos mayores en los precios de vivienda nueva frente a los registrados en los de los arrendamientos. Bogotá, por su lado, ha mostrado estabilidad en el indicador, alcanzando 1,5 en abril de 2017 (Gráfico 14). Dado que el pago del arriendo se podría considerar como el retorno de los inversionistas a la adquisición de inmuebles, la disminución de la razón implica que este rendimiento podría estar aumentando, luego de un período prolongado de disminuciones, especialmente en la ciudad de Medellín.

Gráfico 13: Variación anual del valor de los arriendos



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

Gráfico 14: 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 aceleración 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. El menor otorgamiento se ha dado en un contexto de estabilización en los precios, similar a lo observado hace seis meses. Los precios de la vivienda usada, de igual manera, han mostrado estabilización en su ritmo de crecimiento en el mismo período.

Por su parte, las ventas de vivienda mostraron una leve desaceleración para el agregado de las ciudades, resultado de comportamientos heterogéneos a nivel individual. Similarmente, en cuanto a la oferta, el agregado de las ciudades analizadas evidencia desaceleraciones en las unidades disponibles, situación que influye en la estabilidad de los precios de los inmuebles.

Por otro lado, se evidencia un incremento en los tiempos requeridos para vender o arrendar viviendas usadas (principalmente para el estrato cuatro), evidenciando un deterioro en este mercado a pesar de la estabilización de los precios en este segmento.

Por último, es importante recordar que en una coyuntura de desaceleración económica como la actual, se podría esperar un menor dinamismo en el mercado de vivienda en Colombia. Sin embargo, las modificaciones en los programas de apoyo a la financiación de vivienda por parte del Gobierno, en el marco del programa Mi Casa Ya, y los anuncios que ha hecho el Gobierno relacionados con la ampliación del programa de subsidio a la tasa de interés para el segmento no VIS, podrían tener 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., Laverde, M., Morales, M. y Yaruro, A. (2013). “Índice de los precios de la vivienda nueva para Bogotá: metodología de precios hedónicos”. *Temas de Estabilidad financiera*, núm. 78, junio.

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