



INFORME ESPECIAL DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL
MERCADO DE VIVIENDA EN
COLOMBIA

Marzo de 2016

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 junio de 2007 ha mostrado una tendencia creciente y alcanzó un nivel de 6,0% a diciembre de 2015 (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.

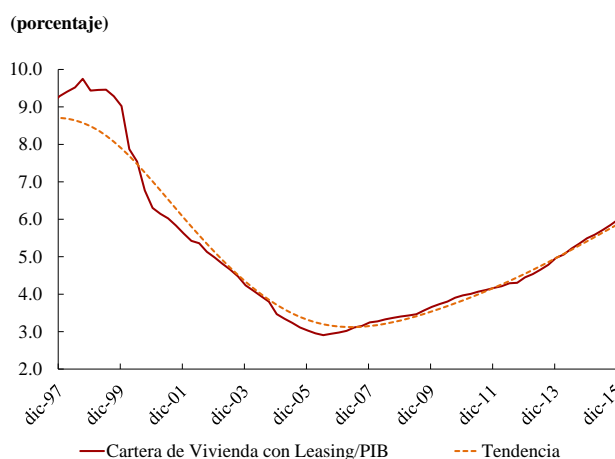
Aunque se evidenció un aumento en este indicador de profundización, a diciembre de 2015 la cartera pre-

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

¹Incluye *leasing* habitacional y titularizaciones.

²A diciembre de 2015, las titularizaciones registraron una variación real anual de -12,4%, mientras que seis meses atrás la variación fue de -0,7%.

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.

sentó el menor nivel de crecimiento desde 2006, al mostrar una variación real anual de 8,0%, cifra inferior a la registrada seis meses atrás (10,0%). Por su parte, durante el cuarto trimestre de 2015 el PIB presentó un crecimiento real anual de 3,3%, dinámica superior a la observada en el segundo trimestre de 2015 (3,1%).

A pesar de la menor dinámica de la cartera con respecto a junio de 2015, los desembolsos destinados a compra de vivienda registraron un crecimiento real anual de 20,2% en febrero de 2016, superior al 9,6% observado seis meses atrás, aunque menor al 35,6% evidenciado en diciembre de 2015. Este aumento ha estado asociado principalmente con los desembolsos para la modalidad de vivienda diferente de interés social (no VIS), que registraron un crecimiento de 27,4% en febrero (Gráfico 2). Se podría esperar que la buena dinámica de los desembolsos se mantenga durante

2016, como respuesta a la ejecución del programa *Mi Casa Ya* (Cuadro 1).

Cuadro 1: Programa *Mi casa ya*

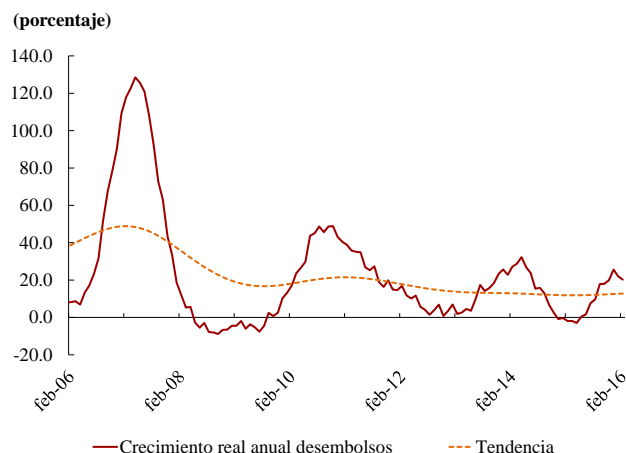
Mi Casa Ya	Ahorradores	-77 mil cupos. -Ingresos hasta 2 SMMLV. -Cobertura de 5 pp a la tasa de interés. -Subsidio de 30 SMMLV para ingresos menores a 1,6 SMMLV, y de 25 SMMLV para ingresos entre 1,6 y 2 SMMLV. -Viviendas hasta 70 SMMLV.
	Cuota inicial	-100 mil cupos. -Ingresos entre 2 y 4 SMMLV. -Cobertura de 4 pp a la tasa de interés. Subsidio de 20 SMMLV para ingresos entre 2 y 3 SMMLV, y de 12 SMMLV para ingresos entre 3 y 4 SMMLV. -Viviendas entre 70 y 135 SMMLV.
	Subsidio a la tasa	-Ingresos hasta 8 SMMLV VIS y VIP: -30 mil coberturas -Cobertura de 5 pp a viviendas de hasta 70 SMMLV, y de 4 pp a viviendas entre 70 y 135 SMMLV. -Viviendas hasta 135 SMMLV. No VIS: -50 mil coberturas -Cobertura de 2,5 pp a la tasa de interés. -Viviendas entre 135 y 335 SMMLV. -Incluye Bogotá y sus alrededores.

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

Al analizar las tasas de interés de colocación³ para los créditos destinados a la adquisición de vivienda, se resalta que durante los últimos seis meses estas aumentaron entre 70 y 80 puntos básicos (pb), y a febrero de 2016 se ubicaron en 12,6% para la compra de vivienda de interés social (VIS) y 11,5% para el segmento diferente de VIS. La tasa de interés de los créditos destinados a construcción de vivienda no VIS

³Tasa de interés efectiva anual promedio ponderada.

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



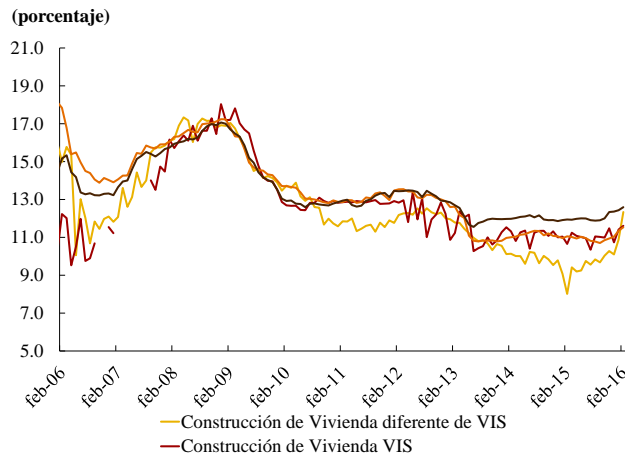
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

siguió registrando la tendencia creciente evidenciada hace seis meses, aumentando 2,5 puntos porcentuales (pp) con respecto a agosto de 2015, mientras que la tasa de interés asociada con construcción de vivienda VIS siguió aumentando pero en menor medida (60 pb0), ubicándose en 11,6% en febrero de 2016 (Gráfico 3).

Para analizar qué proporción del valor de la vivienda es financiada con crédito, se analiza 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 1,8 pp con respecto a junio de 2015, al ubicarse en 59,5% a diciembre del mismo año. Por su parte, el LTV del segmento diferente de VIS aumentó, pasando de 48,2% a 48,7% en el mismo período. Cabe resaltar que el indicador se ubica alrededor de 21 pp por debajo de los límites regulatorios⁴ en ambos segmentos.

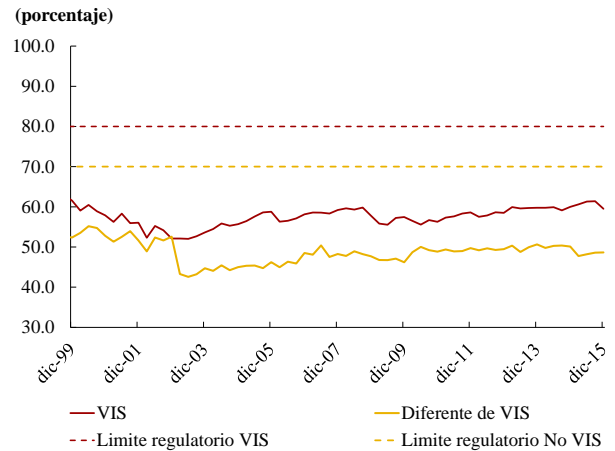
⁴De acuerdo con el Decreto 195 de 2000, modificado por el Decreto 3760 de 2008, es posible financiar hasta el 70% del valor del inmueble para la vivienda diferente de VIS, mientras que en los créditos destinados a la financiación de VIS podrá financiarse hasta el 80% del valor del inmueble.

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.

2 Evolución de los precios de la vivienda en las tres ciudades principales⁵

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 (IPVNB)⁶, 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 relativos al índice de precios al consumidor (IPC) para Bogotá, Medellín y Cali. Allí se observa que para los dos primeros casos los precios han disminuido en términos reales, mientras

que para Cali los precios de la vivienda registraron menores tasas de crecimiento que las observadas durante 2015. Para el agregado de las ciudades analizadas, la variación real anual a febrero de 2016 alcanzó -3,4%, mientras que en el mismo mes de 2015 crecía al 1,8%, lo que muestra una desaceleración en los precios de la vivienda relativos al IPC⁷.

En el caso de Bogotá y Medellín dicho indicador presentó variaciones de -3,8% y -2,1%, mientras que hace un año mostraba crecimientos del orden de 1,7% y 1,1%, respectivamente. Para los alrededores de Bogotá también se evidencia una desaceleración, pasando de 6,4% en febrero de 2015 a -4,7% un año después. Por el contrario, Cali mostró una aceleración, al pasar de -1,5% a 2,8% en el mismo período. A pesar de lo anterior, el crecimiento de los precios en esta ciudad durante lo corrido de 2016 ha sido inferior al promedio de los últimos seis meses de 2015.

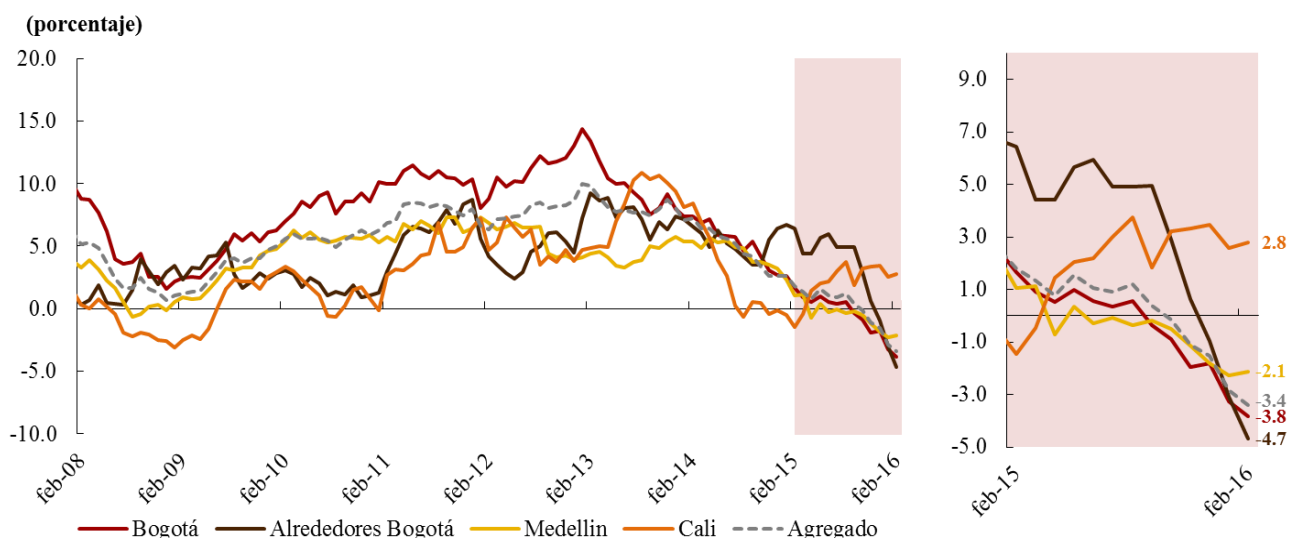
Adicionalmente, se presenta una comparación de los crecimientos reales de los distintos índices de precios de la vivienda disponibles en Colombia (Gráfico 6). En términos generales, estos índices tienen compor-

⁵Las 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.

⁶El IPVNB 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).

⁷En términos nominales, los precios de la vivienda para el conjunto de las ciudades analizadas continuaron creciendo en febrero de 2016 (4,0%), aunque a una menor tasa que hace un año (6,3%).

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



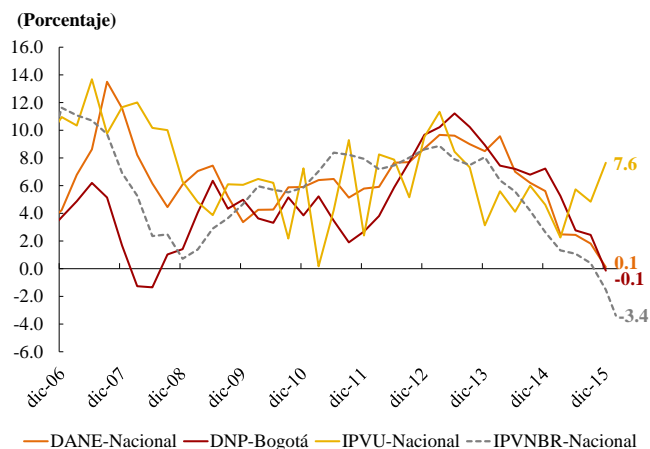
*Los índices de precios fueron deflactados por el IPC de la ciudad correspondiente. El dato agregado se deflactó por el IPC Nacional.

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

tamientos similares, y muestran una dinámica de desaceleración desde el segundo trimestre de 2013, la cual se revirtió en el año 2015 para el caso del índice de precios de la vivienda usada (IPVU), que registra un crecimiento real anual de 7,6% en diciembre del mismo año. A nivel nacional, los índices de precios de vivienda nueva (IPVN) del DANE y el IPVNBR registraron disminuciones de 2,3 y 2,6 pp en su tasa de crecimiento real anual a diciembre de 2015 con respecto a junio del mismo año, ubicando sus expansiones en 0,1% y -1,5%⁸, respectivamente al finalizar dicho período. Por su parte, el IPVN del DNP para la ciudad de Bogotá también registró una desaceleración, al pasar de un crecimiento real de 2,8% a -0,1% durante el mismo lapso.

Por último, con relación al análisis del comportamiento de los precios de la vivienda, en el Gráfico 6 se observa que el crecimiento real de los índices presenta tendencias similares, aunque los niveles de cada uno difieran. Por tanto, el comportamiento registrado por el IPVNBR durante enero y febrero de 2016 (Gráfico

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.

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

⁸A febrero de 2016, el IPVNBR tuvo un crecimiento de -3,4%

5) podría señalar posibles decrecimientos adicionales en los demás índices de precios de vivienda nueva en el primer trimestre del presente año.

3 Comportamiento del mercado de vivienda nueva y usada

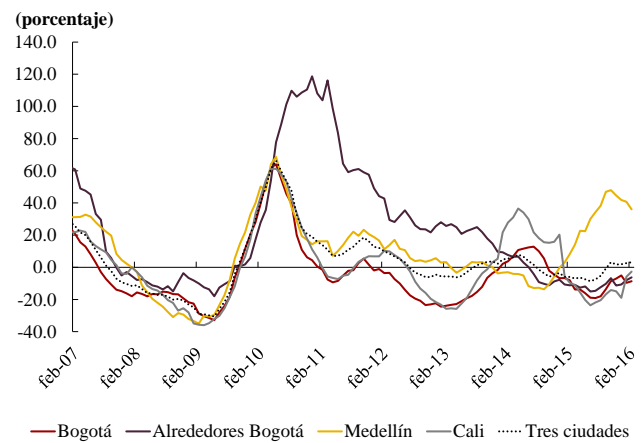
El estudio del comportamiento del mercado de vivienda nueva y usada es útil en la medida en que permite entender el contexto en el que se genera la dinámica de precios descrita en la sección anterior. Al analizar la actividad del mercado de vivienda nueva para el agregado de las tres ciudades principales (Bogotá, Cali y Medellín), se observa que a febrero de 2016 el crecimiento anual del acumulado de ventas de los últimos doce meses registró un crecimiento de 3,2%.

Por ciudad, se aprecia que en los casos de Bogotá, sus alrededores y Cali las ventas registraron crecimientos de -8,7%, -6,3% y -2,1%, mientras que en febrero de 2015 estos valores eran de -8,0%, -11,2% y -9,6%, respectivamente. La excepción a este comportamiento se presentó en Medellín, que mostró una tendencia creciente desde enero de 2015 y llegó a su máximo en octubre del mismo año, alcanzando 48,0%. Entre octubre de 2015 y febrero de 2016 el crecimiento de las unidades vendidas en Medellín se ha desacelerado ligeramente, y a esta última fecha registró un dato de 36,0% (Gráfico 7). Este buen desempeño podría estar asociado con la caída en el precio de la vivienda en esta ciudad, lo que estaría impulsando la demanda. Dada la expectativa de aumento en los desembolsos, se podría esperar, de igual manera, que el comportamiento en las unidades vendidas en los próximos meses muestre un mayor dinamismo.

Frente a la oferta⁹ de vivienda nueva, se observa que su promedio anual para el conjunto de ciudades de interés continuó mostrando un crecimiento positivo a fe-

⁹La 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.

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



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

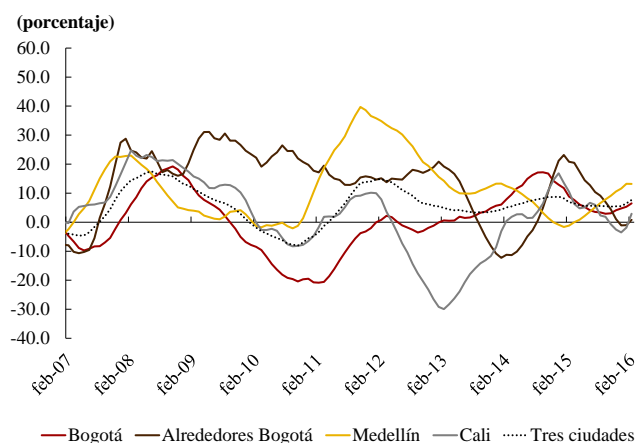
brero de 2016 (7,7%), dato superior al observado doce meses atrás (6,9%) y al promedio del año 2015 (6,0%) (Gráfico 8). Medellín, que venía reportando aceleraciones en el crecimiento de sus unidades disponibles desde inicios de 2015, se estabilizó en febrero de 2016, con un crecimiento de 13,2%. La segunda mayor variación se observó en Bogotá (6,5%), seguida por Cali y los alrededores de la capital, con expansiones de 2,9% y 0,8%, respectivamente, menores a los reportados doce meses atrás (8,8%, 10,5% y 20,8%, en su orden.)

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 para el agregado de las ciudades de estudio se ha mantenido relativamente constante, y a febrero de 2016 se ubicó en 6,8 meses, 0,4 meses más que lo reportado un año atrás. Por ciudad, y frente al nivel registrado en febrero de 2015, se resaltan los incrementos en los indicadores de Bogotá y Cali, que pasaron de 6,1 a 7,4 y de 5,1 a 6,9 meses, respectivamente. Los alrededores de Bogotá alcanzaron un índice de rotación de 4,4 meses (0,2 meses más que lo observado un año atrás), mientras que Medellín fue la única ciudad que tuvo caídas en el indicador, al pasar de 9,9 a 9,0 meses en el mismo periodo, a pesar de que es la ciudad que más tardaría en vender su oferta disponible.

Gráfico 8: Variación anual de las unidades disponibles

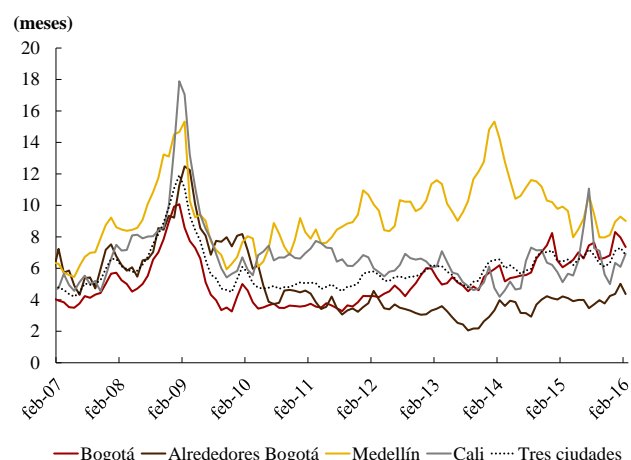


Fuentes: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

Por el lado del comportamiento del mercado de vivienda usada, se analizan dos indicadores construidos a partir de encuestas realizadas por La Galería Inmobiliaria¹⁰ a inmuebles con aviso de venta o arriendo en

¹⁰Se 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 9: Índice de rotación construido con el promedio trimestral de las ventas



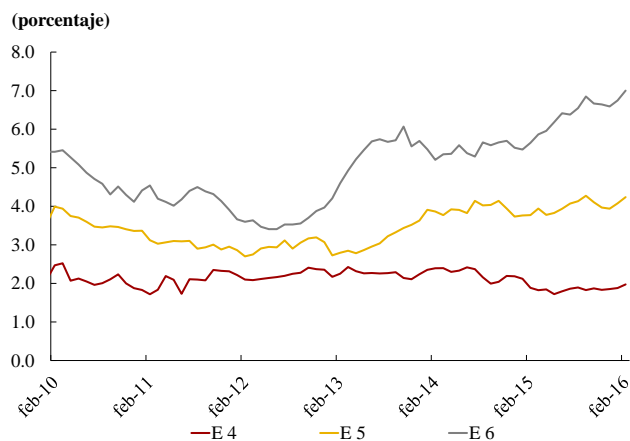
Fuentes: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

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 10, esta proporción se ha mantenido estable en los últimos seis meses para los estratos 4 (2,0%) y 5 (4,2%), mientras que el estrato 6 tuvo un incremento de 50 pb en su indicador (7,0%). El incremento de este último segmento podría estar evidenciando una menor demanda relativa para arriendo y compra por este tipo de inmuebles.

En cuanto al tiempo que tarda en venderse o arrendarse un inmueble, se observa que desde agosto de 2015 el tiempo de venta se ha mantenido relativamente constante para todos los estratos. Las viviendas estrato 4 y 6, que registraron datos de 192 y 204 días, aumentaron 8 y 2 días su tiempo de venta promedio, respectivamente, a febrero de 2016, mientras que el estrato 5 se mantuvo inalterado en 224 días (Gráfico 11, panel

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.

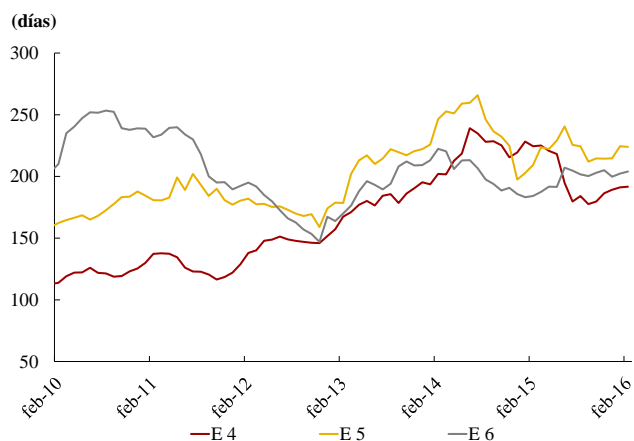
Fuentes: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

A). En cuanto al tiempo de arrendamiento, se evidencia, de igual manera, estabilidad para los tres estratos analizados. Con respecto a agosto de 2015, los estratos 4 y 6 tuvieron disminuciones de 7 y 1 día respectivamente, cerrando en 109 y 162 días en promedio para tardar en arrendar un inmueble. El estrato 5, por su lado, tuvo un ligero incremento de 4 días, cerrando en 147 (Gráfico 11, panel B). Cabe resaltar que el estrato 4 por lo general ha mostrado ser el de menor tiempo requerido para venta o arriendo.

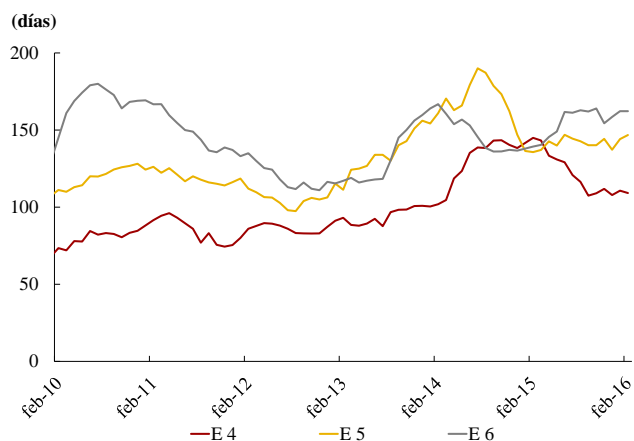
Por su parte, en el Gráfico 12 se analiza la variación anual en el valor de los arriendos efectivos, medido con el componente de arriendos del IPC. Como se puede observar, la tendencia creciente que se había registrado en el anterior Informe Especial se mantiene para la capital, mientras que Medellín y Cali han mantenido su inflación de arrendamientos por debajo del 4%. Bogotá es la ciudad donde el valor de los arriendos es más expansivo, alcanzando una tasa de 4,6% a febrero de 2016, superior a la registrada un año atrás (3,0%). Por su parte, en Cali y Medellín se observa un leve aumento en el mismo periodo, pasando de 2,1% a 2,4% y de 3,4% a 3,6% en su orden.

Gráfico 11

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



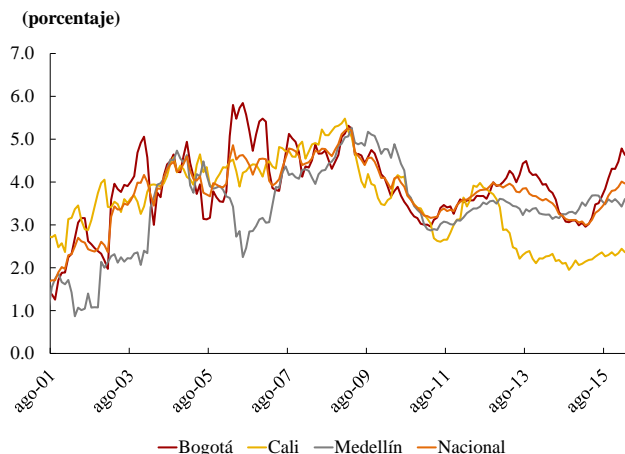
Panel B: Tiempo de arriendo (días promedio últimos 6 meses)



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

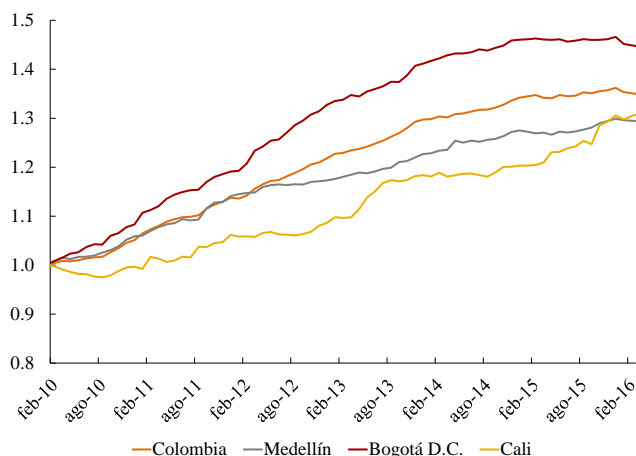
Por último, al evaluar los precios de la vivienda nueva con respecto a los precios de los arriendos, se evidencia estabilidad en el indicador de todas las ciudades analizadas en el último año, a excepción de Cali que ha tenido crecimientos mayores en los precios de vivienda nueva a los observados en los de los arrendamientos (Gráfico 13). Dado que el pago del arriendo se podría considerar como el retorno de los inversionistas a la adquisición de inmuebles, el aumento en el indicador para Cali podría evidenciar una sobrevaloración de las viviendas, dado que los retornos no son consistentes con su valor.

Gráfico 12: Variación anual del valor de los arriendos



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

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



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

4 Conclusiones

En síntesis, a pesar de la desaceleración de la dinámica de la cartera de vivienda registrada durante los últimos seis meses, se observaron incrementos en la tasa de crecimiento de los desembolsos. En este contexto, los precios de la vivienda nueva continuaron presentando menores tasas de crecimiento real y a febrero de 2016 registraron incrementos reales anuales negativos, mientras que los precios de la vivienda usada presentaron un repunte en el último año. Por su parte, las ventas de vivienda mostraron decrecimientos para todas las ciudades, a excepción de Medellín, que mostró el mayor dinamismo de la muestra. En cuanto a la oferta, todas las ciudades analizadas evidencian incrementos en sus unidades disponibles.

En relación con el comportamiento observado en los índices de precios de vivienda nueva, las dinámicas registradas en el mercado resultan coherentes con el desempeño en los precios nominales, que se han desacelerado durante los últimos seis meses ante un mayor crecimiento de la oferta, comparado con aquel registrado por la demanda. Los precios reales de la vivienda nueva, por su parte, reflejan más el comportamiento de los precios agregados de la economía que las dinámicas propias del mercado de vivienda. Por su parte, la relativa estabilidad en los tiempos de venta y arriendo de la vivienda usada son consistentes con el comportamiento de los precios de este segmento, que no han mostrado caídas de la magnitud de las observadas en los precios de la vivienda nueva.

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*, no. 81. Julio.