



INFORME ESPECIAL DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL
MERCADO DE VIVIENDA EN
COLOMBIA

Septiembre 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 sigue ubicándose en niveles inferiores a los registrados a finales de los años noventa. Sin embargo, desde septiembre de 2006 ha mostrado una tendencia creciente y alcanzó un nivel de 6,5 % en septiembre de 2017 (Gráfico 1). La cartera registró un crecimiento real anual² de 7,0 % en septiembre, mientras que el PIB presentó una expansión real anual de 2,0 % en el mismo período, mayor al observado dos trimestres atrás (1,3 %)³.

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

¹ Incluye *leasing* habitacional y titularizaciones.

² Los crecimientos reales anuales presentados en este *Informe* fueron deflactados utilizando el IPC sin alimentos.

³ A septiembre de 2017 las titularizaciones registraron una variación real anual de 8,2 %, mientras que seis meses atrás la variación fue de 12,0 %

Gráfico 1: Cartera de vivienda sobre PIB y su tendencia

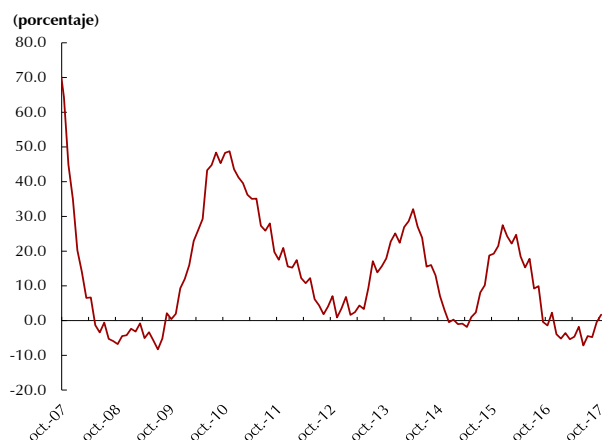


Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE y Titularizadora Colombiana; cálculos del Banco de la República..

El crecimiento de la cartera estuvo acompañado por una recuperación en la dinámica de los desembolsos destinados a compra de vivienda, los cuales registraron un crecimiento real anual de 1,7 % en octubre de 2017, superior al -4,6 % observado seis meses atrás y al -1,4 % registrado un año atrás. Esta expansión es explicada por la aceleración de los desembolsos para la modalidad de vivienda diferente de interés social (no VIS), los cuales registraron un crecimiento real de 1,0 % en el mismo período, luego de presentar decrecimientos durante un año (Gráfico 2). Se resalta que en lo corrido de 2017 los desembolsos para vivienda VIS revirtieron la tendencia creciente que habían venido presentando desde finales de 2015, y en octubre mostraron un crecimiento real anual de 4,6 %, uno de los menores observados en el último año⁴.

⁴ A octubre de 2017 la participación del segmento VIS en el total de desembolsos fue de 20,1 %, mientras que la de no VIS fue el restante 79,9 %.

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



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

La expansión de los desembolsos para la modalidad no VIS podría estar explicada por los incentivos del gobierno nacional con el programa Mi Casa Ya (subsidio a la tasa de interés), por medio del cual se amplió el valor de las viviendas financiadas y la vigencia del Programa del Fondo de Reserva para la Estabilización de Cartera Hipotecaria (Frech) no VIS. El decreto que reglamenta el programa fue expedido el 31 de agosto de 2017 por los ministerios de Hacienda y Crédito Público y de Vivienda, Ciudad y Territorio, y responde al objetivo de continuar impulsando la construcción de vivienda urbana e impactar el crecimiento del país (Tabla 1).

Al analizar las tasas de interés de colocación⁵ para los créditos destinados a la adquisición de vivienda, tanto para el segmento no VIS como para el VIS, se encuentra que en los últimos seis meses disminuyeron y en octubre se ubicaron en 10,9% y 12,0%, respectivamente. Las tasas de interés de los créditos destinados a construcción también disminuyeron, aunque las asociadas a VIS lo hicieron en mayor medida: en los últimos seis meses pasaron de 13,1% a 11,9%, mientras que las asociadas a no VIS pasaron de 12,4% a 11,9%

⁵Tasa de interés efectiva anual promedio ponderada.

(Gráfico 3).

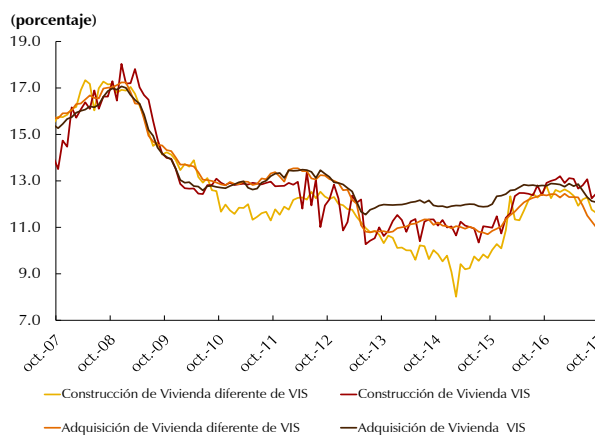
Cuadro 1: Programa Mi Casa Ya (subsidio a la tasa de interés)

Subsidio	Rango de precios	Cupos
Subsidio a la tasa de interés de 2,5pp*	Viviendas de entre 135 y 435 SMMLV (antes el rango estaba entre 135 y 335)	-12.238 cupos por asignar para la vigencia 2017. -20.000 cupos adicionales para la nueva vigencia de 2018 y 2019.

*pp: puntos porcentuales
Fuente: Ministerio de vivienda, ciudad y territorio de Colombia.

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 34 puntos básicos (pb) con respecto a marzo de 2016, al ubicarse en 58,2% en septiembre de 2017. De forma similar, el LTV del segmento no VIS disminuyó, pasando de 48,8% a 47,7% en el mismo período. En ambos casos el indicador se ubica alrededor de 20 puntos porcentuales (pp) por debajo de los límites regulatorios⁶.

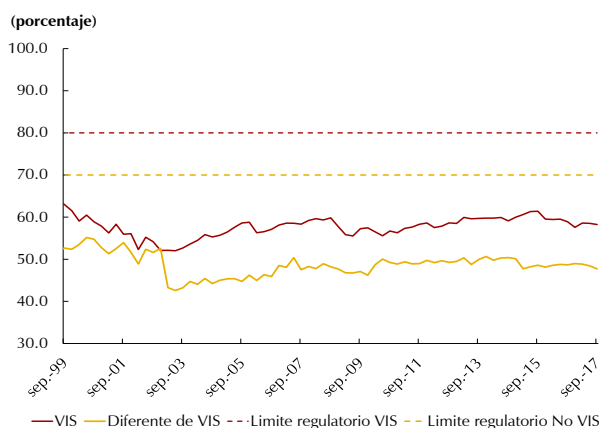
Gráfico 3: Tasas de interés para la construcción y adquisición de vivienda (colocación pesos)



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

⁶De 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.

Gráfico 4: Loan to Value



Fuentes: Asobancaria; cálculos del Banco de la República.

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 del IPVNBR deflactado por el índice de precios al consumidor (IPC) nacional sin alimentos. A octubre de 2017, el agregado de las ciudades analizadas mostró una variación real anual de -1,0%, inferior

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).

al dato de abril (-0,6%), y al de doce meses atrás (0,7%)⁹.

Por ciudad, se encuentra que todas registraron crecimientos inferiores a los de abril del mismo año, con la excepción de Cali, que tuvo una leve recuperación durante el período analizado. Con respecto a hace un año los crecimientos de todas las ciudades también son inferiores, a excepción de Bogotá, que tuvo una leve aceleración a principios de 2017.

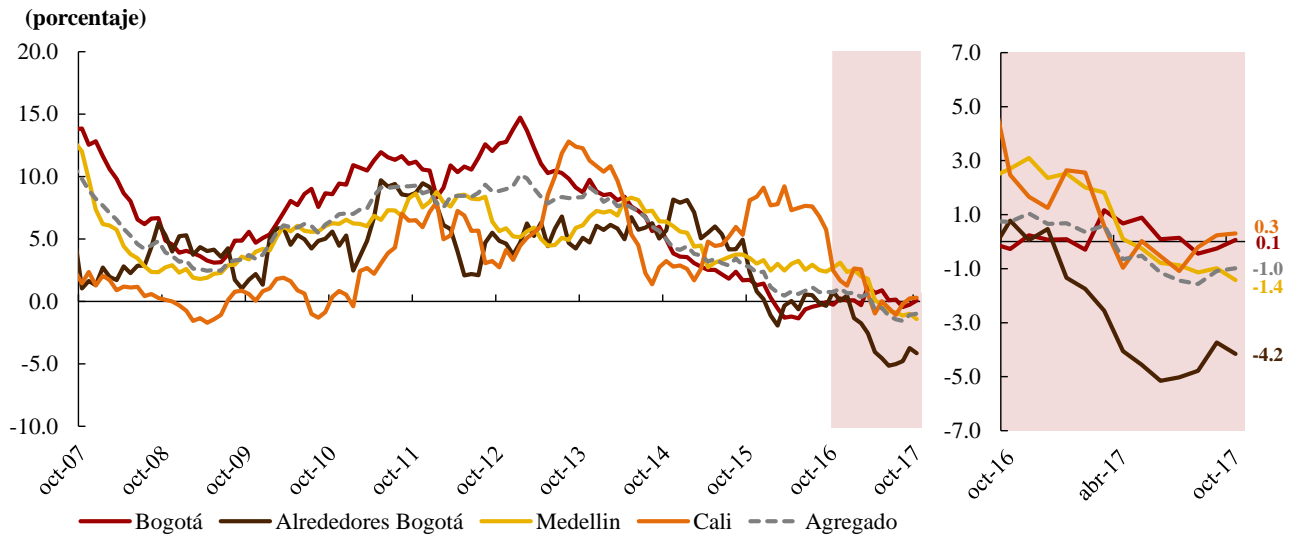
En cuanto al crecimiento de los últimos seis meses, Bogotá tuvo una ligera desaceleración, al pasar de 0,7% a 0,1%. En los alrededores de la capital, el IPVNBR tuvo una variación de -4,2% similar a la presentada seis meses atrás (-4,1%). Medellín fue la ciudad que evidenció la mayor desaceleración, pasando de 0,1% en abril a -1,4% un semestre después. Por su parte, Cali fue la única ciudad que mostró aceleraciones, al pasar de -1,0% a 0,3% en el mismo período.

En el Gráfico 6 se presenta una comparación de los crecimientos reales de los distintos índices de precios de la vivienda disponibles en Colombia. En términos generales, estos índices, tanto de vivienda nueva como usada, tienen comportamientos similares, y muestran una desaceleración en lo corrido de 2017, a excepción del índice del DNP que ha mostrado una estabilización.

A septiembre de 2017 el índice de vivienda nueva del DNP (que se aplica solo para Bogotá) y el IPVNBR tuvieron crecimientos de 0,4% y -1,1%, menores a los presentados en marzo de 2017 (0,6% en ambos casos). Similarmente, el índice de precios de la vivienda nueva del DANE presentó una tendencia decreciente entre diciembre de 2016 y junio de 2017, ubicándose en 1,5% en el último período. El índice de precios de vivienda usada registró una fuerte corrección, al pasar de 5,8% a 1,1% en el mismo período, mostrando el mismo comportamiento del mercado de vivienda nueva.

⁹En términos nominales, los precios de la vivienda para el conjunto de las ciudades analizadas continuaron creciendo en octubre de 2017 (3,7%), aunque a una menor tasa que hace seis meses (4,9%).

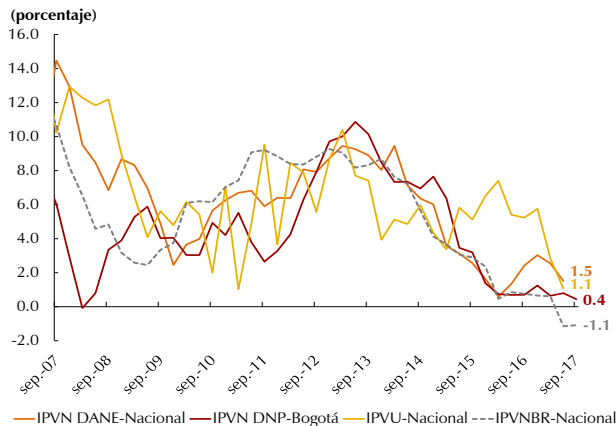
Gráfico 5: Variación real anual de los precios de la vivienda*



*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.

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.

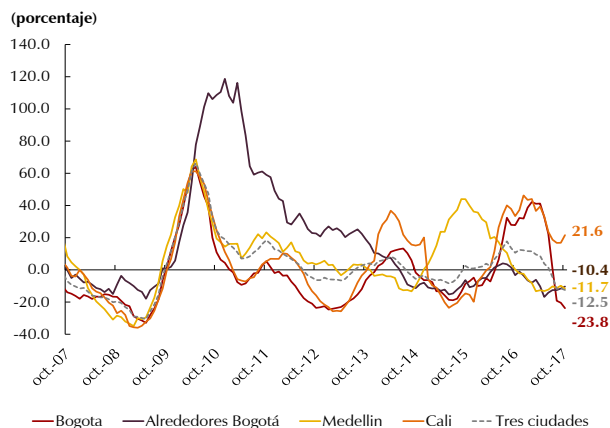
va por primera vez desde principios de 2015 (Gráfico 6).

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, se observa que a octubre de 2017 el crecimiento anual del acumulado de ventas de los últimos doce meses continuó su senda decreciente, registrando una contracción de 12,5%, inferior al crecimiento de 8,7% observado en abril de 2017 (Gráfico 7).

Por ciudad, se aprecia que en Cali las ventas registraron el mayor crecimiento de las ciudades analizadas (21,6%), aunque fue un registro inferior al observado

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



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

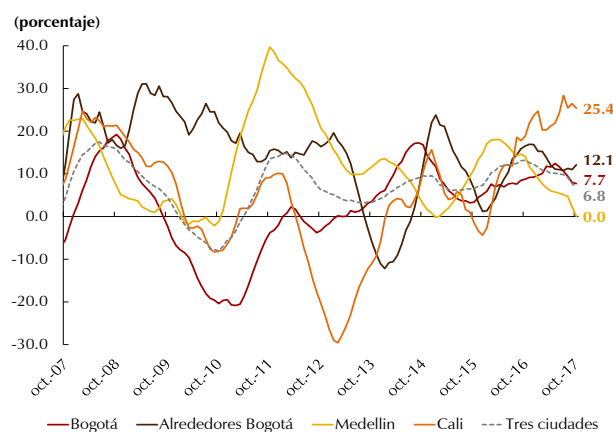
seis meses atrás (39,4%). Bogotá, que había presentado crecimientos positivos en el primer semestre del año, tuvo una fuerte desaceleración en los últimos seis meses, al pasar de un crecimiento de 41,2% en abril de este año a una contracción de 23,8% seis meses después. Por su parte, Medellín y los alrededores de Bogotá continuaron presentando variaciones negativas en las ventas, al decrecer 11,7% y 10,4%, respectivamente.

En cuanto 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 octubre de 2017 (6,8%), aunque ha mostrado una desaceleración de 3,3 pp en los últimos seis meses (Gráfico 8). Medellín continuó con la senda decreciente que venía presentando desde mediados de 2016, ubicándose en 0,0% en el período de análisis. Bogotá también mostro desaceleraciones, al pasar de un crecimiento de 11,6% a uno de 7,7% en los últimos seis meses. Esta situación contrasta con la observada entre mediados de 2015 y el primer trimestre del año, cuando

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 dicho lapso.

do las unidades disponibles mostraron aceleraciones. Los alrededores de Bogotá, por su lado, mantuvieron relativamente constante su crecimiento, mostrando un ligero repunte en octubre, al registrar una expansión de 12,1%. Cali, en contraste, mostró aceleraciones, al pasar de una expansión de 21,2% a una de 25,4% en el mismo período. Se resalta que sigue siendo la ciudad con mayor crecimiento de la muestra, igual a lo observado en las ventas de vivienda nueva.

Gráfico 8: Variación anual de las unidades disponibles



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

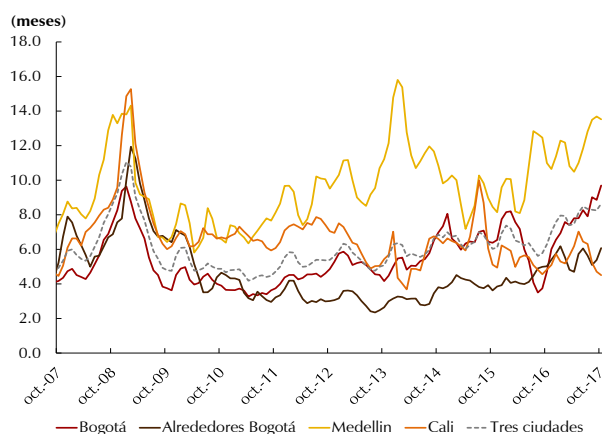
Como complemento al análisis de ventas y oferta se analiza el índice de rotación, calculado como la razón entre las unidades de vivienda nueva ofrecidas mensualmente y el promedio trimestral de las unidades de vivienda nueva vendidas¹¹. El indicador permite determinar en cuántos meses podría ser vendida 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 9, entre abril y octubre de 2017 el índice de rotación agregado ha tenido un incremento, pasando de 7,5 a 8,6 meses. Por

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

ciudad este indicador ha mostrado un comportamiento heterogéneo; se resaltan los incrementos en los índices de rotación de Bogotá, sus alrededores y de Medellín, que pasaron de 7,8, 4,7 y 10,5 meses a 9,7, 6,1 y 13,5 meses, en su orden. En contraste, el indicador de Cali tuvo una reducción, al pasar de 6,2 a 4,5 meses en el mismo período, situación explicada por un incremento más pronunciado en el promedio de las ventas trimestrales que en la oferta.

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



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

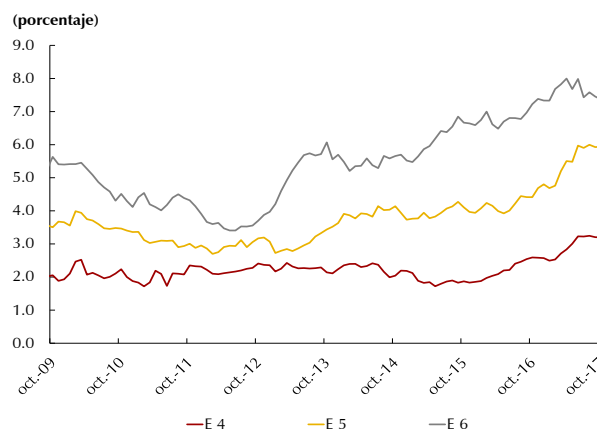
Por el lado del comportamiento del mercado de la vivienda usada, se analizan dos indicadores construidos a partir de encuestas realizadas por La Galería Inmobiliaria¹² a inmuebles con aviso de venta o arriendo en los estratos 4, 5 y 6 de Bogotá.

En el Gráfico 10 se presenta el indicador de disponibilidad de unidades en el mercado de vivienda usada,

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 la ventana 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.

calculado como la proporción de viviendas en venta o arriendo del total de hogares por estrato. Este indicador podría mostrar también una aproximación al porcentaje de inmuebles que se han destinado a inversión en los segmentos analizados. Esta proporción corrigió la tendencia creciente que venía presentando desde el primer semestre de 2015 para los tres estratos analizados. En particular, se observó una estabilización para los estratos cuatro y cinco, mientras que el estrato seis, que históricamente ha tenido la proporción más alta de inmuebles en venta o arriendo, tuvo una reducción, al pasar de 8,0% a 7,4% entre abril y octubre de 2017.

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



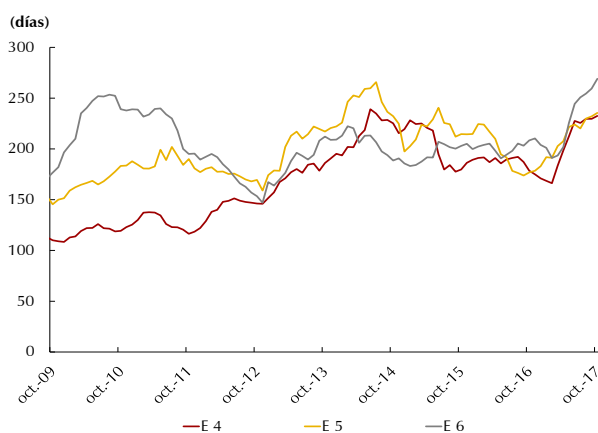
*La Galería Inmobiliaria construye una muestra de vivienda usada en los estratos 4, 5 y 6 de Bogotá, a partir de la cual calcula la proporción de inmuebles en venta o arriendo dentro del total de viviendas analizadas.

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

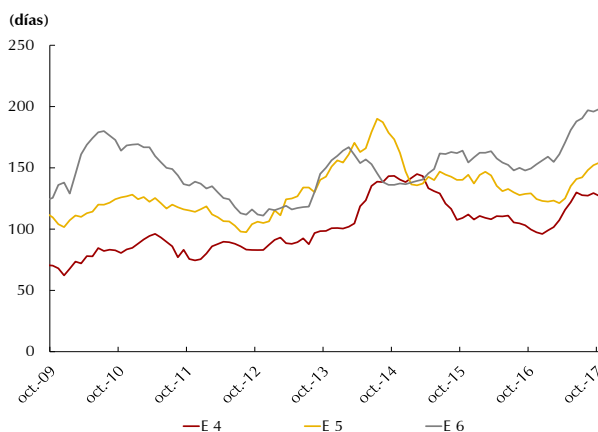
En segundo lugar, en el Gráfico 11 se presenta el tiempo necesario para vender y arrendar inmuebles usados en Bogotá, indicador que desde enero de 2017 se ha incrementado significativamente para los tres estratos analizados. Entre abril y octubre del mismo año el tiempo de venta aumentó en 34, 28 y 67 días para los estratos cuatro, cinco y seis, en su orden (Gráfico 11, panel A). En el mismo período el tiempo necesario para arrendar ha registrado crecimientos de 11, 29 y 27 días para los mismos estratos. A pesar de lo anterior, se observa una estabilización en este indicador para el estrato cuatro desde junio de 2017. Los estratos cinco

Gráfico 11

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



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



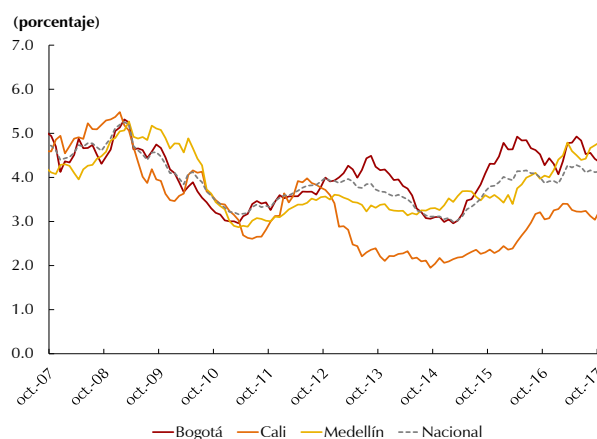
Fuentes: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

y seis, por su lado, mantienen la tendencia creciente presentada desde comienzos de año (Gráfico 11, panel B). El incremento de estos indicadores pudo haber desincentivado la inversión en el mercado de vivienda usada, situación que sería consecuente con la disminución del porcentaje de inmuebles en venta o arriendo en este segmento.

Por otro lado, en el Gráfico 12 se analiza la variación anual en el valor de los arriendos, medida con el componente de arriendos del IPC. Como se puede observar, la inflación de los alquileres a nivel nacional se ha mantenido relativamente constante en los últimos seis

meses, alcanzando 4,1% a octubre de 2017; sin embargo, para las tres ciudades analizadas se encuentran resultados heterogéneos. Bogotá tuvo una inflación de arriendos de 4,3% en el mismo mes, 44 pb menos que lo observado en abril del año en curso. En contraste, los arriendos en Medellín tuvieron un incremento de 20 pb en el mismo período, alcanzando 4,8%. Cali, por su parte, se mantuvo estable en 3,2% y es la ciudad con la menor inflación de alquileres de la muestra.

Gráfico 12: Variación anual del valor de los arriendos

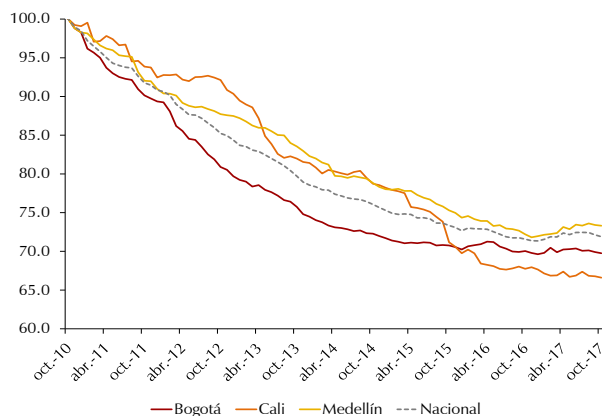


Fuentes: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

Por último, al evaluar el índice de precios de los arriendos relativo a los de la vivienda nueva¹³, se evidencia estabilidad para el agregado nacional en los últimos seis meses, alcanzando 71,9. Al evaluar por ciudad, se encuentra que este comportamiento ha sido explicado por dinámicas heterogéneas en las ciudades de análisis. Bogotá tuvo un comportamiento similar al del agregado, alcanzando un índice de 69,8. En contraste, Cali tuvo una caída de 78 pb en su indicador, al alcanzar 66,6 y Medellín un incremento de 16 pb, registrando 73,3 (Gráfico 13). En términos del crecimiento del indicador, a octubre de 2017 el agregado nacional mostró una expansión de 0,4%, impulsada por Medellín, que creció un 1,5%. Bogotá y Cali decrecieron 0,4% y 1,7%, en su orden.

¹³El índice se calcula como la razón entre el IPC de arriendos con base en octubre de 2010, y el IPVNBR con la misma base para cada una de las ciudades de análisis.

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, el crecimiento de la cartera de vivienda registrado durante los últimos seis meses estuvo acompañado de una recuperación en la tasa de crecimiento de los desembolsos, principalmente del segmento no VIS. El mayor otorgamiento se ha dado en un contexto de mayores incentivos a la adquisición de este tipo de vivienda, ante la modificación del programa Mi Casa Ya.

Por otro lado, en el período de análisis se observó un menor crecimiento en los precios de la vivienda nueva, lo que podría ser explicado por una menor demanda y una oferta que continúa creciendo, aunque a un menor ritmo que el observado un año atrás. De manera similar, los precios de la vivienda usada tuvieron desaceleraciones en los últimos seis meses, lo que estuvo acompañado de una disminución en la proporción de este tipo de inmuebles destinados a venta o arriendo, y un incremento en el tiempo requerido para venderlos o arrendarlos.

En cuanto al valor de los arriendos, se ha observado estabilidad entre abril y octubre de 2017, aunque se ob-

servan comportamientos heterogéneos entre las ciudades analizadas. La razón entre el precio de la vivienda y su arriendo también ha mostrado un comportamiento relativamente estable.

Por último, es importante resaltar que en una coyuntura de desaceleración económica como la actual, es natural observar un menor dinamismo en el mercado de vivienda en Colombia como el expuesto en este reporte. En ese sentido, es importante seguir monitoreando los riesgos asociados con el incremento en los tiempos de venta y arriendo en los mercados de vivienda nueva y usada, así como sus precios para identificar posibles vulnerabilidades que se podrían materializar en caso de una recuperación económica más lenta a la esperada. 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 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.