

# Situación Inmobiliaria

Colombia

Año 2012  
Análisis Económico

- **El sector de edificaciones crecerá 10,8% anual en 2012 y una media de 3,8% anual en 2013-16.** La desaceleración se explica por la menor construcción de vivienda de alto valor, siendo compensado parcialmente por mayor actividad no residencial.
- **Las ventas de vivienda se mantendrán en niveles máximos, pero moderarán su tasa de crecimiento** Este desempeño ayudará a reducir el incremento de los precios de la vivienda, pero será compensado por la fuerte demanda comercial de bodegas, oficinas y locales comerciales.
- **La política pública de vivienda busca reducir el déficit cuantitativo mediante la donación de 100 mil viviendas a los más pobres.** Este objetivo es plausible a la luz del nivel histórico de construcción de vivienda social, pero tendrá retos en materia de habilitación de suelos con adecuaciones urbanas.

## Índice

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. Resumen.....                 | 3  |
| 2. Introducción.....            | 4  |
| 3. La oferta inmobiliaria.....  | 4  |
| 4. La demanda inmobiliaria..... | 8  |
| 5. Conclusiones.....            | 13 |

Fecha de cierre: 30 de noviembre de 2012

# 1. Resumen

**Durante 2012 las licencias de construcción se moderaron hasta un nivel cercano al equilibrio de mediano plazo.** En lo corrido del año se tuvo un menor dinamismo de la vivienda de interés social –VIS–, la cual creció únicamente en 7 departamentos. Al contrario, las licencias de construcción para los proyectos diferentes de vivienda mostraron una mejor dinámica que la vivienda. Las principales contribuciones al alza fueron de bodegas y del sector social-recreacional. **La política pública busca apoyar la expansión del sector mediante el impulso a la vivienda social.** Recientemente, se aprobó una Ley que permite la construcción de cien mil viviendas “gratis” hasta 2014, focalizadas en las familias más pobres y en los departamentos con mayor déficit de vivienda. Para garantizar la disposición de suelo para estos proyectos, los planes parciales de vivienda de propiedad privada tendrían la obligación de separar al menos el 10% del suelo para construcción de VIS y 25% para VIP.

**Los niveles de riesgo del sector se mantienen controlados.** Las empresas del sector de la construcción han reducido ostensiblemente el apalancamiento financiero. El total de la oferta de vivienda actual se vendería en 7 meses, lo cual es inferior al tiempo promedio de construcción. La oferta de edificaciones diferentes a vivienda ha seguido su proceso de ajuste iniciado en 2009.

**BBVA Research espera que la inversión en edificaciones crezca por encima de 10,8% anual en 2012 y un promedio de 3,8% anual en el período 2013-2016.** Este comportamiento garantiza una mayor sostenibilidad del crecimiento sectorial. En 2015 el sector iniciará un nuevo ciclo de expansión respondiendo a las condiciones externas de comercio, el desempeño empresarial y el mayor consumo de los hogares.

**Las ventas de vivienda nueva redujeron su dinámica en 2012.** La desaceleración de las ventas de vivienda nueva es saludable al restringir el repunte de las compras de inversionistas y el posterior incremento de la oferta de vivienda usada.

**Existe un amplio espacio de crecimiento para el mercado de vivienda en Colombia,** pues un porcentaje de hogares superior al 50% no es propietario de vivienda, los cuales se convierten en demandantes potenciales, no sólo en los perfiles de población de bajos ingresos. Por ejemplo, en Bogotá, el 67% de los cánones de arrendamiento proviene de los estratos superiores al tres. Finalmente, el canal moderno de comercio, basado en grandes superficies y centros comerciales, y la firma reciente de acuerdos comerciales y de inversión aumentará estructuralmente la demanda por hipermercados, bodegas y oficinas empresariales.

**Los precios de la vivienda, tanto nueva como usada, se aceleraron recientemente a pesar de la menor demanda residencial.** Sin embargo, el ritmo de crecimiento actual aún se encuentra por debajo de los máximos que se presentaron durante 2007, significando una alerta aún temprana de desalineamientos en el mercado residencial.

**Los índices de capacidad y de esfuerzo medidos por BBVA Research muestran una mejora en el acceso de las familias a la compra de vivienda.** Asimismo, la carga financiera de los créditos de vivienda se ha mantenido estable desde 2010 en alrededor de 2% del ingreso anual de los hogares. Sin embargo, un índice que compara el costo de arrendamiento con los precios nominales de la vivienda nueva y usada muestra una tendencia decreciente en lo corrido de 2012.

**La cartera hipotecaria, a pesar de reducir su dinámica de crecimiento, mantiene los mejores indicadores de calidad entre las carteras de crédito con alrededor de un 2,5% de saldos vencidos.** A esto ha contribuido la relativa estabilidad en la tasa de interés, la cual se ha mantenido por debajo del 14% en los meses recientes. Asimismo, han influido positivamente las mejores prácticas del sistema financiero en la otorgación de créditos a las familias.

**La cobertura en tasa de interés facilitará el acceso al financiamiento de las familias que compren vivienda de interés social.** Según el Gobierno este incentivo permanecerá hasta 2014, pero estará asociado a los objetivos de déficit cuantitativo de vivienda vigente en los grupos de población de menores ingresos. El mercado de vivienda usada de medio-alto valor se beneficiará de esta medida, pues éste generaba un sesgo a favor de la compra de la vivienda nueva.

## 2. Introducción

El sector de edificaciones creció 9,9% anual entre enero y junio de 2012. Este comportamiento estuvo en línea con las previsiones que hizo BBVA Research en la anterior edición de Situación Inmobiliaria, además se corresponde con el elevado nivel de actividad que anticipaba el licenciamiento de vivienda de 2011. Hacia delante, según anticipamos, se espera una moderación en la actividad del sector, la cual se profundizará a finales de 2012 e inicios de 2013, conforme a los resultados recientes de los indicadores líderes del sector. En todo caso, los niveles de construcción de edificaciones se mantendrán en máximos históricos, tanto en los destinos residenciales como comerciales, puesto que la moderación de los permisos de construcción no bastó para regresar a los valores de 2009-2010, sino que permanecieron por encima de los promedios históricos.

En este sentido, será muy importante el aporte de la nueva política de vivienda, recientemente aprobada por el Congreso, la cual incluye el proyecto de construir 100 mil viviendas para los más pobres del país. Igualmente, será decisivo el compromiso de los Gobiernos locales en la generación de suelo urbano para la construcción de estas viviendas y garantizar la actividad privada de construcción por medio de planes de agua y otras redes de servicios públicos.

Por otra parte, las ventas de vivienda, locales y oficinas también se moderarán. Según se muestra más adelante, la menor actividad económica y la estabilización de la tasa de desempleo urbana por encima del 10% son los principales factores para determinar este resultado. No obstante, la reducción de la tasa de interés de intervención y la demanda estructural de vivienda que se mantiene en el país, por cuenta del déficit habitacional, mantendrán una variación positiva de las ventas en el mercado inmobiliario. Finalmente, el menor crecimiento de la demanda por vivienda y otras construcciones ayudará a moderar el incremento de los precios.

## 3. La oferta inmobiliaria

### La oferta de edificaciones moderó el ciclo de expansión hasta un nivel más sostenible en el mediano plazo

Las licencias de construcción en 2011 fueron equivalentes a un 185% del promedio de los pasados 26 años, además significaron un incremento de 33,8% con respecto al año 2010. El impulso de las licencias estuvo concentrado en los permisos para vivienda de alto valor, las cuales significaron el 57% del área total. Por su parte, las viviendas de interés social y las construcciones comerciales aportaron cada una el 22% del total de las licencias. Durante 2012 las licencias de construcción se han venido moderando, dado que parte del aumento de los permisos inmobiliarios en 2011 estuvieron motivados por los cambios regulatorios en sismo-resistencia. De hecho, en el período entre enero y agosto los metros cuadrados registrados disminuyeron un 19,5% anual y el nivel significó el 161% del promedio histórico.

Este nivel de las licencias de construcción se muestra más cercano a lo que podríamos llamar un nuevo equilibrio de mediano plazo en el sector, según muestran algunos ejercicios estadísticos, en donde se evidencia que la brecha del ciclo de licenciamiento llegó a cero y ya está dejando de caer. Además, se comprueba el crecimiento continuo de las licencias desde el año 2000, sólo interrumpido temporalmente por la desaceleración económica en 2008-2009 (Gráfico 1).

El licenciamiento de vivienda ha estado frenado en parte por decisiones políticas distritales que han afectado el desempeño de otros municipios cercanos a la capital del país por la menor disponibilidad de agua en bloque desde Bogotá hacia la Sabana. De este modo, entre enero y agosto los permisos totales cayeron por encima del promedio nacional en Bogotá y Cundinamarca,

regiones que agrupan más del 35% de las licencias nacionales, a razón de 38,7% anual en Bogotá y 48,3% anual en Cundinamarca. En el resto del país, los comportamientos menos dinámicos en lo corrido del año se presentaron en los departamentos de Valle (46,0% anual de caída), Santander (38,9% anual), Caldas (32,7% anual) y Quindío (27,2% anual), los cuales agrupan un 21% adicional de las licencias.

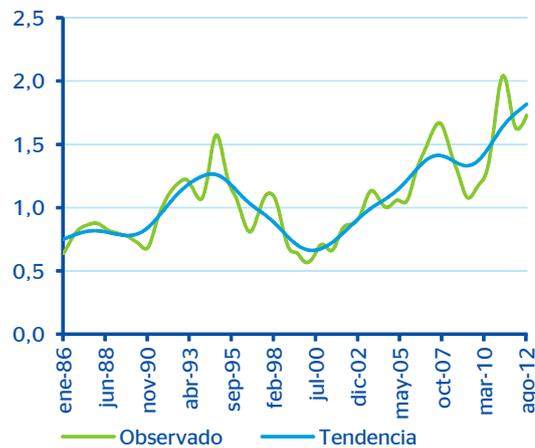
El comportamiento a la baja de los nuevos proyectos de construcción está muy relacionado con el menor dinamismo de la vivienda de interés social –VIS–, la cual creció únicamente en 7 departamentos en lo corrido del año, inferior a los 15 departamentos que presentaron aumentos en el caso de la vivienda de alto valor. En total, mientras que los permisos de construcción de vivienda VIS cayeron más de 39% anual, las demás viviendas cayeron 20% anual, si bien éstas últimas son 3,4 veces superiores a las primeras en el número anual de licenciamiento.

Esta dinámica decreciente se confirma con el indicador de lanzamientos de Camacol, el cual cayó 28,6% anual en el caso de las VIS y 11,7% anual en las viviendas de alto valor, con una caída total del indicador de 18,9% anual. La principal contribución negativa viene de Bogotá y Soacha, ciudades que explican 12 puntos porcentuales de esta caída. No obstante, en los meses recientes la dinámica parece tener un cambio de tendencia, favoreciendo un repunte en la vivienda VIS y profundizando el deterioro de los lanzamientos de nueva vivienda No VIS.

Las licencias de construcción para los proyectos diferentes de vivienda mostraron una mejor dinámica que la vivienda, al presentar un crecimiento de 0,6% anual en los datos acumulados entre enero y agosto de 2012 (Gráfico 2). Las principales contribuciones al alza fueron de bodegas y del sector social-recreacional. Al contrario, las principales moderaciones se dieron en los permisos de construcción de la industria y en oficinas. Asimismo, los departamentos con menor dinámica fueron Atlántico, Antioquia, Santander y Valle.

Gráfico 1

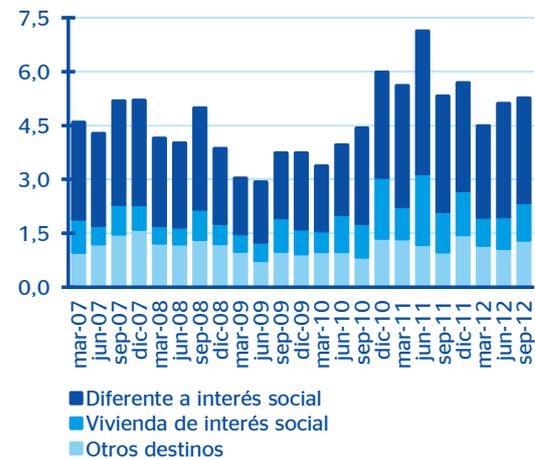
**Tendencia de largo plazo de las licencias de construcción. Construida mediante el filtro Hodrick-Prescott**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

**Licencias de construcción por destino. Millones de metros cuadrados**



Fuente: DANE y BBVA Research

## Política pública apoya expansión del sector mediante impulso a la vivienda social

La política social de vivienda ha tenido dos frentes de gestión en los años recientes: asegurar la disponibilidad de suelo y garantizar el acceso a la vivienda a las familias más pobres del país. En el primer caso, la política de vivienda estuvo concentrada en permitir una mayor disposición de tierras y en promover la construcción de vivienda VIS mediante la puesta en marcha de

macroproyectos. Sin embargo, dado que los terrenos disponibles para este objetivo son, generalmente, suburbanos, los costos de implementación de la infraestructura de transporte y de servicios públicos aumentaron considerablemente las necesidades de financiamiento de los proyectos.

Recientemente, se aprobó una Ley que permite la construcción de cien mil viviendas “gratis” hasta 2014 —mediante subsidio en especie—, focalizadas en las familias más pobres. A razón de 50 mil por año, la meta coincide con el promedio anual de construcción de Viviendas de Interés Social (VIS) entre 2003 y 2011. Sin embargo son inferiores al promedio entre 2010 y 2011 de 78 mil, años récord en VIS con los macroproyectos en ejecución. Adicionalmente, la Ley autoriza la exención de pago de derechos notariales y registrales en los negocios de leasing habitacional de Vivienda de Interés Prioritario —VIP—, establece como renta exenta por diez años a las derivadas de contratos leasing de vivienda y se extiende a 2017 el beneficio tributario a la emisión de bonos y títulos hipotecarios.

Los departamentos con mayores cupos en el proyecto de las 100 mil viviendas son Antioquia (13.718), Bogotá y Cundinamarca (11.409), Bolívar (8.146), Valle (6.178), Magdalena (5.515), Córdoba (4.930) y Atlántico (4.870). Estas regiones agrupan el 55% del total de las viviendas a construirse, lo cual está muy cerca de su participación en la población total (60,3%) y en el déficit cuantitativo (63,5%) del país. Sorprende positivamente la gran participación de los departamentos de Atlántico y Córdoba, los cuales tienen el segundo y el tercer déficit más alto del país, respectivamente, por detrás de Antioquia, a pesar de tener una población significativamente inferior a la de este último.

Para garantizar la disposición de suelo para estos proyectos, los planes parciales de vivienda de propiedad privada tendrían la obligación de separar al menos el 10% del suelo para construcción de VIS y 25% para VIP. Estos porcentajes podrán ser mayores (pero nunca menores) en los Planes de Ordenamiento Territorial —POTs— que realice cada municipio. Finalmente, el éxito del plan gubernamental dependerá de la voluntad política de los estamentos regionales y municipales para ofrecer nuevo suelo urbanizable, con acceso a vías públicas y servicios públicos.

## Los niveles de riesgo del sector se mantienen controlados

Las empresas del sector de la construcción han reducido ostensiblemente el crédito financiero. Los balances de estas firmas muestran que desde 1995 las obligaciones financieras como proporción de los activos, pasivos y patrimonio se redujeron en 10 puntos porcentuales —pp—, 12 pp y 28 pp, respectivamente. Asimismo, mientras que en 1999 la deuda con el sector financiero significó el 96% de los ingresos operacionales anuales, actualmente este indicador se ubica en un 66%. Estas cifras muestran el cambio en la forma de financiamiento del sector, el cual ahora privilegia el punto de equilibrio logrado con el sistema de pre-ventas, antes que la finalización del proyecto apalancándose hasta niveles riesgosamente elevados mediante el sistema financiero o los recursos propios.

El crédito de financiamiento a los constructores se ha acelerado. En efecto, los desembolsos a los promotores de construcción acumulados en los 12 meses anteriores a julio de 2012 crecieron 29,8% anual, concentrándose en fondos atados a pesos, aunque también impulsado por una dinámica creciente de los préstamos en Unidad de Valor Real —UVR—, aunque menor. Por tipo de vivienda, crecen más los créditos para VIS, los cuales pasaron de crecer 20% anual en julio de 2011 al 39% actual. A su vez, los créditos para vivienda No VIS, los cuales significan el 78% de los desembolsos totales, en el mismo período pasaron de una tasa de 3% a una de 27% en este momento (Gráfico 3).

Actualmente, existen en oferta 67.800 unidades de vivienda, de las cuales 21.000 pertenecen al segmento VIS. Este nivel significó un aumento de 5,4% con respecto al acervo de edificaciones de un año atrás, concentrándose este aumento en zonas de Cundinamarca distintas a Bogotá y Soacha, Antioquia y Santander.

Particularmente, el crecimiento de la construcción en Antioquia ha superado los niveles máximos históricos, alertando sobre la existencia de una posible sobreoferta. No obstante, la oferta ya se ha empezado a estabilizar en los meses recientes, según muestran los resultados negativos en términos de lanzamientos e iniciación de nuevas construcciones. Esto coincide con un proceso de ajuste necesario de la oferta, lo cual apoyaría la moderación saludable del sector en este departamento.

Los niveles de riesgo del sector permanecen controlados cuando se miden en términos de rotación de inventarios: el total de la oferta de vivienda actual se vendería en 7,1 meses, lo cual es muy cercano, e incluso inferior, al tiempo promedio de construcción en Colombia. Estos niveles de rotación son más altos en el caso de la vivienda de mayor valor (8,2 meses), pero sigue siendo bajo. Igualmente, las unidades terminadas sin vender se mantienen en niveles mínimos, ubicándose en 5,3% del stock total en oferta.

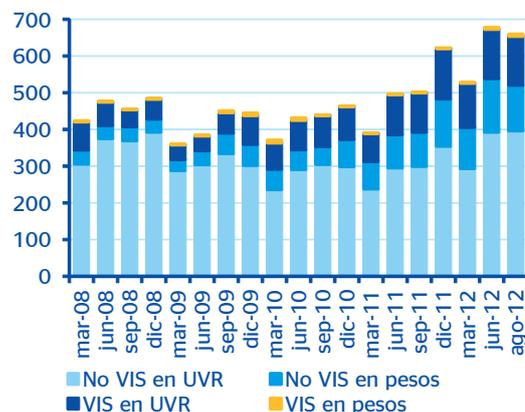
La oferta de edificaciones diferentes a vivienda ha seguido su proceso de ajuste iniciado a comienzos de 2009, si bien en los meses recientes el lanzamiento de nuevos proyectos de oficinas en Bogotá y Medellín incrementó la oferta no residencial en un 25%. Este es uno de los factores que va a permitir un crecimiento positivo del sector de edificaciones en los próximos años, a pesar de la menor actividad en la vivienda. La razón de esto es el mayor valor agregado que aportan las edificaciones comerciales con respecto a la vivienda, tanto en los cimientos como en los acabados, según la metodología de medición del PIB de la construcción establecida por el DANE.

El stock actual de oficinas y locales comerciales se ubica significativamente por debajo del promedio histórico, reflejando el amplio espacio de expansión que tiene este tipo de construcciones. Asimismo, los indicadores de rotación se mantienen controlados en niveles inferiores a 17 meses en el caso de las oficinas y a 13 meses en el caso de los locales comerciales, muy debajo de los niveles que tuvieron en 2010, superiores a 24 meses y 35 meses, respectivamente.

Los costos de la construcción han tenido una fuerte tendencia a la baja en lo corrido del año, explicada principalmente por el bajo incremento de los precios de la maquinaria y equipo (1,2% anual). El costo de la mano de obra y los materiales, al contrario, permanecen en niveles superiores a los de la inflación al consumidor (4,3% y 3,4% anual, respectivamente).

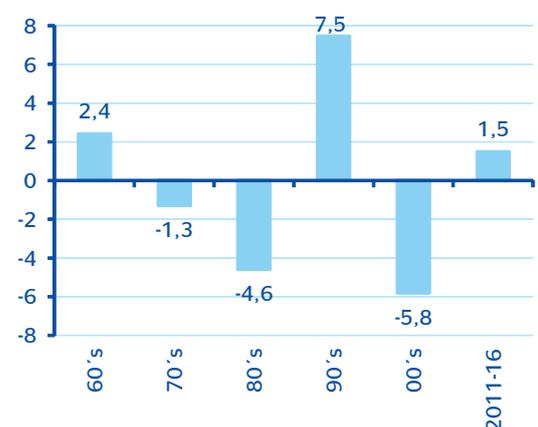
Las perspectivas de precios internacionales muestran un entorno favorable para mantener los costos de las materias primas y los materiales en niveles controlados. La desaceleración económica global y la moderación del crecimiento en los países asiáticos están ejerciendo una menor presión sobre los precios del hierro y el acero, así como sobre otros minerales no metálicos, tales como el cemento. No obstante, este último, por sus condiciones diferentes de mercado, puede recibir presiones internas por la mayor ejecución de las obras públicas. Finalmente, en la medida que Colombia consolide las mejoras en materia de empleo podrían darse incrementos salariales por encima de la inflación durante los siguientes años.

Gráfico 3  
**Desembolsos a los promotores de vivienda\*.**  
En COP millones corrientes, acumulado trimestral



\* Para agosto de 2012 se acumulan los meses junio, julio y agosto  
Fuente: Superfinanciera y BBVA Research

Gráfico 4  
**Brecha de crecimiento del PIB de edificaciones.**  
En porcentaje del PIB potencial, promedio anual



Fuente: BBVA Research

## Ciclo de la construcción de edificaciones tendrá una menor brecha positiva en los próximos años

Las perspectivas del sector son de una continuidad del ciclo de expansión, aunque mucho más moderado que en episodios anteriores. De hecho, mientras que en los noventa las edificaciones generaron una brecha positiva de crecimiento superior al 7% respecto al nivel potencial, entre 2011 y 2016 el sector crecerá sólo ligeramente por encima de su nivel de largo plazo. Este comportamiento garantiza una mayor sostenibilidad del crecimiento sectorial cada vez que disminuye los riesgos de sobreoferta y presiones de costos en el sector. Las estimaciones puntuales de BBVA Research para la inversión en edificaciones son de un crecimiento de 10,8% anual en 2012 y un promedio de 3,8% anual en el período 2013-2016.

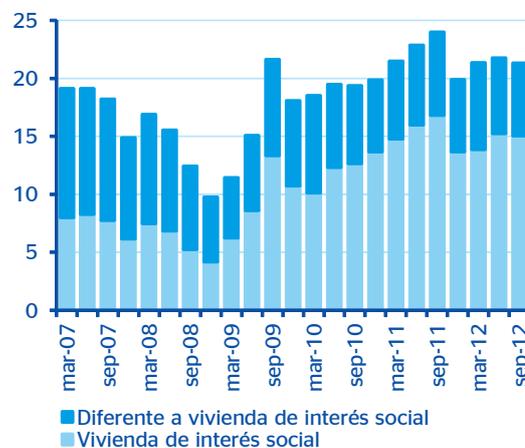
La brecha positiva del sector se amplió en 2012 hasta un 4,3% superior al nivel estructural, sin embargo, seguirá una tendencia descendente en los próximos dos años, hasta cerrarse por completo en 2014. En 2015 iniciará un nuevo ciclo de expansión en la medida que las condiciones externas de comercio y el desempeño empresarial y de consumo interno permitirán la ampliación de la demanda por bodegas, locales, oficinas y viviendas (Gráfico 4).

## 4. La demanda inmobiliaria

### Las ventas de vivienda reducen la dinámica

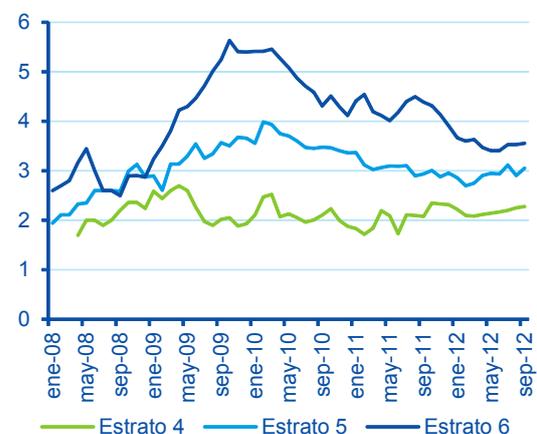
La desaceleración de las ventas de vivienda en lo corrido de 2012 se asocia principalmente con la incertidumbre sobre la renovación de algunos incentivos de política económica y con la menor entrada al mercado de compradores inversionistas. De esta forma, las ventas de vivienda pasaron de crecer 12,7% en 2011 a una caída de 2,9% en lo corrido del año a septiembre (Gráfico 5). Las dinámicas menos positivas se evidencian en Bogotá (caída de 22,2% anual en ventas en el año corrido a septiembre de 2012), Cartagena (caída de 20,2% anual) y en las zonas campestres cercanas a Bogotá (caída de 16,2% anual). Asimismo, las mayores ventas se registraron en Santa Marta (aumento de 41,8% anual) Barranquilla (aumento de 39,6% anual) y los Municipios cercanos a Bogotá (aumento de 21,1% anual).

Gráfico 5  
**Ventas de vivienda por tipo. Miles de unidades**



Fuente: La Galería Inmobiliaria y BBVA Research

Gráfico 6  
**Indicadores de vacancia de la vivienda usada. Porcentaje del total de la oferta usada**



\* En Colombia la población se divide en 6 estratos por renta. En este gráfico están los 3 superiores: 4 (Medio), 5 (Medio-alto) y 6 (Alto).

Fuente: La Galería Inmobiliaria y BBVA Research

Este comportamiento frenó la convergencia que venían teniendo las ventas de vivienda de alto valor en las tres principales ciudades (Bogotá, Medellín y Cali) hacia la generación de hogares de ingresos medio-altos. Aun así, en un contexto de mediano plazo, en los ocho años transcurridos entre 2004 y 2012, se evidencia un equilibrio en el mercado de vivienda dirigida a las familias de este rango de ingresos, el cual podría romperse de continuar la senda decreciente en las ventas durante varios trimestres adicionales.

Por otra parte, la desaceleración de las ventas de vivienda nueva es saludable al restringir el repunte de las compras de inversionistas y el posterior incremento de la oferta de vivienda usada. De hecho, las transacciones inmobiliarias en el primer semestre de 2012 cayeron 0,8% anual, en parte explicadas por las menores operaciones en vivienda usada, las cuales representan más del 80% del mercado inmobiliario colombiano. Asimismo, el tiempo promedio de arriendo de una vivienda usada de estrato 6 en Bogotá se redujo desde 137 días en diciembre de 2011 a 116 días en septiembre de 2012, mientras que el tiempo de venta de este tipo de vivienda se redujo desde 189 días a 157 días en el mismo período. Asimismo, la vacancia de la vivienda usada para venta y/o arriendo se redujo desde 4,1% en diciembre de 2011 hasta 3,5% actual (Gráfico 6).

## Tenencia de la vivienda en Colombia se concentra en los estratos medios con capacidad de compra

En Colombia, la Ley 142 de 1994, artículo 102, creó siete estratos socioeconómicos para clasificar los inmuebles residenciales. Éstos tienen en cuenta el nivel de pobreza de los propietarios, la dotación de servicios públicos domiciliarios, la ubicación (urbana, rural), los asentamientos indígenas, entre otros. Cada alcalde debe realizar la estratificación de los inmuebles residenciales de su municipio o distrito. El estrato más bajo es 0 (sin vivienda) y el más alto es 6.

Según los registros del servicio de energía eléctrica en Colombia, el 69% de las viviendas del país se ubican en los estratos 2 y 3, sin embargo, se evidencia un cambio de tendencia en los pasados 5 años a favor de las viviendas pertenecientes al estrato 4. Estas viviendas hoy en día significan el 12,8% del total, mientras que 5 años atrás significaban menos del 10%. Por ciudades, Pereira y Bucaramanga tienen la mayor proporción de viviendas en estratos altos, con más de 35% en estratos cuatro, cinco y seis, mientras que Montería y Barranquilla acumulan cerca del 80% de sus viviendas en el estrato uno y dos.

El 48% de los hogares en Colombia viven en una vivienda propia, si bien el 5% se encuentran aún pagándola. A su vez, el 32% de las familias viven en arriendo y el 17% en usufructo. Por lo tanto, existe un porcentaje superior al 50% de los hogares que no es propietario de vivienda, los cuales se convierten en demandantes potenciales, no sólo en los perfiles de población de bajos ingresos. Por ejemplo, en Bogotá el 10% de la población arrendataria pertenece a los estratos superiores al cuatro, mientras que un 37% adicional se encuentra en el estrato tres, los cuales tienen capacidad de pago para acceder a viviendas en valores superiores a los topes VIS. Asimismo, el 67% de los cánones de arrendamiento en Bogotá proviene de los estratos superiores al tres, sumando cerca de COP 3 bn (0,5% del PIB) mensuales.

La generación anual de hogares en Colombia es superior a 280 mil en la actualidad, mientras que al año se construyen a lo sumo 200 mil viviendas licenciadas. El restante es cubierto con la construcción informal de vivienda y la convivencia de varios hogares en una misma casa, lo cual viene presionando al alza el déficit cualitativo de vivienda. La demanda potencial de vivienda, es decir, los hogares en déficit, proviene exclusivamente de los sectores más pobres de la población, los cuales deberán ser parcialmente cubiertos por la política nacional de vivienda explicada anteriormente. La aplicación de esta Ley deberá aumentar la tendencia actual de producción de vivienda, la cual se ubica en 4 viviendas anuales por cada mil habitantes, similar al nivel actual de Chile, país que tiene un menor déficit de vivienda y ha ido reduciendo este indicador en el tiempo.

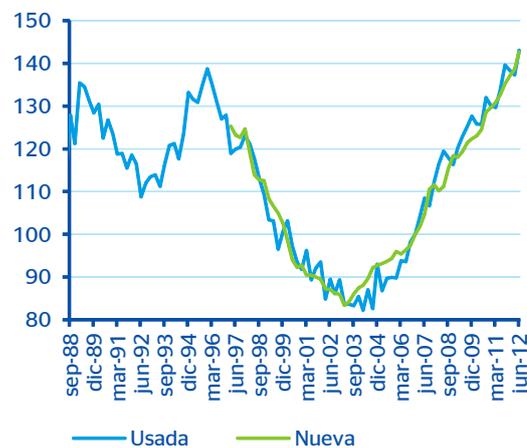
En las edificaciones no residenciales también encontramos un alto potencial de expansión. Se identifican para esto dos factores determinantes. En primer lugar, el canal moderno de comercio, basado en grandes superficies y centros comerciales, tiene una baja penetración en el país, lo cual podría revertirse en el mediano plazo ante el crecimiento de las clases medias. En segundo lugar, la firma reciente de acuerdos comerciales y de inversión aumentará estructuralmente la demanda por bodegas y oficinas empresariales.

## Los precios de la vivienda se aceleraron a pesar de la menor demanda

Los precios de la vivienda se aceleraron en lo corrido del año. En el caso de las viviendas nuevas se tuvo una valorización real de 7,7% anual en junio de 2012, incrementándose con respecto a 5,8% anual que registró en diciembre de 2011. Asimismo, la vivienda usada creció en junio a un ritmo de 7,0% real anual con respecto al 6,3% anual de diciembre pasado (Gráfico 7). Este nivel aún se encuentra por debajo de los máximos que se presentaron durante 2007 (entre 11% y 13% real anual), pero significan una alerta temprana con respecto a la existencia de incrementos por encima de los factores estructurales del mercado inmobiliario.

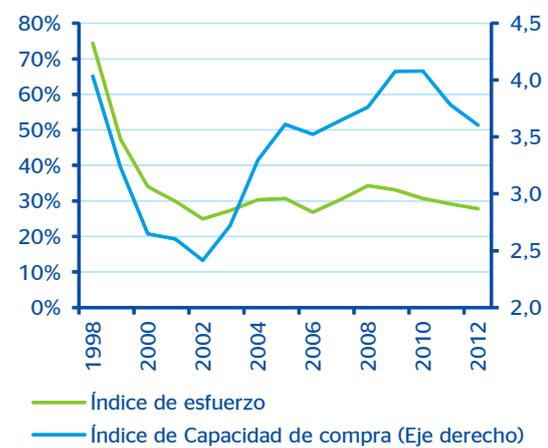
Los índices de capacidad y de esfuerzo medidos por BBVA Research muestran una mejora en el acceso de las familias a la compra de vivienda. Mientras que en 2009 los hogares debían destinar 4,1 años de su salario a la compra de una vivienda de precio promedio en Colombia, hoy en día dedican 3,6 años. Asimismo, mientras que la primera cuota de un crédito hipotecario promedio significaba el 33,1% del ingreso disponible del hogar en 2009, actualmente esta cifra se ubica en 27,9% (Gráfico 8).

Gráfico 7  
**Precios reales de la vivienda nueva y usada. Índice Dic06=100**



Fuente: DANE, BanRep y BBVA Research

Gráfico 8  
**Índice capacidad de compra e índice de esfuerzo\*. En porcentaje**



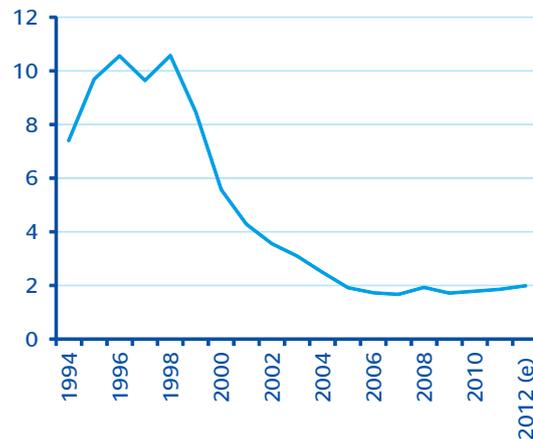
\* Índice de capacidad: número de salarios anuales para comprar una vivienda. Índice de esfuerzo: proporción del salario dedicado a la primera cuota de un crédito hipotecario.  
Fuente: BBVA Research

La carga financiera de los créditos de vivienda se ha mantenido estable desde 2010 en alrededor de 2% del ingreso anual de los hogares (Gráfico 9). Esto muestra que las menores tasas de interés y el incremento en los ingresos permitieron mantener estable el flujo de recursos dirigidos a un crédito hipotecario a pesar del crecimiento de los precios de la vivienda. Sin embargo, un índice que compara el costo de arrendamiento, disponible desde la canasta del IPC, con los precios nominales de la vivienda nueva y usada muestra una tendencia decreciente en lo corrido de 2012 (Gráfico 10). Este resultado podría indicar algún des-alineamiento de los precios de la vivienda (el activo subyacente) respecto de su tasa de alquiler (el retorno del activo en valor

presente), lo cual va en contravía de la formación de precios de los activos, en donde se tiene en cuenta la suma de los retornos futuros traídos a valor presente.

Gráfico 9

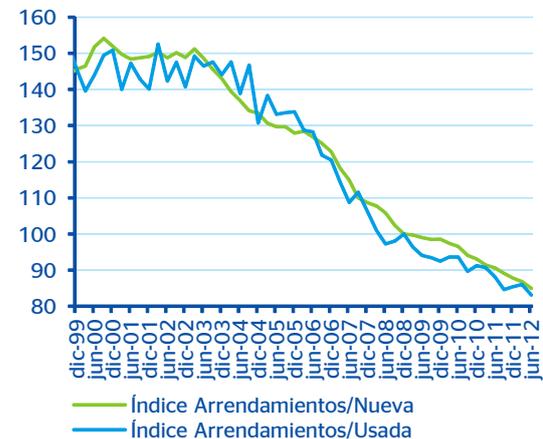
**Carga financiera hipotecaria.  
En porcentaje del ingreso anual**



Fuente: BanRep y BBVA Research

Gráfico 10

**Relación entre el índice de arrendos y el índice de precios de la vivienda nueva y usada**



Fuente: DANE, BanRep y cálculos de BBVA Research

Un retorno de los incrementos de los precios a un nivel de 10% real o superior, en medio de un crecimiento del PIB cercano al potencial y con reducciones apenas marginales en la tasa de desempleo, no sería sostenible en el tiempo. Además no sería compensado por el crecimiento del ingreso disponible o la estabilidad de la tasa de interés, tal como está sucediendo en este momento.

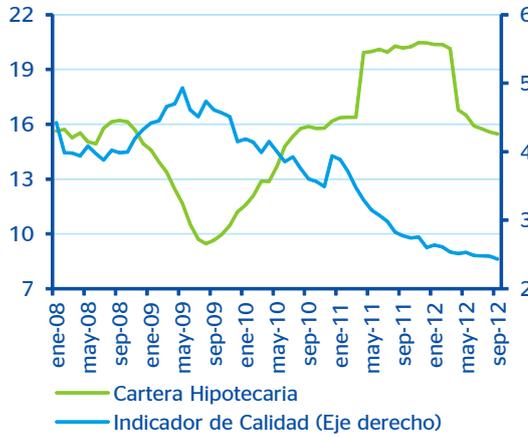
## Financiamiento creciente con buena calidad de la cartera

Los desembolsos para adquisición de vivienda redujeron su dinámica de 2011, cuando crecieron 20,8% anual, hasta una variación de 5,5% anual (Gráfico 11). Esta tendencia se relaciona muy de cerca con el elevado stock de vivienda que se encuentra en construcción, lo cual implica un alto financiamiento al constructor, pero un rezago en el incremento de la cartera hipotecaria.

La cartera hipotecaria, a pesar de reducir su dinámica de crecimiento, mantiene los mejores indicadores de calidad entre las carteras de crédito con alrededor de un 2,5% de saldos vencidos, por debajo del promedio histórico cercano al 10% y del indicador actual para la cartera total de 3,4%. A esto ha contribuido la relativa estabilidad en la tasa de interés, la cual se ha mantenido por debajo del 14% en los meses recientes. Asimismo, han influido positivamente las mejores prácticas del sistema financiero en la otorgación de créditos a las familias.

Nuestro escenario de tasas de interés tiene en cuenta un retorno de la tasa de intervención del Banco de la República hacia su nivel neutral de 5,5% al final de 2013 (Gráfico 12), lo cual apoyará la existencia de bajos costos de financiamiento. Posterior a 2014 se dará un incremento de la tasa hipotecaria, moderado por la existencia de una inflación baja y el menor incremento de la tasa del BanRep con respecto a sus valores máximos históricos.

Gráfico 11  
Crédito y calidad de la cartera hipotecaria. En  
variación anual y en proporción de la cartera, %



Fuente: Superfinanciera y BBVA Research

Gráfico 12  
Tasa de interés de intervención del BanRep.  
En porcentaje



Fuente: BanRep y BBVA Research

Un elemento de política pública que facilitará el acceso al financiamiento de las familias que compren vivienda de interés social será la cobertura en tasa de interés. Según el Gobierno este incentivo permanecerá hasta 2014, pero estará asociado a los objetivos de déficit cuantitativo de vivienda vigente en los grupos de población de menores ingresos. El propósito es reducir las presiones de demanda que podrían impulsar los aumentos excesivos de precios en las viviendas de mayor valor, allí donde no existe déficit cuantitativo. Para esto el Gobierno destinó COP 1,4 bn. a financiar 136 mil viviendas, entre prioritarias –VIP– (40%) y VIS (60%), entre 2012 y 2014. Entre julio y septiembre de 2012 se aprobaron más de 10 mil créditos con este subsidio, con una participación cercana al 65% de la vivienda VIS y del 67% de Bogotá y Cundinamarca.

El mercado de vivienda usada de medio-alto valor se beneficiará de la eliminación del subsidio en tasa de interés, pues éste generaba un sesgo a favor de la compra de la vivienda nueva. De hecho, según los más recientes reportes de financiación de vivienda se evidencia un incremento en la participación del mercado de usadas en los nuevos desembolsos, desde 43,5% en el primer trimestre de 2012 hasta un 48,5% al cierre de junio. Como resultado, es probable que en adelante el mercado de vivienda usada permanezca con bajos niveles de vacancia.

El proyecto de reforma tributaria propone no incluir como deducción los ahorros de AFC en la declaración del IMAN. En adelante, estos recursos serían considerados como constitutivos de renta, generando posiblemente un menor incentivo a la demanda de vivienda. En la actualidad el saldo promedio de ahorro en AFC's alcanza COP 4 m., con un total de 133 mil cuentas abiertas. Aun así, del total de la cartera hipotecaria con titularizaciones, las cuentas AFC sólo significarían el 2,3%, lo cual limitaría los efectos negativos que tendría esta medida sobre la compra de vivienda.

## 5. Conclusiones

El sector edificador tiene un amplio espacio de crecimiento hasta el final de 2012, momento en el cual se realizaría la mayor culminación de las viviendas que se encuentran en proceso, buena parte de ellas de alto valor. En 2013 es probable una desaceleración de la actividad del sector, dado que se cuenta con un menor volumen de licenciamiento e iniciaciones de nuevas obras. Aun así, la aceleración de la actividad no residencial, especialmente las oficinas y bodegas en Bogotá y Medellín, mantendrán tasas positivas de crecimiento en los próximos años, dado que este tipo de edificaciones en la metodología de medición del DANE tiene una elevada participación en el PIB del sector.

El crecimiento esperado en el próximo quinquenio se diferenciará de los anteriores episodios de expansión en la amplitud de su brecha con respecto al nivel tendencial. Mientras que en los noventas el ritmo de incremento fue notablemente superior al nivel de largo plazo, la brecha esperada será moderada, limitando las posibilidades de reversión súbita del ciclo de la construcción.

El buen comportamiento de las edificaciones estará apoyado en el desempeño de la demanda residencial y comercial. Por una parte, las ventas de vivienda de elevado valor se desacelerarán como resultado de la eliminación de la política de subsidios a la tasa de interés, desestimulando la compra por parte de inversionistas y reduciendo la oferta de vivienda usada. Sin embargo, esto estará parcialmente compensado por los incrementos en los niveles de ingresos de los hogares, la estabilidad en las tasas de interés hipotecarias y los subsidios en especie que se darán a las familias de bajos ingresos.

En segundo lugar, la demanda comercial estará sostenida en el impacto positivo de los altos flujos de inversión extranjera directa sobre la compra de oficinas, las mayores necesidades de almacenamiento en un contexto de profundización de la apertura comercial del país y el efecto del consumo privado en la expansión de los locales comerciales y otras edificaciones.

Los precios de la vivienda se aceleraron recientemente, rompiendo su tendencia de moderación que venían teniendo desde finales de 2011. Sin embargo, la desaceleración de las ventas de vivienda y la eliminación de la cobertura en tasa de interés para las viviendas no VIS podría determinar un menor crecimiento de los precios en los próximos trimestres. Aun así, las mejores condiciones estructurales, especialmente de urbanización y movilidad, mantendrán el incremento de los precios de la vivienda en valores superiores a la inflación.

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión**, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

---

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia:**

---

**Economista Jefe de Colombia****Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com**Mauricio Hernández**  
mauricio.hernandez@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

**María Claudia Llanes**  
maria.llanes@bbva.com**Julio César Suárez**  
julio.suarez@bbva.com**Paola Andrea Angulo**  
paolaandrea.angulo@bbva.com**Juan Felipe Duarte**  
juanfelipe.duarte@bbva.com

---

**BBVA Research**

---

**Economista Jefe del Grupo****Jorge Sicilia****Economías Emergentes:****Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk  
Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk**Coordinación Latam****Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.comArgentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.comColombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@bbva.comVenezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo.lopez@bbva.comMéxico  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México**Economías Desarrolladas:****Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com**Sistemas Financieros y Regulación:****Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com**Áreas Globales:**Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com**Market & Client Strategy:****Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**  
javier.serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com**Interesados dirigirse a:****BBVA Research Colombia**  
Carrera 9 No 72-21 Piso 10  
Bogotá, Colombia  
Tel: 3471600 ext 11448  
E-mail: bbvaresearch\_colombia@bbva.com