



INFORME ESPECIAL DE  
**ESTABILIDAD  
FINANCIERA**

---

ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL  
MERCADO DE VIVIENDA EN  
COLOMBIA

---

Marzo de 2015

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

ISSN - 1692 - 4029

## ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL MERCADO DE VIVIENDA EN COLOMBIA

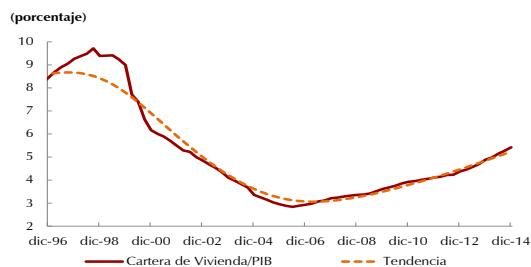
Esteban Gómez  
Miguel Ángel Morales<sup>1</sup>

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 potenciales inestabilidades económicas y financieras. En particular, se estudia el comportamiento de variables asociadas con el precio de los inmuebles, su financiación, los niveles de oferta y de ventas en el mercado de vivienda nueva, y el tiempo que tardan en venderse o arrendarse los inmuebles usados.

### A. Situación general del crédito de vivienda

Al estudiar el comportamiento de la cartera de vivienda<sup>2</sup> 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, ha mostrado una tendencia creciente en los últimos años, alcanzando un nivel de 5,4% a diciembre de 2014, cifra superior a las observadas un año, y seis meses atrás (4,9% y 5,1%, respectivamente) (Gráfico 1).

Gráfico 1.  
Cartera de vivienda sobre PIB y su tendencia



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

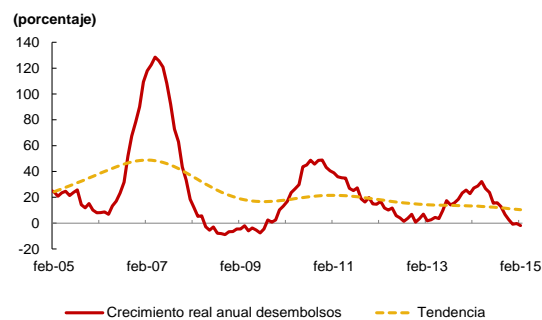
<sup>1</sup>Los autores son, en su orden, director y profesional experto del Departamento de Estabilidad Financiera. Las opiniones no comprometen el Banco de la República ni a su Junta Directiva.

<sup>2</sup> Incluye *leasing* habitacional y titularizaciones.

Este comportamiento está explicado por una mayor expansión de la cartera de vivienda (incluyendo titularizaciones)<sup>3</sup> en comparación con el crecimiento del PIB. A diciembre de 2014 la cartera presentó una variación real anual de 11,2%, cifra que es inferior a la registrada seis meses atrás (14,6%). Por su parte, durante el cuarto trimestre de 2014 el PIB presentó un crecimiento real anual de 3,5%, dinámica inferior a la observada en el segundo trimestre de 2014 (4,3%).

La menor dinámica de la cartera está estrechamente relacionada con el menor crecimiento de los nuevos créditos; al analizar los desembolsos destinados para la compra de vivienda se observa que continuaron desacelerándose, lo que podría estar explicado por la finalización del programa de subsidios a la tasa de interés el año pasado. A febrero de 2015 los nuevos créditos registraron una variación real anual de -1,92%, frente al 27,2% del mismo mes de 2014.

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



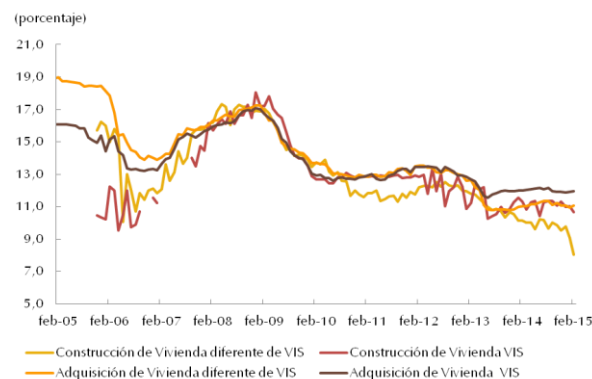
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos Banco de la República.

<sup>3</sup> A diciembre de 2014, las titularizaciones registraron una variación real anual de -6,9%, mientras que seis meses atrás la variación fue de -29,3%.

Cuando se analizan las tasas de interés de colocación<sup>4</sup> para los créditos destinados a la adquisición de vivienda, se resalta que durante el último año estas han permanecido estables, mientras que las tasas de interés para los créditos destinados a construcción de vivienda se han reducido. En particular, las tasas de interés para la compra de vivienda de interés social (VIS)<sup>5</sup> pasaron de 12,0% en febrero de 2014 a 11,9% un año después, y las del segmento diferente de VIS pasaron de 11,0% a 11,1% en el mismo lapso (Gráfico 3). Por su parte, las tasas de interés ofrecidas a los constructores de VIS se redujeron en 67 pb, ubicándose en 10,6% a febrero de 2015, a su vez que las diferentes de VIS mostraron una disminución, al pasar de 10,1% a 8,0%<sup>6</sup> en el período mencionado.

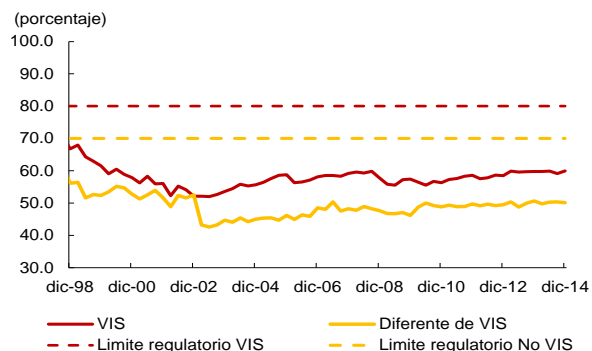
Para analizar qué proporción del valor de la vivienda es financiada con crédito, se analiza el *loan to value* (LTV) —razón entre el valor de los desembolsos y el valor de las garantías—. Como se observa en el Gráfico 4, para la modalidad VIS este indicador se ubicó en 60,0% a diciembre de 2014, cifra superior en 23 pb a la observada en diciembre de 2013. Por su parte, el LTV del segmento diferente de VIS pasó de 50,6% a 50,1% en el mismo período. Cabe resaltar que el indicador se ubica alrededor de 20 pp por debajo de los límites regulatorios<sup>7</sup> en ambos segmentos.

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



Fuente: Banco de la República

**Gráfico 4.**  
Loan to Value



Fuente: Asobancaria; cálculos del Banco de la República.

## B. Evolución de los precios de la vivienda en las tres principales ciudades

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)<sup>8</sup>, con el fin de tener una herramienta

<sup>4</sup> Tasa de interés efectiva anual promedio ponderada.

<sup>5</sup> Es importante mencionar que estas tasas de interés no incluyen el subsidio otorgado por el gobierno nacional, el cual puede variar entre 5 puntos porcentuales (pp) y 2,5 pp de acuerdo con la etapa del programa y al valor de la vivienda. Para mayor información véase el Recuadro 3 del Reporte de Estabilidad Financiera de marzo de 2014, “Programa de cobertura de las tasas de interés para la adquisición de vivienda”.

<sup>6</sup> Este comportamiento obedece a una operación de crédito, de alto monto y baja tasa de interés, otorgada por uno de los establecimientos de crédito.

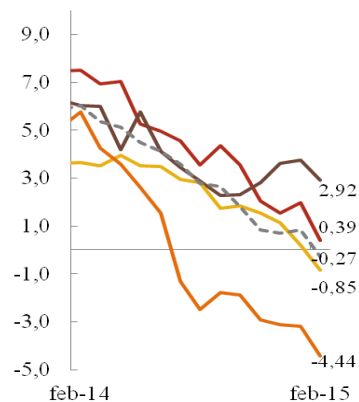
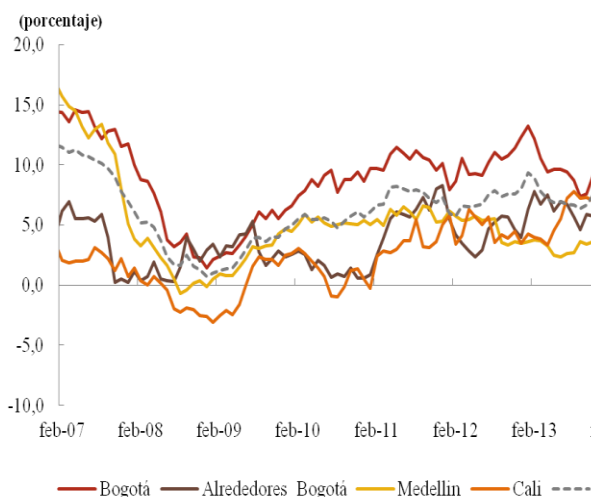
<sup>7</sup> De acuerdo con el Decreto 195 de 2000, modificado por el Decreto 3760 de 2008, es posible financiar hasta el 70% del valor del inmueble para la vivienda diferente de VIS, mientras que en los créditos destinados a la financiación de VIS podrá financiarse hasta el 80% del valor del inmueble.

<sup>8</sup> El 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 2006. Este índice resulta del promedio geométrico entre un índice de Laspeyres y de Paasche. Estos, a su vez, se construyen a partir de los precios y áreas de todos los

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 un conjunto de ciudades (Bogotá, Medellín y Cali), en donde se puede observar que en todos los casos se sigue registrando la tendencia de desaceleración que viene observándose desde comienzos de 2013. En efecto, para el conjunto de las ciudades analizadas, la variación real anual a febrero alcanzó -0,3%, cuando en el mismo mes de 2014 crecía al 6,0%, lo que implica una caída en los precios de la vivienda relativos al IPC<sup>9</sup>.

**Gráfico 5.**  
Variación real anual de los precios de la vivienda<sup>a/</sup>



<sup>a/</sup> 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

inmuebles nuevos disponibles para la venta en un determinado período (para mayor detalle, véase “Metodología del índice de precios de la vivienda nueva [IPVN]”, DANE, mayo de 2013).

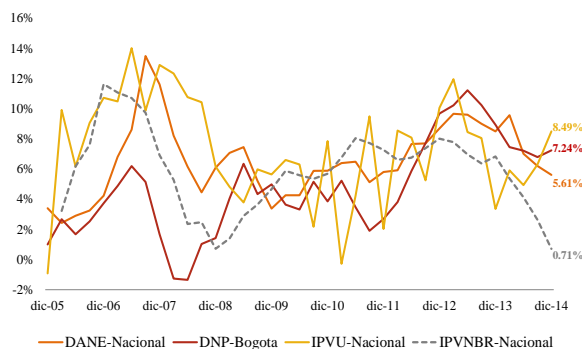
<sup>9</sup> En términos nominales, los precios de la vivienda para el conjunto de las ciudades analizadas continuaron creciendo en febrero de 2015 (4,1%), aunque a una menor tasa que hace un año (8,5%).

Lo anterior también se cumple en el caso de Cali y Medellín, en donde dicho indicador presentó variaciones de -4,4% y -0,9%, cuando hace un año presentaba crecimientos del orden del 5,8% y 3,6%, respectivamente. En el caso de Bogotá y sus alrededores también se evidencia una desaceleración, aunque en términos reales continúan presentando tasas de expansión positivas (0,4% y 2,9%, respectivamente). Finalmente, cabe resaltar que por primera vez desde comienzos de 2009, Bogotá no es la ciudad con los mayores crecimientos de la muestra analizada, siendo superada desde noviembre de 2014 por sus alrededores.

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, mostrando una dinámica de desaceleración desde el segundo trimestre de 2013, la cual solo parece haberse revertido en el caso del índice de precios de la vivienda usada (IPVU), que desde el primer trimestre de 2014 ha mostrado

una mayor dinámica de crecimiento (8,5% a diciembre de 2014). En el caso de los índices de precios de vivienda nueva (IPVN) del DANE y el IPVNBR a nivel nacional, se observaron disminuciones de 2,9 puntos porcentuales (pp) y 6,1 pp entre la tasa de crecimiento de diciembre de 2013 y la del mismo mes de 2014, ubicando los crecimientos en 5,6% y 0,7% para esta última fecha. Por su parte, el IPVN del DNP para la ciudad de Bogotá también registró una desaceleración, al pasar de un crecimiento real de 8,4% a 7,1% entre finales de 2013 y 2014.

**Gráfico 6.**  
Variación real anual de los índices de precios de la vivienda en Colombia<sup>a/</sup>



<sup>a/</sup> El IPVN del DANE corresponde a las trece áreas metropolitanas; el IPVU agrega Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Bucaramanga, Cúcuta, Manizales, Neiva y Villavicencio, además los municipios de Soacha en Cundinamarca y Bello, Envigado e Itagüí, en Antioquia; el IPVNBR se calcula para el agregado de Bogotá, Cali y Medellín, 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.

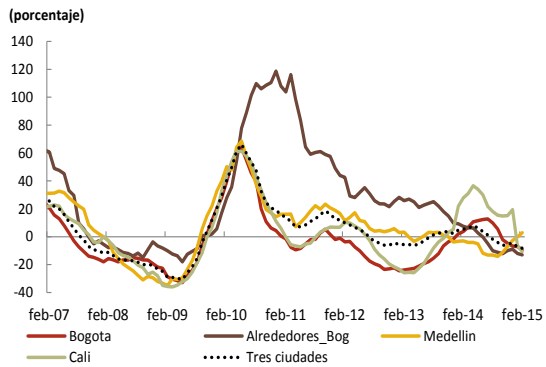
Por último, con relación al análisis del comportamiento de los precios de la vivienda, cabe mencionar lo siguiente. Como se observa en el Gráfico 6, el crecimiento real de los índices tiende a presentar tendencias análogas, si bien los niveles particulares de los mismos difieren. Por tanto, el comportamiento registrado por el IPVNBR en los primeros meses de 2015 (Gráfico 4), podría ser indicativo de posibles desaceleraciones en los demás índices de precios de vivienda nueva en el primer trimestre del presente año.

### C. 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 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)<sup>10</sup>, se observa que a febrero de 2015, el crecimiento anual del acumulado de ventas de los últimos doce meses registró valores negativos (-8,3%). Por ciudad, se tiene que en el caso de Bogotá, sus alrededores y Cali, las ventas registraron crecimientos de -9,4%, -13% y -10,7%, cuando en febrero de 2013 estos valores eran de 3,7%, 7,5% y 27,8%, respectivamente. La excepción a este comportamiento se presentó en Medellín, que registró su primer dato positivo desde noviembre de 2013 (2,9%) (Gráfico 7). Como se mencionó en la sección A de este Informe, el comportamiento en las unidades vendidas se da en un contexto de desaceleración en los desembolsos de cartera de vivienda, lo que podría estar relacionado con las expectativas de menores ingresos dada la desaceleración económica, menores perspectivas de valorización de los inmuebles como consecuencia de la dinámica reciente de los precios y con el fin de los estímulos a la demanda por el agotamiento de los subsidios del FRECH.

<sup>10</sup> A febrero de 2015, Bogotá, Cali y Medellín componen el 65% de las ventas totales de la base de La Galería Inmobiliaria.

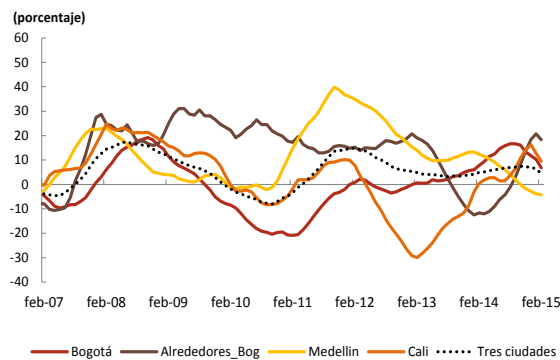
**Gráfico 7.**  
Variación anual de las unidades vendidas  
(acumulado doce meses)



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

Por el lado de la oferta<sup>11</sup> de vivienda nueva, se observa que el promedio anual de la misma para el conjunto de ciudades de interés continuó mostrando un crecimiento positivo (4,4%), si bien se ha desacelerado frente a lo registrado en febrero de 2014 (4,9%) y al promedio de dicho año (6,2%) (Gráfico 8). Al igual que en el caso de las ventas, la única excepción se presentó para Medellín, que reportó una caída por quinto mes consecutivo y

**Gráfico 8.**  
Variación anual de las unidades disponibles



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

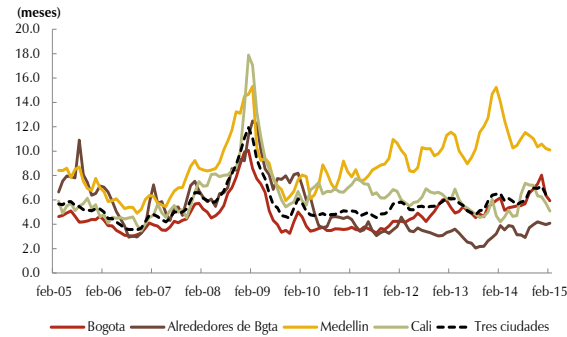
registró una tasa de -4,2%. En particular, la oferta en los alrededores de Bogotá mostró el mayor dinamismo (18,3%), seguido de Cali (9,5%) y Bogotá (6,9%), aunque solo en esta última se presentó una menor expansión frente a febrero de 2014 (7,8%).

Como complemento al análisis de ventas y oferta, se analiza el índice de rotación, calculado como la razón entre las unidades ofrecidas y el promedio trimestral de las unidades 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 ha mostrado una tendencia creciente desde mediados de 2010, y a febrero de 2015 se ubicó en un nivel similar al observado en promedio durante 2014 (6,31 meses frente a 6,34 meses, respectivamente). Por ciudad, y frente al nivel registrado en febrero de 2014, los movimientos más significativos se observaron en Cali y Medellín. En el caso del primero, se observó un incremento de 0,9 meses, mientras que en el segundo el índice se redujo en casi 4 meses, ubicándose en 10,1 meses, que continúa siendo el mayor nivel de la muestra. Por su parte, Bogotá y sus alrededores registraron valores de 5,9 y 4,1 meses en este indicador, respectivamente.

<sup>11</sup> La 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 ese periodo.

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



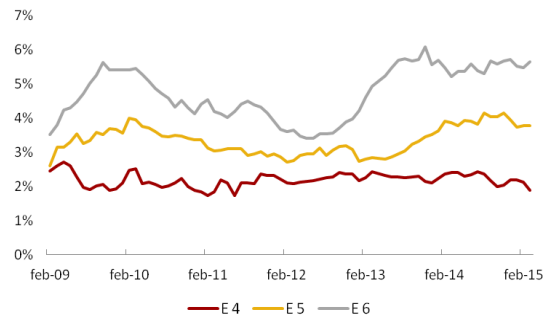
Por el lado del comportamiento del mercado de vivienda usada, se analizan dos indicadores construidos a partir de encuestas realizadas por La Galería Inmobiliaria<sup>12</sup> a inmuebles con aviso de venta o arriendo en los estratos 4, 5 y 6 de Bogotá. Estos indicadores miden la proporción de estas viviendas dentro del total, así como el tiempo que tardan en venderse o arrendarse.

La primera medida permite tener una medición de la disponibilidad de unidades en el mercado de vivienda usada, y puede entenderse también como 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 no ha presentado cambios significativos en el último año en el caso de los estratos 5 y 6, ubicándose en 3,8% y 5,5%, valores muy cercanos al promedio de 2014 para estos segmentos (3,9% y 5,5%,

<sup>12</sup> Se seleccionan las manzanas a recorrer y se realiza un levantamiento de cada uno de los predios de la manzana. Dentro del proceso de visita a cada una de las manzanas seleccionadas, se identifican los inmuebles para venta y arriendo mediante el aviso que se publica en las ventanas de la vivienda. Posteriormente, se llama 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.

respectivamente). En el caso del estrato 4 se observa una tendencia a la baja desde septiembre de 2014, pasando de registrar un promedio de 2,3% en dicho año a 2,1% en febrero del año en curso.

**Gráfico 10.**  
**Inmuebles en venta o arriendo como proporción de la oferta disponible<sup>a/</sup>**

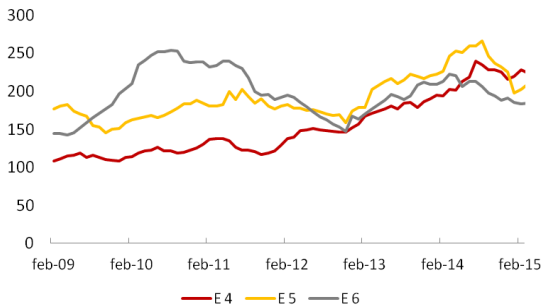


<sup>a/</sup> La Galería Inmobiliaria construye una muestra de vivienda usada en los estratos 4, 5 y 6 de Bogotá, a partir de la cual calcula la proporción de inmuebles en venta o arriendo dentro del total de viviendas analizadas. Fuente: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

En cuanto al tiempo que tarda en venderse o arrendarse un inmueble, se observa que en el caso del primero se vienen presentado disminuciones desde agosto de 2014 en todos los estratos, aunque esta tendencia se revirtió en los primeros dos meses de 2015 para el estrato 4 (Gráfico 11, panel A). De hecho, en términos generales este último ha presentado una tendencia al alza en este indicador desde 2009, lo que lo ha llevado a pasar de ser el estrato en el que más rápido se vendía un inmueble a ser el de mayores días promedio (224 días frente a 209 y 184 días en los estratos 5 y 6, respectivamente). En términos del tiempo de arrendamiento se evidencian dinámicas similares, con los estratos 5 y 6 presentando disminuciones en los tiempos promedio desde agosto de 2014 y el estrato 4 mostrando un aumento pronunciado desde abril del mismo año y luego estabilidad en valores cercanos a 142 días desde noviembre del mismo año (Gráfico 11, panel B). Análogo con el segmento de ventas, esto último implicó que el estrato 4 pasara de ser el de menor tiempo de arriendo al

mayor (142 días frente a 136 y 138 días en los estratos 5 y 6, respectivamente).

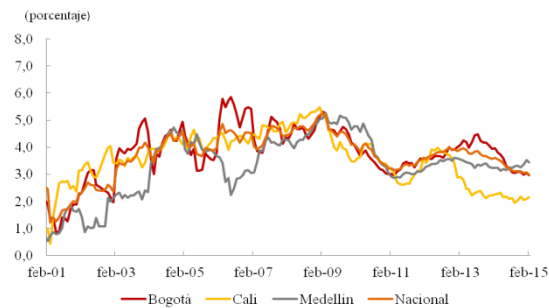
**Gráfico 11.**  
Tiempo de venta y arriendo (días promedio últimos 6 meses)



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

Por último, en el Gráfico 12 se analiza la variación anual en el valor de los arriendos efectivos, medido con el IPC. Como se puede observar, se presenta una desaceleración desde finales de 2012 para el total nacional, Bogotá y Cali, aunque en el caso de esta última parece estabilizarse desde octubre de 2014. En particular, Cali sigue siendo la ciudad en la que el valor de los arriendos es menos expansivo, alcanzando una tasa de 2,2% a febrero de 2015, similar a la registrada un año atrás (2,3%).

**Gráfico 12.**  
Variación anual del valor de los arriendos



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

Por su parte, en Bogotá se observa una disminución más pronunciada en el crecimiento de los arriendos, los cuales pasaron de 4% a 3% en el mismo periodo. Por último, Medellín fue

la única ciudad analizada en la que se registraron incrementos en el crecimiento del valor de los arriendos, pasando de 3,2% a 3,4% entre febrero de 2014 y el mismo mes de 2015. En síntesis, durante el 2014 se observó una menor dinámica en el mercado de crédito de vivienda, con desaceleraciones en la tasa de crecimiento de los desembolsos que se reflejaron en una menor expansión de la cartera enfocada a este segmento. Lo anterior parece estar asociado con el comportamiento que se observó en el mercado de vivienda nueva, donde los precios continuaron presentando menores tasas de crecimiento real, las ventas también presentaron una dinámica menos favorable y la oferta, por su parte, siguió registrando crecimientos. En términos del mercado de vivienda usada, se encuentra que las disminuciones en el promedio en que un inmueble logra ser vendido o arrendado en los estratos 5 y 6 reflejaría una mejora en las condiciones del mercado para estos segmentos; por su parte, el comportamiento observado para el estrato 4 podría explicar, al menos parcialmente, la caída en el porcentaje de estos inmuebles que puede ser considerado como de inversión, dado que el incremento en el tiempo promedio de venta o arriendo disminuye el atractivo de este segmento para tales fines.

En relación con el comportamiento observado en los índices de precios de vivienda nueva y usada, se encuentra que las dinámicas registradas en las ventas y oferta de vivienda nueva resultan coherentes con el desempeño en los precios de este segmento, en la medida en que sigue dándose, en términos generales, un crecimiento de las unidades disponibles de la mano de menor dinamismo en las ventas de vivienda. Por su parte, las mejoras en el mercado de vivienda usada, al menos en los estratos más altos, podrían ayudar a explicar la dinámica diferencial de los precios de este segmento, y podrían ser un factor en las



menores presiones sobre los precios de la vivienda nueva.

Por último, es importante recordar que para este año se espera la puesta en marcha de diversos programas de apoyo a la financiación de vivienda por parte del gobierno, en el marco del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE 2.0)<sup>13</sup>, los cuales tienen el potencial de afectar la dinámica del mercado de vivienda y de crédito.

---

<sup>13</sup> Por un lado, se crearán entre 40 mil y 50 mil coberturas adicionales a la tasa de interés para la compra de Vivienda diferente de Interés Social (No-VIS), bajo el Programa FRECH Segunda Ronda. Por el otro, se destinarán alrededor de 25 mil soluciones de vivienda en áreas rurales, a través de las modalidades de construcción y mejoramiento. Adicionalmente, se invertirá en infraestructura educativa, mediante la construcción de 30 mil aulas. Finalmente, el Programa Mi Casa Ya cuenta con 30 mil cupos adicionales para beneficiar a hogares de bajos ingresos, mediante un subsidio tanto a la cuota inicial como a la tasa de interés.