

Presidente Ejecutiva: Sandra Forero Ramírez

Editor: Edwin Chirivi Bonilla

Investigadores: Karen Ortega Burgos; Viviana Sarmiento Guzmán; Carlos Rueda Gallardo.

## APROXIMACIÓN AL CICLO DE LAS VENTAS DE VIVIENDA NUEVA

### El impacto del subsidio a la tasa de interés en el segmento medio

#### Contenido

1. Introducción ..... 1
2. Caracterización del ciclo de las ventas de vivienda nueva ..... 2
3. El nuevo segmento de cobertura del subsidio a la tasa de interés: ¿Qué se puede esperar en el segmento de 335-435 smmlv? 5
4. Conclusiones..... 7

#### 1. Introducción

De acuerdo con el consenso de los analistas la fase de desaceleración que atravesó el país desde mediados del 2015 parece haber llegado a su fin. Así, mientras que la versión de octubre del *World Economic Outlook* apunta a que para el 2018 la economía colombiana crecería un 2,8% anual, 1.1 puntos porcentuales por encima del 1,7% estimado para el 2017, siete de las entidades

de mayor prestigio en el análisis económico promedian una expansión del 2.5% para el siguiente año (Tabla 1), a lo que se suma la tendencia decreciente en el comportamiento del PIB potencial que de acuerdo con el Banco de la República es del 3%.

**Tabla 1. Proyecciones de crecimiento de la economía colombiana 2017-2018**

Entidad	2017	2018
FMI	1,7%	2,8%
ANIF	1,8%	2,8%
Corficolombiana	1,9%	2,6%
Bancolombia	1,7%	2,6%
Davivienda	1,7%	2,5%
Banrep	1,6%	2,4%
Fedesarrollo	1,7%	2,4%
BBVA Colombia	1,5%	2,0%
<b>Promedio</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,5%</b>

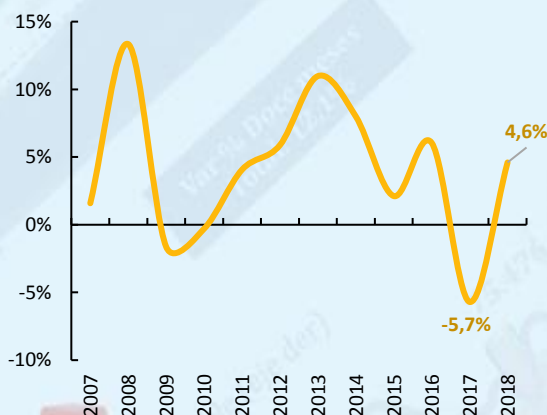
Fuente: World Economic Outlook, ANIF, Corficolombiana, Grupo Bancolombia, Davivienda, Banco de la República, Fedesarrollo, BBVA Research.

El crecimiento estimado del país para el 2018

se sustenta en el dinamismo del consumo de los hogares, la mejora de las exportaciones por una tasa de cambio más alta, el efecto de las concesiones viales de cuarta generación y el impacto de los subsidios para la adquisición de vivienda de hasta \$320 millones de pesos.

El sector de edificaciones ha seguido de cerca la tendencia de la economía nacional, con lo que se espera que cierre el 2017 con un crecimiento del -5,7% y repunte el año siguiente con una expansión del 4,6% (Gráfico 1), sustentado en el abaratamiento del costo del crédito, la recuperación de la confianza de los hogares y los programas de vivienda social y del segmento medio.

**Gráfico 1. Crecimiento del subsector de edificaciones**



Fuente: CAMACOL

<sup>1</sup> Esta cifra corresponde a agosto de 2017, al momento de escribir este informe no había

Con este telón de fondo, el presente documento se organiza en cuatro partes; esta primera que contiene la introducción, la segunda que examina el ciclo de las ventas de vivienda nueva en el país, la tercera estima el efecto del FRECH contra-cíclico sobre el nuevo segmento cubierto por la medida, y la cuarta presenta las conclusiones.

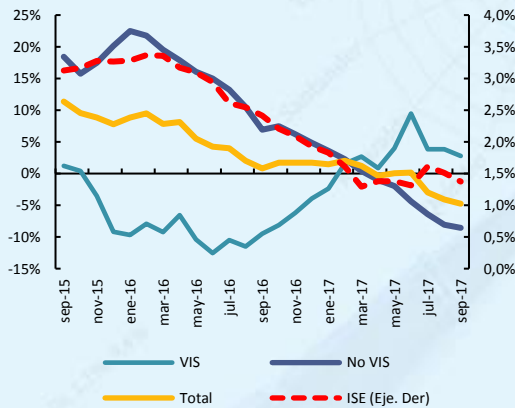
## 2. Caracterización del ciclo de las ventas de vivienda nueva

Al compás de la desaceleración de la actividad económica, durante los dos últimos años las ventas de vivienda nueva en el país evidenciaron una moderación en sus ritmos de crecimiento, así mientras que en septiembre de 2015 la dinámica comercial doce meses se expandió a una tasa del 11,4% anual, en septiembre de 2017 las cifras del total mercado cayeron a terreno negativo con una variación del -4,8% anual tras haber registrado 176.503 unidades vendidas (vs las 183.864 en sept. 2015), durante ese mismo periodo la actividad económica pasó de crecer del 3,1% al 1,5%<sup>1</sup> de acuerdo con las

actualización disponible para el mes de septiembre.

cifras del Indicador de Seguimiento a la Economía-ISE (Gráfico 2).

**Gráfico 2. Variación anual de las ventas de vivienda nueva (17 regiones) por segmento de precio e Indicador de Seguimiento a la Economía. Acumulados anuales. Septiembre 2015-Septiembre 2017**



Fuente: Coordinada Urbana y DANE

En los meses recientes esta caída en las ventas del mercado se justifica en el desempeño de la vivienda No VIS más que en el segmento de interés social, que desde febrero de 2017 ha mostrado evidentes signos de mejora en su dinámica como consecuencia particularmente del buen comportamiento del rango de 70-135 smmlv.

<sup>2</sup> En el último año a septiembre de 2017 los lanzamientos de vivienda nueva No VIS registraron una caída del 19,6% anual

<sup>3</sup> El estudio de Cárdenas, M y Hernández, M., “El

El declive en la dinámica comercial de la vivienda de más de 135 smmlv ha sido una reacción natural a la desaceleración económica. La moderación que ha presentado la demanda en estos dos últimos años ha ido acompañada por un comportamiento similar de las variables oferta<sup>2</sup>lo que de acuerdo con Cárdenas y Hernández (2006) obedece a que “los constructores mantienen dentro de sus preferencias de edificación un componente fijo de VIS y ajustan la construcción de vivienda de estratos más altos basados en las fluctuaciones del ciclo económico”<sup>3</sup>

¿En qué fase del ciclo están las ventas de vivienda del país? Es una pregunta que en el contexto de esta investigación se vuelve un imperativo resolver. Mediante el filtro de Hodrick y Prescott, se obtuvieron los ciclos<sup>4</sup> de las ventas de vivienda nueva para cada uno de los segmentos de precio (Gráfico 3).

Los resultados muestran que los registros de

sector financiero y la vivienda” Aso Bancaria (2006)

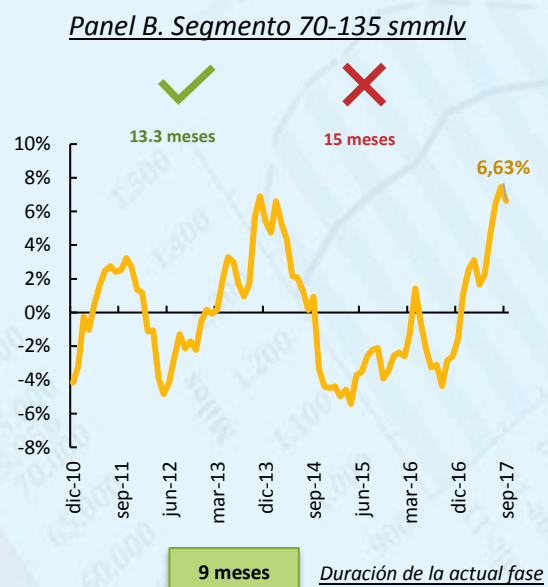
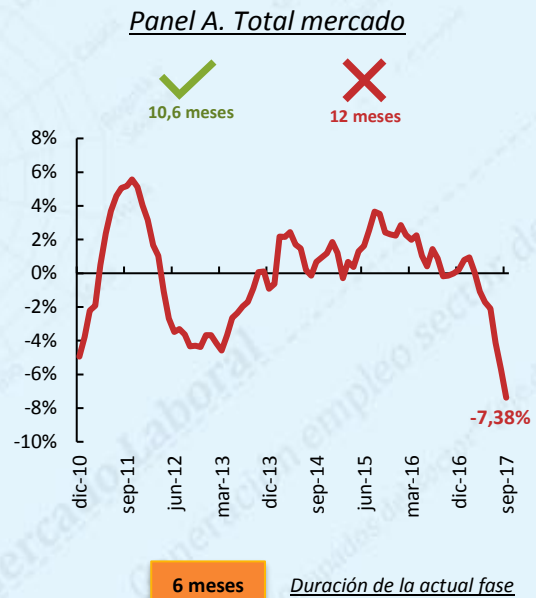
<sup>4</sup> En estos gráficos el ciclo mide la desviación porcentual del nivel de ventas observado respecto a su nivel potencial.



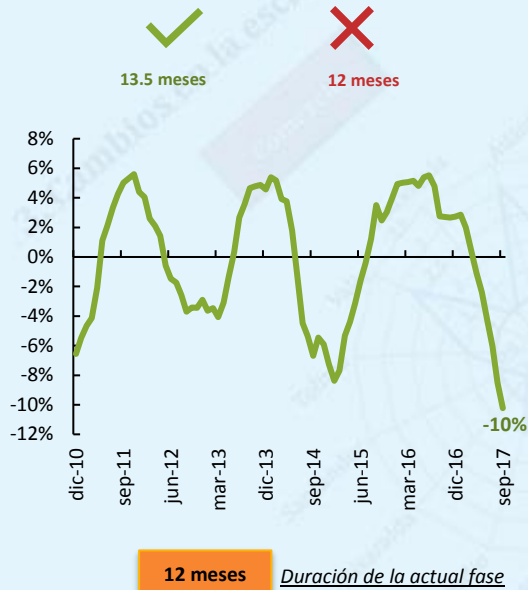
ventas en el total del mercado se encontraron en junio de 2017 6,7% por debajo de su nivel potencial, tras comercializar 1.200 unidades menos de lo que supone su tendencia. Si bien la duración de las fases de aceleración/desaceleración no es constante, un promedio simple evidencia que los ciclos positivos de todo el mercado se perpetúan durante 10,6 meses un poco menos largos que los ciclos negativos cuya duración media es de 12 meses (Gráfico 3-Panel A).

Por segmentos de precio, en las ventas de vivienda social de 70-135 smmlv al igual que en el total del mercado, las fases de desaceleración presentan una duración mayor que las registradas en las de aceleración (15 meses vs 13,3 meses), en lo corrido del año la comercialización de estas unidades ha estado por encima del potencial estimado en un 6,6% (Gráfico 3-Panel B) con 56.196 viviendas vendidas.

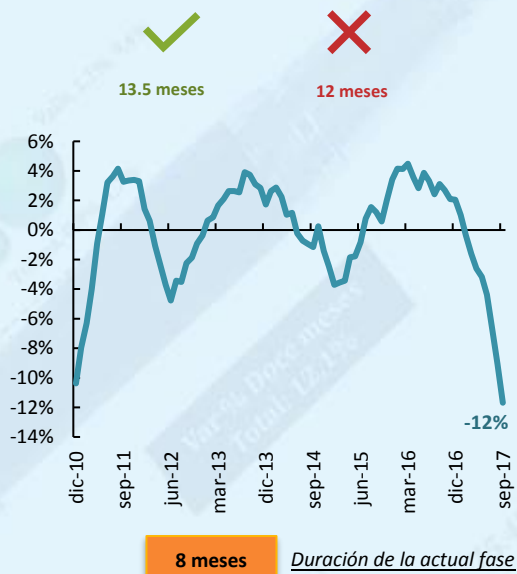
**Gráfico 3. Ciclo de las ventas de vivienda nueva. 17 Regionales. Desviación porcentual entre el nivel de ventas observado y el potencial**



**Panel C: Segmento medio 135-435 smmlv**



**Panel D: Segmento alto +435 smmlv**



Fuente: Cálculos CAMACOL

En línea con la dinámica registrada en los últimos meses, la vivienda del segmento

medio y alto presentan una comercialización menor que la de su tendencia de largo plazo. En el primero, las ventas se encuentran 10% por debajo de su nivel potencial y en el segundo esta relación es un poco más profunda con una distancia de 12% en el noveno mes del 2017, aunque bien es importante mencionar que los ciclos positivos de estos rangos resultan ser más duraderos que los periodos de desaceleración (13.5 meses versus 12 meses).

**3. El nuevo segmento de cobertura del subsidio a la tasa de interés: ¿Qué se puede esperar en el segmento de 335-435 smmlv?**

Una de las novedades que trajo consigo la política de vivienda en el segundo semestre de este año, fue la ampliación del segmento de vivienda objetivo de coberturas a la tasa hasta los 321 millones de pesos. Con el propósito de estimar su respuesta esperada, a continuación se evalúa la elasticidad de las ventas de vivienda de ese segmento a la tasa de interés hipotecaria.

En primer lugar, es importante destacar que la inclusión del segmento dentro del rango

con coberturas puede tener efectos que van más allá de la reducción de las tasas asignadas a los consumidores. Por ejemplo, su adherencia a la política de vivienda podría tener un efecto positivo desde el lado de la oferta que se expandiría buscando capturar la nueva demanda. De manera similar, y como ocurrió con la introducción de subsidios a la tasa en otros segmentos, se podría esperar una mayor competencia en el mercado financiero<sup>5</sup> que profundice la tendencia decreciente de las tasas hipotecarias impactando positivamente a la actividad edificadora residencial.

Al analizar la coyuntura del sector, en particular la relacionada con el segmento de vivienda para estratos medios y medios-altos, se ha observado recientemente una moderación en la estrategia de reposición de la oferta. En este sentido, los altos índices de rotación de inventarios, junto con la acumulación de unidades terminadas, han tenido un efecto negativo sobre los lanzamientos de nuevas unidades, que, como

se ha evidenciado, muestran un ajuste adecuado al contraerse a un ritmo mayor que las ventas.

Como consecuencia, la alta incertidumbre sobre el desempeño comercial de los proyectos dificulta, que al menos en el corto plazo, se amplíe significativamente el ritmo de lanzamiento de proyectos nuevos en el segmento. Por el contrario, un desempeño comercial positivo podría tener impactos sobre la colocación de créditos hipotecarios que son difíciles de precisar teniendo en cuenta la incertidumbre sobre los niveles de la tasa de referencia del Banco de la República y la respuesta efectiva que vayan a tener las ventas de vivienda nueva.

Bajo este panorama, el ejercicio planteado consistió en la estimación del efecto que genera la tasa de interés sobre los resultados en la comercialización de vivienda de 335-435 smmlv bajo la siguiente forma funcional<sup>6</sup>:

<sup>5</sup> El choque positivo sobre la demanda de créditos hipotecarios podría generar un equilibrio a uno donde se adquieran más créditos a un mayor precio (tasa de interés hipotecaria).

<sup>6</sup> En esta estimación se utilizó un modelo de

mínimos cuadrados generalizados tipo Prais-Winsten para corregir la autocorrelación presentada por los errores con el fin de obtener estimadores insesgados y eficientes.



$$\begin{aligned} \ln(\text{Ventas}) \\ = \text{Constante} + \ln(\text{IPVN}) \\ + \text{Tasa de interés No VIS pesos} \end{aligned}$$

Donde:

***ln(Ventas)***: logaritmo natural de las unidades vendidas

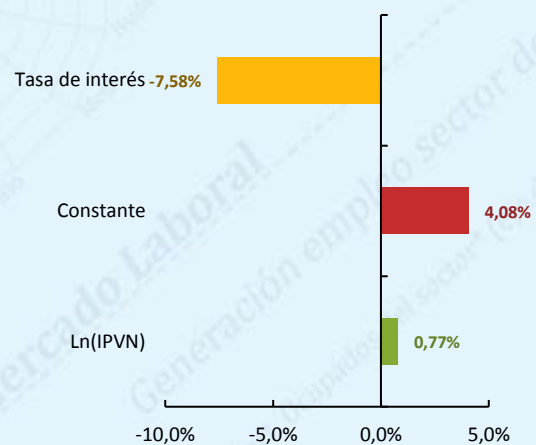
***ln(IPVN)***: logaritmo natural del índice de precios de vivienda nueva del Banco de la República

Los resultados (Gráfico 4) muestran que un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés reduce el nivel de ventas en el segmento de 335-435 smmlv en un 7,58% y teniendo en cuenta que la medida plantea un subsidio de 2,5p.p. sobre la tasa hipotecaria, se tendría un impacto positivo de 18,9% sobre el resultado de ventas. Vale la pena destacar que el impacto calculado responde al supuesto de que la totalidad de la reducción es capturada por comprador .

Finalmente, y como se ha evidenciado en eventos de política monetaria anteriores, la mayor competencia de las entidades financieras por capturar los subsidios ha generado, contrario al planteamiento de la

teoría económica, una reducción en las tasas hipotecarias<sup>7</sup>, que como se mencionó no son capturadas en el modelo.

**Gráfico 4. Efecto de la tasa de interés hipotecaria sobre las ventas de vivienda de 335-435 smmlv**



Fuente: Cálculos CAMACOL

#### 4. Conclusiones

La actividad edificadora ha moderado sus ritmos de crecimiento en línea con el comportamiento de la economía nacional, las principales variables del sector dan cuenta de un profundo ajuste producto de los encadenamientos y la dinámica procíclica que caracteriza esta rama de la economía.

<sup>7</sup> Chavarro, X. et al. (2015). Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a

las tasas de interés del sistema financiero (No. 874). Banco de la Republica de Colombia.

Una mirada detallada a la dinámica comercial evidencia un nivel de ventas menor que el previsto por la tendencia de largo plazo en los segmentos de vivienda No VIS, en contraste con la vivienda social que completa nueve meses por encima de su tendencia de largo plazo.

En el agregado nacional, las fases de expansión de las ventas se han prolongado en promedio por unos 10,6 meses mientras que las de desaceleración han tenido una duración media de un año, la actual fase completa seis meses con 7,8% unidades comercializadas menos que lo que supone el potencial.

La vivienda de entre 70-135 salarios mínimos mantiene una buena dinámica en un contexto de moderación en el crecimiento económico. Las unidades vendidas al corte de septiembre de 2017 se encuentran 6,7% por encima de la tendencia de largo plazo de este segmento de precio, se prevé que mantenga este comportamiento por lo menos durante cuatro meses más hasta alcanzar los trece que promedian sus fases de expansión.

Finalmente, de cara a la inclusión en la cobertura a la tasa de interés del segmento de vivienda con precio de venta entre 335 y 435 smmlv, y en línea con los resultados estimados en los demás rangos de precio que han tenido este beneficio, se estima que por un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés hipotecaria las ventas se reducen en un 7,5%.



## INDICADORES ECONÓMICOS DE LA CONSTRUCCIÓN (Diciembre 2017)

	Valores	Fecha	Variación porcentual anual		
			2017-III	2017-II	2016-III
<b>I. PIB 1/* (cifras en miles de millones de pesos)</b>					
Total (1)	138.021	<b>sep-17</b>	2,0%	1,2%	1,2%
Construcción	10.004		-2,1%	0,3%	7,1%
a. Edificaciones	3.870		-15,9%	-7,7%	11,7%
b. Obras civiles	6.207		8,8%	7,0%	3,8%
Variación porcentual anual					
	Valores	Fecha	Anual	Tres meses atrás	Año atrás
<b>II. Número de ocupados 2/*</b>					
Nacional	22.666	<b>oct-17</b>	0,5%	1,8%	1,0%
Construcción	1.364		-2,1%	-0,7%	2,8%
Trece áreas: Nacional	10.848		0,0%	0,5%	0,5%
Trece áreas: Construcción	677		-1,9%	-2,5%	5,9%
<b>III. Licencias 3/* (2)</b>					
Totales	<b>1.824.302</b>	<b>sep-17</b>	Sep 16 - Sep 17	Jun 16 - Jun 17	Sep 15 - Sep 16
Vivienda	<b>1.384.736</b>		1,0%	-4,1%	-23,9%
a. VIS	267.116		-5,3%	-5,9%	-16,6%
b. No VIS	1.117.620		-41,1%	-25,1%	-20,3%
Otros destinos	<b>439.566</b>		10,7%	0,6%	-14,9%
a. Industria	5.233		27,8%	3,0%	-44,6%
b. Oficina	60.494		-83,7%	-49,3%	-50,6%
c. Bodega	71.559		19,4%	-56,9%	-17,5%
d. Comercio	171.844		40,7%	-28,2%	-39,7%
e. Otros	130.436		75,2%	55,1%	-37,6%
<b>IV. Cemento 4/**</b>					
Producción	1.082.276	<b>oct-17</b>	Oct 16 - Oct 17	Jul 16 - Jul 17	Oct 15 - Oct 16
Despachos	1.029.408		0,6%	18,0%	-8,6%
<b>V. Índice Costos Construcción (ICCV) *</b>					
Total	232,6	<b>oct-17</b>	Oct 16 - Oct 17	Jul 16 - Jul 17	Oct 15 - Oct 16
Materiales	225,6		4,1%	3,5%	3,7%
Mano de obra	255,0		3,4%	2,5%	3,5%
Maquinaria y equipo	200,8		6,0%	5,8%	4,3%
<b>VI. Índice Precios de Vivienda Nueva 5/</b>					
Vivienda	119,3	<b>jun-17</b>	2,7%	2,9%	2,0%
Variación porcentual anual					
	Valores	Fecha	2017-II	2017-I	2016-II
Vivienda	119,3	<b>jun-17</b>	6,7%	7,8%	7,7%

## INDICADORES ECONÓMICOS DE LA CONSTRUCCIÓN (Diciembre 2017)

			Nov 16 - Nov 17	Ago 16 - Ago 17	Nov 15 - Nov16
<b>VII. Inflación *</b>					
IPC Total	138	nov-17	4,1%	3,9%	6,0%
IPC Vivienda	142		4,6%	4,4%	5,0%
<b>VIII.Muestra Mensual Manufacturera *</b>			Sep 16 - Sep 17	Jun 16 - Jun 17	Sep 15 - Sep 16
Índice producción real	109	sep-17	-1,9%	-1,4%	4,5%
<b>IX. Encuesta Mensual del Comercio al por Menor*</b>			Sep 16 - Sep 17	Jun 16 - Jun 17	Sep 15 - Sep 16
Índice ventas reales total sin combustibles	109	sep-17	1,9%	0,8%	-1,4%
Índice ventas reales art. ferretería y pinturas	115		-5,4%	-7,4%	-9,4%
<b>X. Financiación 6/***</b>			Sep 16 - Sep 17	Jun 16 - Jun 17	Sep 15 - Sep 16
Cartera hipotecaria + titularizaciones	59	sep-17	12,0%	12,6%	15,1%
<b>Desembolsos (cifras en millones de pesos)</b>					
a. Constructor	406		49,1%	17,0%	-24,6%
b. Individual	1353		14,4%	-21,7%	-28,3%
1. VIS	243	sep-17	-8,7%	-17,5%	13,0%
2. No VIS	1111		21,2%	-22,7%	-35,2%
i. Pesos	1212		21,3%	-22,2%	-31,1%
ii. UVR	141		-22,8%	-18,2%	-7,7%
<b>XI. Tasas interés hipotecarias (%) ****</b>		Fecha	Valores Absolutos		
<b>Adquisición</b>			oct-17	jul-17	oct-16
a. VIS UVR			8,6%	9,0%	8,6%
b. No VIS UVR			7,7%	7,0%	7,7%
1. VIS pesos			12,0%	12,3%	12,8%
2. No VIS pesos		oct-17	10,9%	11,5%	12,3%
<b>Construcción</b>					
a. VIS UVR			6,1%	6,0%	5,8%
b. No VIS UVR			5,6%	5,8%	5,0%
1. VIS pesos			12,6%	13,2%	12,9%
2. No VIS pesos			11,9%	12,4%	12,6%

Fuentes: \* DANE; \*\* ICPC; \*\*\* Superintendencia financiera; \*\*\*\* Banco de la República. Notas: n.d.: no disponible; n.a.: no aplica; 1/ Cifras en miles de millones de pesos constantes 2005=100; 2/ Cifras en miles correspondientes al trimestre móvil; 3/ Cifras en metros cuadrados. 4/ Cifras en toneladas; 5/IPVN - 53 Municipios ; 6/ Cifras en billones de pesos corrientes. Incluye Leasing Habitacional. (1) p: pronóstico Ministerio de Hacienda pp: pronóstico elaborado por CAMACOL 1/ Cifras en miles de millones de pesos constantes 2005=100; (2) Licencias de Construcción/ Total 88 Municipios-Dane

## CONDICIONES DE USO

La Cámara Colombiana de la Construcción procura que los datos suministrados en la serie titulada “Informe Económico”, publicada en su página web y/o divulgada por medios electrónicos, mantengan altos estándares de calidad. Sin embargo, no asume responsabilidad alguna desde el punto de vista legal o de cualquier otra índole, por la integridad, veracidad, exactitud, oportunidad, actualización, conveniencia, contenido y/o usos que se den a la información y a los documentos que aquí se presentan.

La Cámara Colombiana de la Construcción tampoco asume responsabilidad alguna por omisiones de información o por errores en la misma, en particular por las discrepancias que pudieran encontrarse entre la versión electrónica de la información publicada y su fuente original.

La Cámara Colombiana de la Construcción no proporciona ningún tipo de asesoría. Por tanto, la información publicada no puede considerarse como una recomendación para la realización de operaciones de construcción, comercio, ahorro, inversión, ni para ningún otro efecto.

Los vínculos a otros sitios web se establecen para facilitar la navegación y consulta, pero no implican la aprobación ni responsabilidad alguna por parte de la Cámara Colombiana de la Construcción, sobre la información contenida en ellos. En consideración de lo anterior, la Cámara Colombiana de la Construcción por ningún concepto será responsable por el contenido, forma, desempeño, información, falla o anomalía que pueda presentarse, ni por los productos y/o servicios ofrecidos en los sitios web con los cuales se haya establecido un enlace.

Se autoriza la reproducción total o parcial de la información contenida en esta página web o documento, siempre y cuando se mencione la fuente.

## NOTAS

No aplica