

I semestre de 2022

ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL MERCADO INMOBILIARIO EN COLOMBIA

Juan Sebastián Mariño
María Fernanda Meneses

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



ANÁLISIS DE LA CARTERA Y DEL MERCADO INMOBILIARIO EN COLOMBIA

Juan Sebastián Mariño
María Fernanda Meneses*

En este Informe especial se analiza la dinámica conjunta del mercado inmobiliario en Colombia y del crédito de esta modalidad, con el propósito de identificar fuentes potenciales de riesgo que afecten la estabilidad económica y financiera. En particular, se estudia el comportamiento de variables asociadas con el sector, su financiación, los niveles de oferta y de demanda, el precio de los inmuebles, entre otras.

Los resultados muestran que la oferta de vivienda nueva profundizó su tendencia a la baja, al tiempo que la demanda, pese a mostrar desaceleraciones, continuó expandiéndose a tasas reales positivas. Lo anterior contribuyó a que los precios, luego de controlar por las características de los inmuebles, siguieran creciendo en términos reales. El escenario anterior ha estado acompañado por un ciclo de tasas al alza y una menor dinámica en los desembolsos de adquisición de vivienda, en línea con una menor disposición de compra de este tipo de bienes.

1 Situación general del crédito de vivienda

La profundización del crédito de vivienda, definida como la razón de cartera de esta modalidad sobre el PIB, muestra una reducción desde marzo de 2021. Con lo anterior, se revirtió la tendencia ascendente que venía registrándose desde periodos anteriores, debido principalmente al repunte observado en la actividad económica. Pese a lo anterior, este indicador continúa ubicándose en niveles históricamente altos. Finalmente, la cartera de vivienda continuó mostrando aceleraciones durante los últimos doce meses (Gráfico 1).

Al analizar el comportamiento de los desembolsos destinados a adquisición de vivienda se observa que, posterior a la aceleración presentada durante 2021, a partir de 2022 estos presentan un menor ritmo de crecimiento¹, explicado, en parte, por el efecto base de 2021. A pesar de lo anterior, estos desembolsos mantienen una dinámica de expansión elevada en comparación con años anteriores. Por modalidad, este comportamiento es atribuido a la vivienda no VIS, segmento en el cual los inmuebles son de mayor precio en comparación con VIS. Adicionalmente, en el último año los desembolsos de adquisición de vivienda VIS adquirieron una mayor participación² (Gráfico 2, panel A).

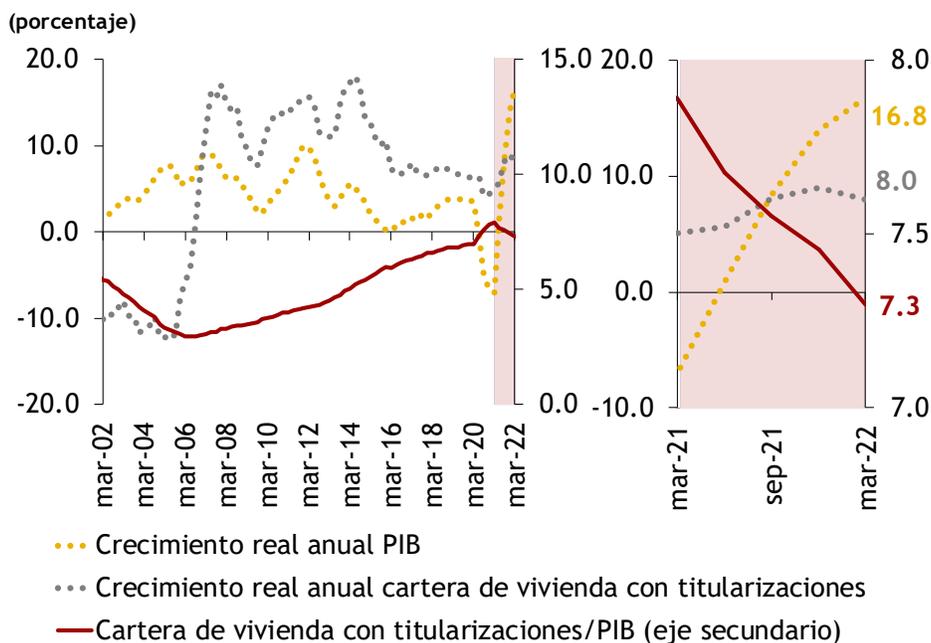
Por otra parte, los desembolsos otorgados para construcción de vivienda han mostrado una tendencia de recuperación durante los últimos doce meses. Este comportamiento es consecuencia, en parte, de un efecto base dado los mínimos observados tras la pandemia. Por modalidad, esta dinámica estuvo sustentada por los

* Los autores son miembros del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Los errores u omisiones que persistan son responsabilidad exclusiva de los autores.

¹ La información real contenida en informe se deflactó utilizando el IPC sin alimentos.

² A mayo de 2022, los desembolsos anuales de vivienda con destino a adquisición VIS alcanzaron 6,4 b y mostraron un crecimiento real anual del 37,0%, en comparación con 19,1 b y un crecimiento de 21,1% del segmento no VIS.

Gráfico 1: Profundización del crédito de vivienda

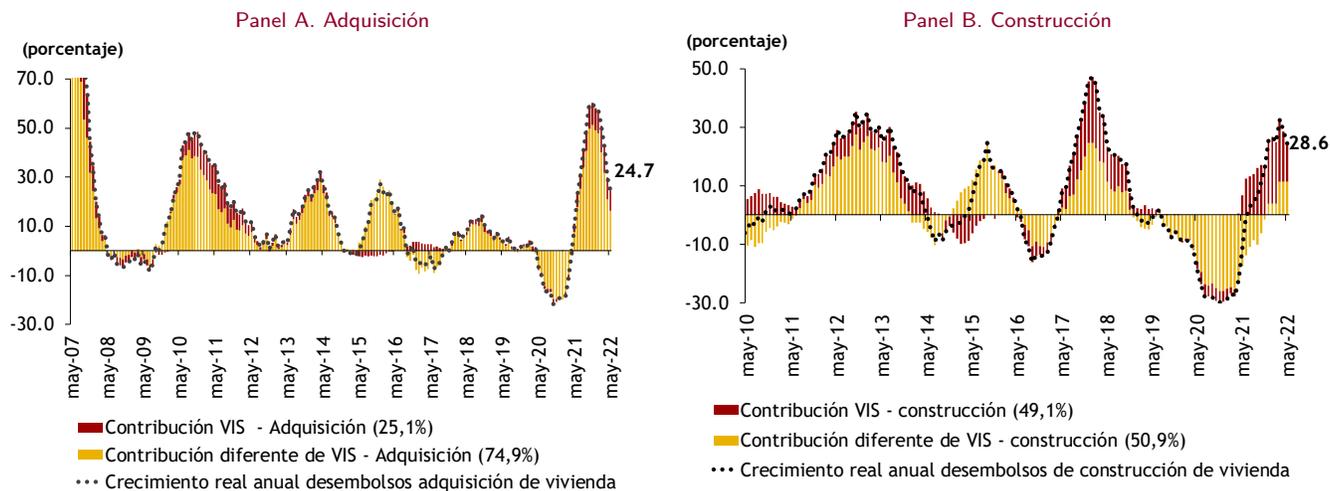


Nota: La cartera de vivienda incluye leasing habitacional.

Fuente: SFC, DANE y Titularizadora colombiana; cálculos del Banco de la República.

desembolsos en el segmento VIS, los cuáles han adquirido una mayor participación en los últimos doce meses (Gráfico 2, panel B).

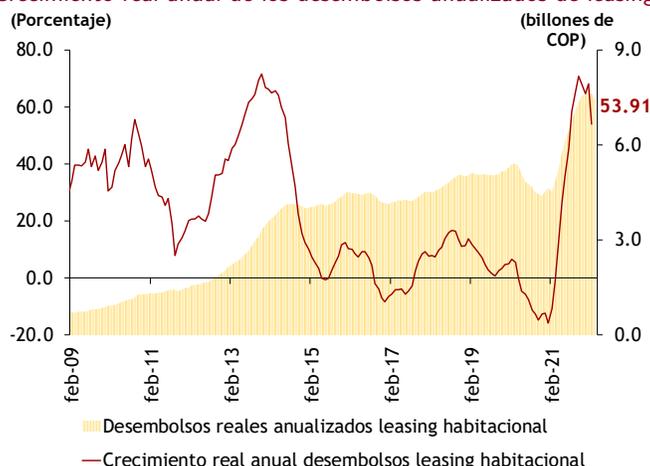
Gráfico 2: Crecimiento real anual de los desembolsos anualizados de vivienda



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

En el Gráfico 3 se presenta el crecimiento real anual y el valor de los desembolsos anualizados otorgados para leasing habitacional. Posterior al pico registrado en el segundo semestre de 2021, estos desembolsos han mostrado un menor ritmo de expansión. Los desembolsos anualizados de leasing habitacional representan el 29,2% de los desembolsos anualizados de adquisición de vivienda.

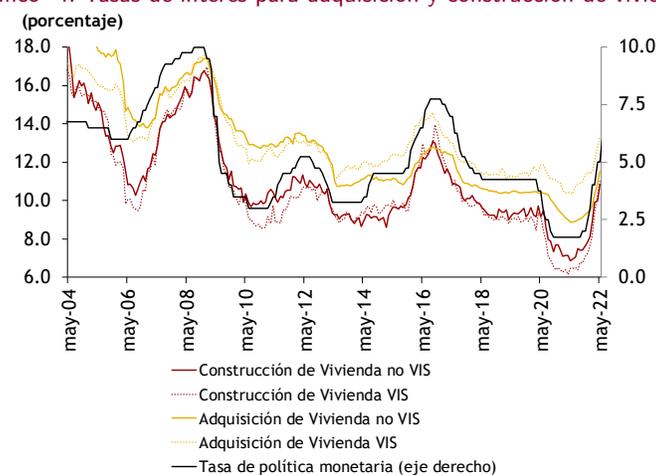
Gráfico 3: Crecimiento real anual de los desembolsos anualizados de leasing habitacional



Fuente: Asobancaria.

En relación con las tasas de interés de colocación de los créditos destinados a la adquisición y construcción de vivienda³, tanto del segmento VIS y no VIS, se han registrado incrementos graduales desde mayo de 2021, en línea con un escenario de mayores tasas de tasas de política monetaria (Gráfico 4).

Gráfico 4: Tasas de interés para adquisición y construcción de vivienda

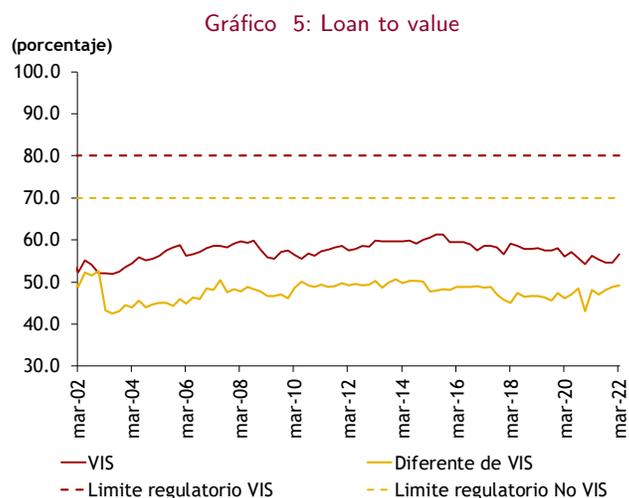


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Por otra parte, para analizar qué proporción del valor de la vivienda es financiada con crédito, a continuación

³Tasa de interés efectiva anual promedio ponderada.

se presenta el loan to value (LTV) —razón entre el valor de los desembolsos y el valor de las garantías—. Como muestra el Gráfico 5, este indicador se ubica alrededor de 22 puntos porcentuales por debajo de los límites regulatorios para ambas modalidades de vivienda⁴. En el último año, el indicador del segmento VIS se mantuvo estable, mientras que el de no VIS mostró leves incrementos.



Finalmente, las cuentas de ahorro para el fomento de la construcción (AFC) y las cuentas de ahorro programado (CAP) son instrumentos creados para incentivar el ahorro y la adquisición de vivienda. Dado que estos instrumentos tienen una finalidad exclusiva de compra de vivienda o leasing habitacional, su dinámica refleja la demanda futura por este tipo de bienes. Con información a febrero de 2022, las AFC y las CAP alcanzaron un saldo de 0,3 y 0,6 billones, respectivamente. En términos reales anuales, el saldo de las CAP mostró un pico en su crecimiento desde finales de 2021 (de más del 100%), mientras que las cuentas AFC han permanecido estables (Gráfico 6).

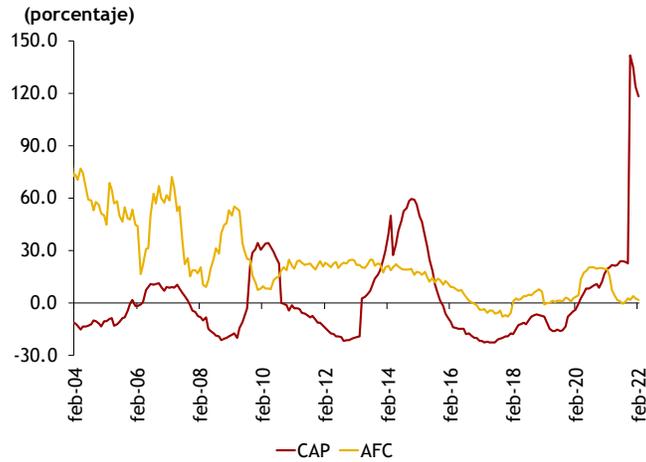
2 Comportamiento del mercado de vivienda nueva y usada

El estudio y caracterización del mercado de vivienda nueva y usada permite entender el contexto en el cual se genera la dinámica de sus precios. Por lo anterior, esta sección presenta indicadores que buscan medir el comportamiento de la demanda y oferta en este mercado.

El indicador de confianza del consumidor (ICC) registra una disminución desde septiembre de 2021, situándose en niveles cercanos a los registrados al inicio del mismo año. De acuerdo con Fedesarrollo, este comportamiento es explicado por una valoración de los consumidores menos favorable sobre la situación del país y sobre la situación de los hogares. De forma similar, el componente de intención de compra de vivienda (ICV) se redujo

⁴De acuerdo con el Decreto 145 de 2000, modificado por el Decreto 3760 de 2008, es posible financiar hasta el 70% del valor del inmueble para la vivienda No VIS, mientras que para los créditos destinados a la financiación de VIS podrá financiarse hasta el 80% del valor del inmueble.

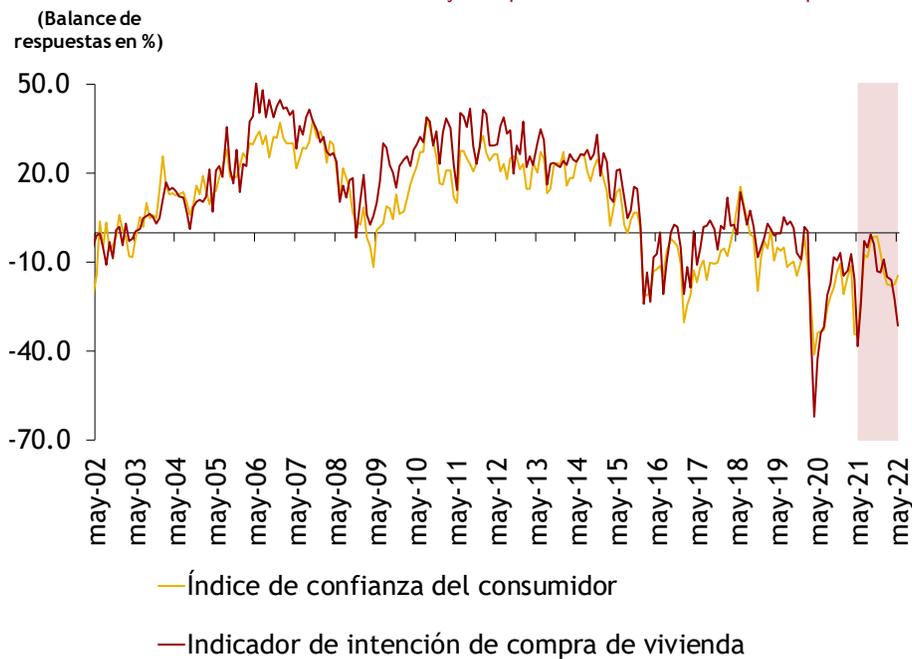
Gráfico 6: Crecimiento real anual del saldo de las cuentas de ahorro programado (CAP) y de las cuentas de ahorro para el fomento de la construcción (AFC)



Fuente: Asobancaria.

aproximadamente 31 puntos porcentuales desde el tercer trimestre de 2021. Con información a mayo de 2022, el ICV profundizó su tendencia a la baja, al tiempo que el ICC incrementó levemente (Gráfico 7).

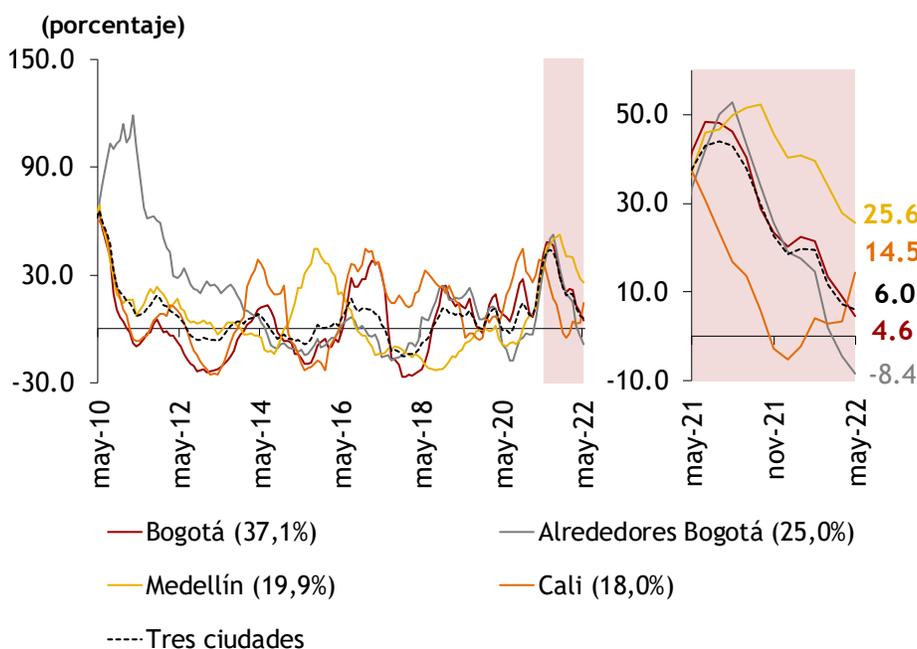
Gráfico 7: Índice de confianza del consumidor y componente de intención de compra de vivienda



Fuente: Fedesarrollo.

Al analizar el comportamiento de las ventas de vivienda nueva para las tres ciudades principales (Bogotá, Medellín y Cali), durante el último año las unidades vendidas acumuladas a 12 meses mostraron una desaceleración. Se resalta el caso de los alrededores de Bogotá que fueron los únicos que registraron crecimientos negativos. El menor crecimiento de las unidades vendidas se presentó para las tres ciudades analizadas, con excepción de Cali que, desde finales de 2021, muestra una recuperación (Gráfico 8).

Gráfico 8: Crecimiento anual de las unidades vendidas (acumulado a doce meses)



Nota: En las leyendas entre paréntesis se presenta la participación de las unidades vendidas por ciudad sobre el total de las tres ciudades.

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

En relación con la oferta, el PIB del sector de edificaciones (componente de construcción de edificaciones residenciales y no residenciales) continuó con la senda de recuperación presentada desde diciembre de 2020. A marzo de 2022, el PIB de este segmento registró una tasa de crecimiento de 14,5%, en parte, consecuencia del efecto base dados los bajos niveles evidenciados durante la pandemia (Gráfico 9).

Por su parte, dado que aumentos en los costos de producción de los inmuebles pueden ocasionar presiones sobre la oferta y los precios de estos bienes, en el Gráfico 10 se muestra el crecimiento del índice de costos de la construcción de vivienda (ICCV). Con información a diciembre de 2021, este indicador se ubicó en niveles superiores al promedio de los últimos cinco años, continuando con la tendencia creciente que venía registrando desde períodos anteriores⁵. Adicionalmente, en el Gráfico 11 se muestra el crecimiento de la producción y despacho del cemento gris (uno de los insumos principales del sector construcción). Posterior a los datos atípicos producto de la pandemia, desde septiembre de 2021 la producción de cemento gris mostró un

⁵El índice de costos de la construcción de edificaciones residencial (ICOCED) ha mostrado un crecimiento del 6% desde diciembre de 2021.

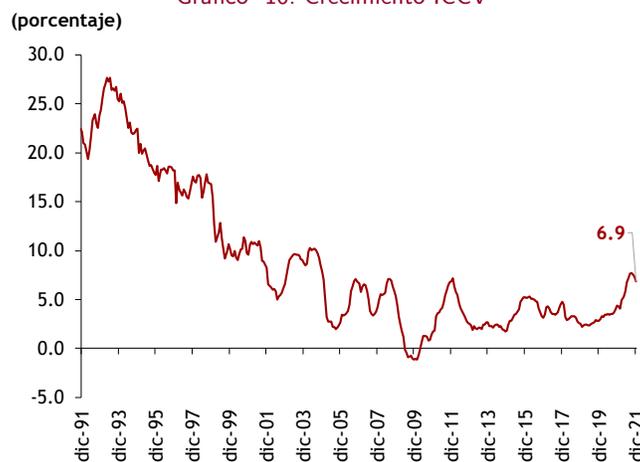
Gráfico 9: Crecimiento real anual del PIB a doce meses de edificaciones - construcción de edificaciones residenciales y no residenciales



Fuente: DANE.

incremento, registrando tasas de crecimiento no observadas desde mediados de 2017 (exceptuando el máximo histórico de abril de 2021).

Gráfico 10: Crecimiento ICCV

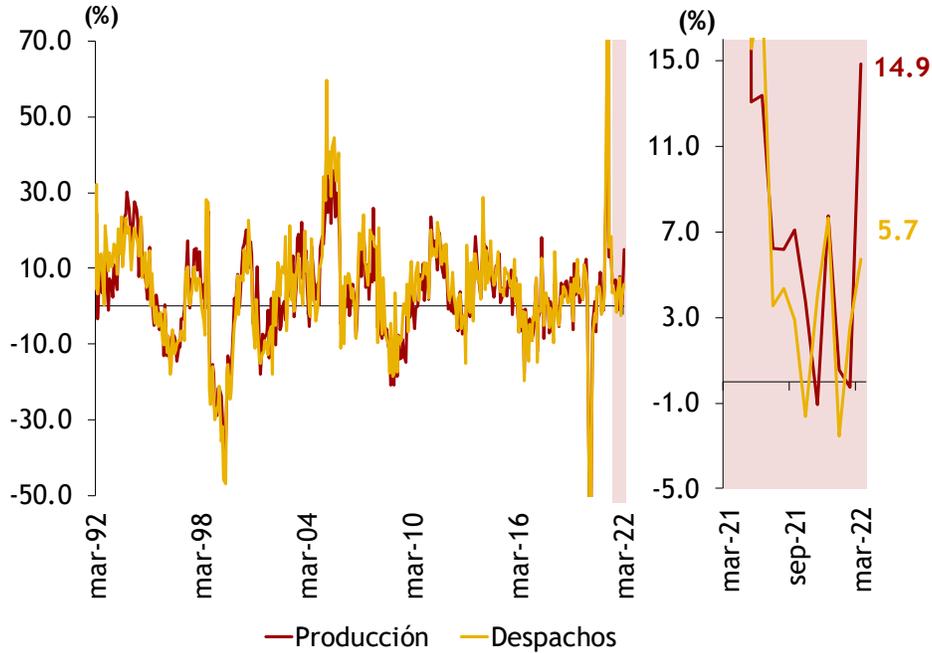


Fuente: DANE.

En términos del crecimiento de la oferta de vivienda nueva⁶, el agregado de las tres ciudades mostró una tendencia a la baja en el último año (Gráfico 12). Por ciudad, el comportamiento de la oferta muestra una tendencia similar, con excepción de Cali que presentó una recuperación desde inicios de 2022. En el caso de los alrededores de Bogotá, la oferta registró la mayor contracción observada desde mediados de 2013.

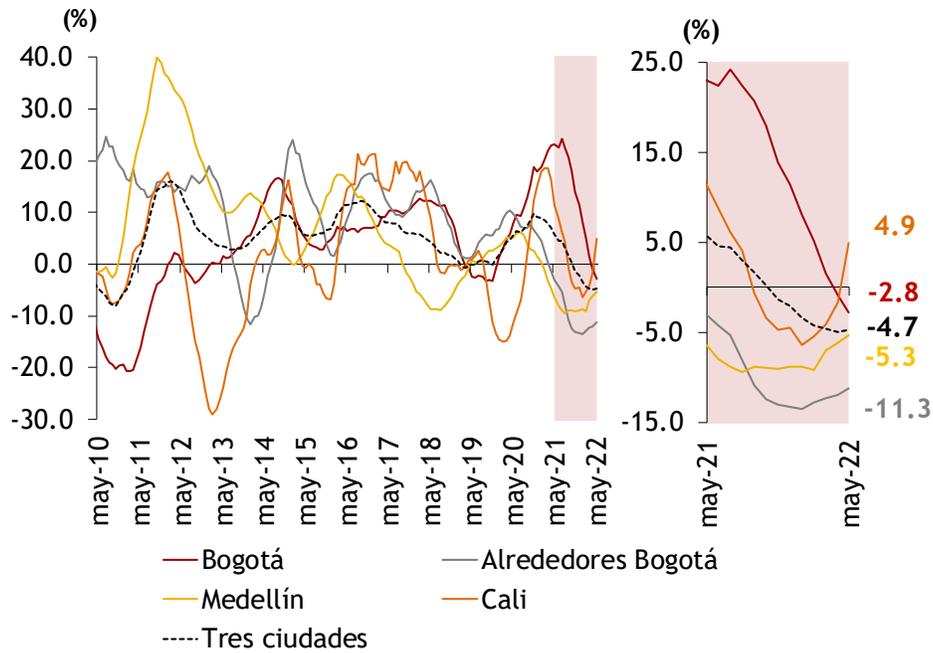
⁶La oferta en cada momento es igual a las unidades disponibles del período anterior más el balance resultante entre las nuevas unidades ingresadas al mercado y las unidades que se venden en dicho lapso.

Gráfico 11: Crecimiento anual de la producción y despacho de cemento gris



Fuente: DANE.

Gráfico 12: Crecimiento anual de las unidades disponibles de vivienda nueva



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

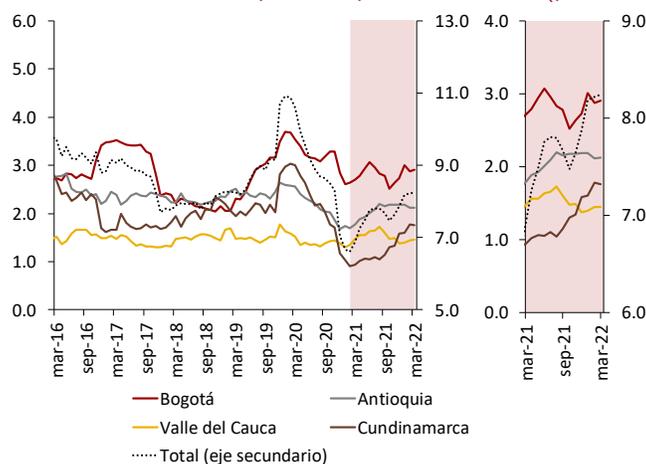
Por su parte, los datos del censo de edificaciones del DANE muestran que el porcentaje de obras paralizadas o inactivas ha disminuido ligeramente en el último año (Gráfico 13). Al analizar por ciudad, se encuentra que Bogotá y Medellín lideran la recuperación del sector, mientras que Cali registró un menor porcentaje de obras en proceso, y continúa siendo la ciudad con mayor proporción de obras paralizadas o inactivas (34,1%).



Fuente: DANE.

Al evaluar las unidades de vivienda aprobadas para construcción en el último año, se observa una tendencia positiva para el agregado del país y todos los departamentos analizados, a excepción del Valle del Cauca que ha mostrado estabilidad (Gráfico 14). Los registros de los últimos doce meses revirtieron la tendencia negativa que se presentó desde 2020, y ya se ubican cerca de lo observado antes del inicio de la pandemia.

Gráfico 14: Unidades de vivienda aprobadas para construcción (promedio 12 meses)

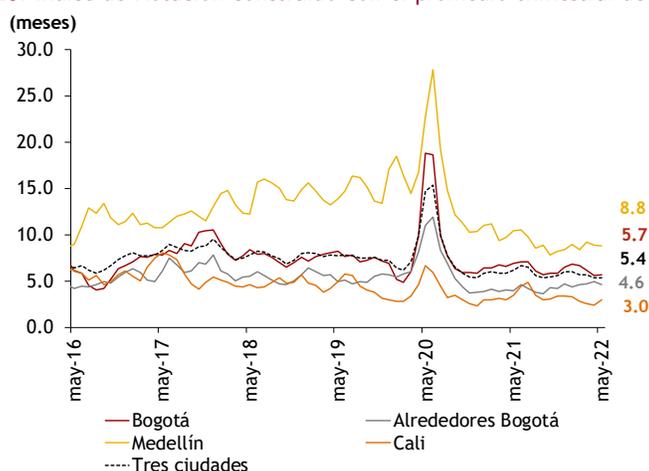


Fuente: DANE.

Adicionalmente, en el Gráfico 15 se analiza el índice de rotación, calculado como la razón entre las unidades de vivienda nueva ofrecidas mensualmente y el promedio trimestral de las unidades vendidas de vivienda nueva⁷. El indicador se interpreta como el número de meses en los cuales 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.

Posterior a su estabilización de finales de 2020, a mayo de 2022 el indicador agregado y el de las ciudades analizadas se mantiene en un nivel inferior al registrado en los meses previos a la pandemia. Por ciudad, Cali presenta el desempeño más favorable con una rotación de inventario de tres meses, mientras que Medellín continúa registrando la menor rotación, con casi nueve meses. A pesar de lo anterior, la capital antioqueña lidera las reducciones con respecto a lo observado antes de 2020, cuando presentaba una rotación de aproximadamente 17 meses (Gráfico 15).

Gráfico 15: Índice de Rotación construido con el promedio trimestral de las ventas



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

En cuanto al comportamiento del mercado de la vivienda usada, se analizan dos indicadores construidos a partir de encuestas realizadas por La Galería Inmobiliaria⁸ a inmuebles con aviso de venta o arriendo en los estratos cuatro, cinco y seis de las tres ciudades principales.

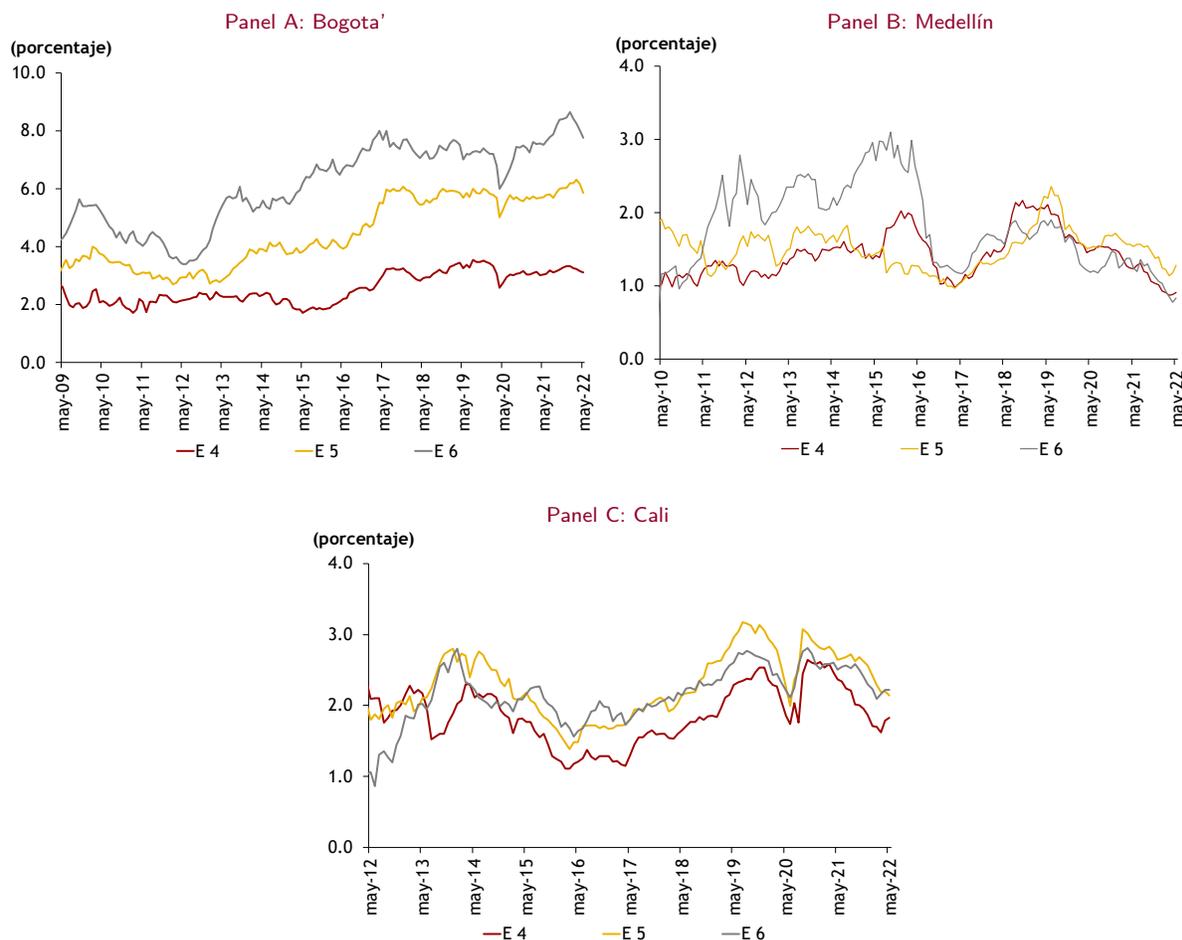
El indicador de unidades disponibles en el mercado de vivienda usada se calcula como el número de viviendas en venta o arriendo como proporción del total de hogares por estrato. En las tres ciudades analizadas el indicador

⁷Se toma este promedio trimestral debido a que los indicadores mensuales de ventas tienden a ser volátiles.

⁸Se seleccionan las manzanas a recorrer y se realiza un levantamiento de cada uno de los predios de la manzana. Luego, se identifican los inmuebles para venta y arriendo teniendo en cuenta el aviso que se publica en la ventana de las viviendas. Posteriormente, se contacta a los anunciantes de cada uno de estos inmuebles con el objeto de conocer sus características y precio. En los recorridos siguientes se observa si el aviso de venta o arriendo del inmueble ya fue retirado, en cuyo caso se hace una nueva llamada con el fin de establecer el tipo de operación que se llevó a cabo y así determinar el número de días que se demoró en vender o arrendar la unidad.

ha mostrado disminuciones en los meses recientes, aunque esta tendencia se registra en Medellín y Cali desde 2019 (interrumpido por la pandemia), mientras que Bogotá mostró el ajuste desde inicios de 2022 (Gráfico 16). La proporción de inmuebles usados en venta o arriendo es mayor para el caso de Bogotá, especialmente en los estratos cinco y seis.

Gráfico 16: Inmuebles en venta o arriendo como proporción del número de hogares por estrato



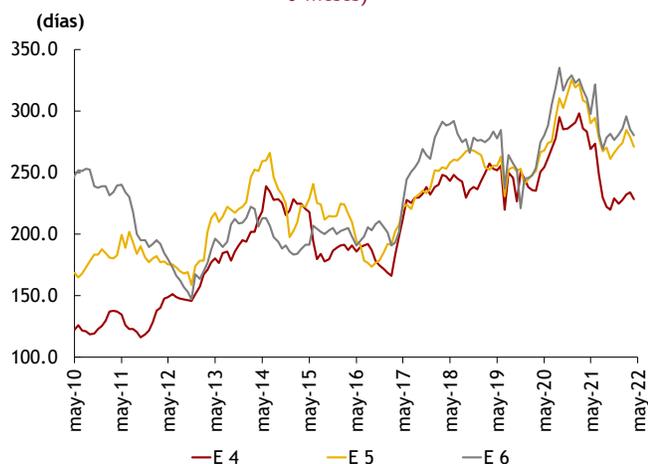
Nota: La Galería Inmobiliaria construye una muestra de vivienda usada en los estratos 4, 5 y 6 de Bogotá, Cali y Medellín, a partir de la cual calcula la proporción de inmuebles en venta o arriendo dentro del total de viviendas de la muestra.

Fuente: Precia; cálculos Banco de la República.

En el Gráfico 17 se presenta el tiempo necesario para vender y arrendar viviendas usadas en Bogotá. Para el caso del primer indicador se ha observado un incremento desde el tercer trimestre de 2021 para los tres estratos analizados (Gráfico 17, panel A). Por su parte, el tiempo de arriendo registra incrementos generalizados desde finales de 2020 (Gráfico 17, panel B). Los últimos registros evidencian que una vivienda usada tarda más en venderse que en arrendarse en la capital.

Gráfico 17: Tiempo de venta y arriendo vivienda usada en Bogotá

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



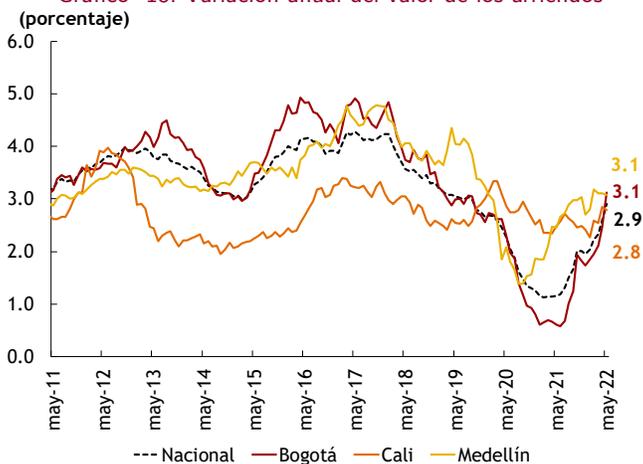
Panel B: Tiempo de arriendo de vivienda usada (días promedio últimos 6 meses)



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

Por otro lado, en el Gráfico 18 se analiza la variación anual en el valor de los arriendos, medida con el componente de arriendos del IPC. Como se puede observar, la inflación agregada de los alquileres muestra una tendencia creciente desde inicios de 2021, alcanzando niveles cercanos a la meta de inflación del Banco de la República a mayo de 2022. Lo anterior se explica principalmente por el comportamiento de Bogotá y Medellín, que han mostrado aceleraciones en su inflación de arriendos. En el caso de Cali el indicador se mantiene en niveles cercanos al promedio histórico.

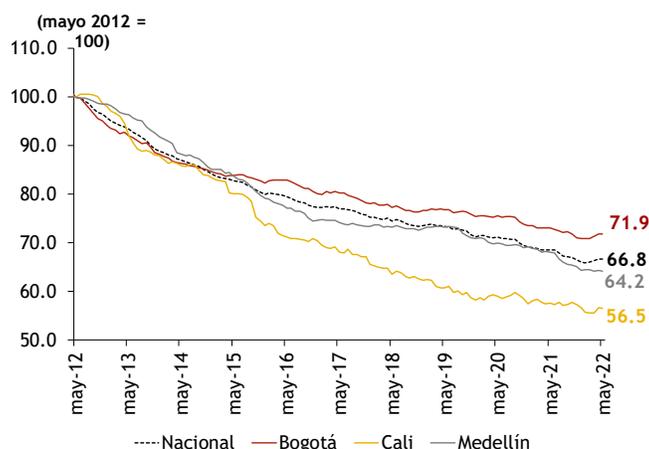
Gráfico 18: Variación anual del valor de los arriendos



Fuente: DANE.

Por último, al evaluar el índice de precios de los arriendos relativo a los de la vivienda nueva⁹, se evidencia estabilidad para el agregado nacional (Gráfico 19). Dado que el pago del arriendo se constituye como el retorno de los inversionistas a la adquisición de inmuebles, la relativa estabilidad de la razón agregada implica una moderación en la tendencia observada años anteriores. Este comportamiento también se evidencia para Bogotá, Cali y Medellín, que han mantenido índices relativamente estables en los últimos meses.

Gráfico 19: Índice de precios de los arriendos relativos a los de la vivienda nueva (mayo de 2012=100)



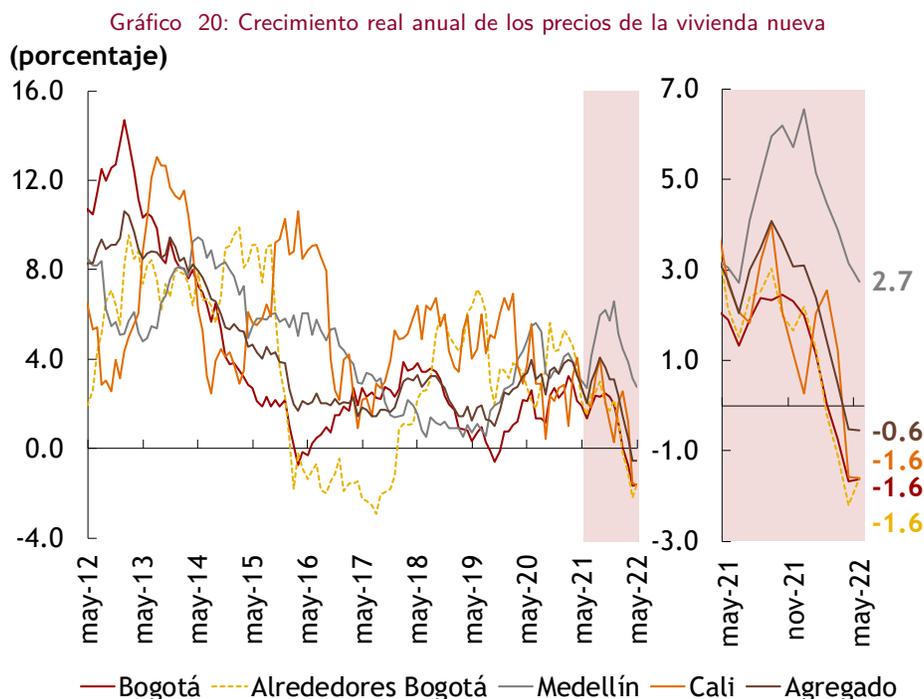
Fuente: DANE y La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

3 Evolución de los precios de la vivienda en las tres ciudades principales

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)¹⁰, con el fin de tener una herramienta para examinar el comportamiento de estos precios de manera oportuna. En el Gráfico 20 se presenta la variación anual del IPVNBR deflactado por el índice de precios al consumidor (IPC) nacional sin alimentos, donde se observa una tendencia decreciente generalizada para todas las ciudades desde el tercer trimestre de 2021. La única ciudad que registra crecimientos reales positivos es Medellín, mientras que Cali, Bogotá y sus alrededores mostraron contracciones reales en el período de análisis.

⁹El índice se calcula como la razón entre el IPC de arriendos con base mayo de 2012, y el índice de precios de la vivienda nueva del Banco de la República (IPVNBR) con la misma base para cada una de las ciudades de análisis.

¹⁰El 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 inmuebles nuevos disponibles para la venta en un determinado período (para mayor detalle, véase Castaño y Morales, 2015).



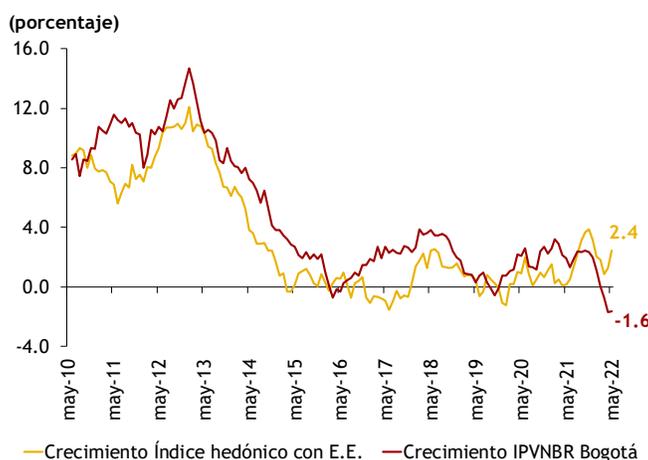
Fuente: La Galería Inmobiliaria; cálculos del Banco de la República.

El Gráfico 21 muestra el crecimiento de un índice de precios de vivienda hedónico con efectos espaciales¹¹ calculado para la ciudad de Bogotá, comparado con el del IPVNBR estimado para la misma ciudad. El primero, a diferencia del IPVNBR, incorpora de manera parsimoniosa las características de los inmuebles y su ubicación por medio de un modelo de econometría espacial, lo que resulta en un índice más preciso y robusto.

Como se puede observar, en el periodo reciente la tasa de crecimiento del índice corregido ha exhibido valores positivos, lo cual lo ubica en niveles superiores a los exhibidos por el IPVNBR. De acuerdo con la naturaleza del índice espacial, la diferencia mencionada debe estar explicada por una mayor participación de inmuebles VIS, de características inferiores o ubicaciones menos favorables a los comercializados en el pasado. Al controlar por dichas características, se observa una tendencia positiva en los últimos 3 meses. La brecha entre los dos indicadores es de 4 puntos porcentuales, nivel que no se observaba desde septiembre de 2011.

¹¹Para más información, véase Cabrera-Rodríguez, Mariño-Montaña y Quicazán-Moreno (2019).

Gráfico 21: Variación real anual de los precios de la vivienda en Bogotá



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

Por su parte, al comparar los crecimientos reales de los distintos índices de precios de la vivienda disponibles en Colombia, se infiere que para los últimos datos disponibles se mostró una sincronización relativamente alta (Gráfico 22). El comportamiento reciente de los índices de vivienda nueva del DANE y el Banco de la República indicaría que el índice de vivienda usada y el de vivienda nueva del DNP podrían mostrar decrecimientos en términos reales en marzo.

4 4. Mercado inmobiliario no residencial de unidades nuevas

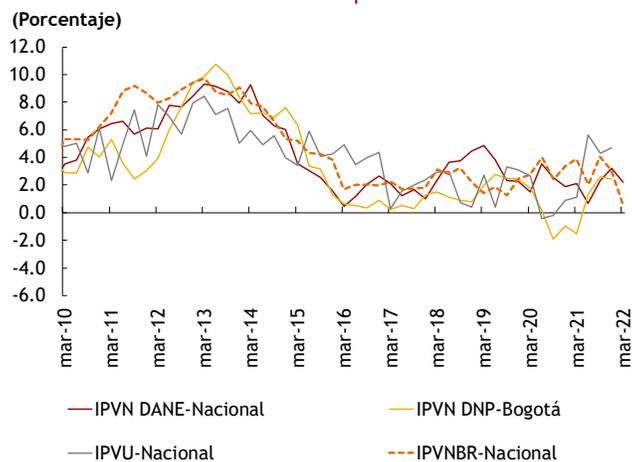
Desde el año 2017 La Galería Inmobiliaria monitorea y recolecta información de unidades nuevas no residenciales en las ciudades de Bogotá, Cali y Medellín. Dichos inmuebles se dividen en tres categorías: bodegas, oficinas y comercio. El Gráfico 23 muestra la distribución de metros cuadrados disponibles de estas edificaciones por ciudad, resaltándose la importancia de las bodegas para Bogotá y Medellín, y de las oficinas para Cali.

La oferta disponible presentó contracciones en el último año en Cali y Medellín (-1,9% y -4,9%, respectivamente) y crecimientos para Bogotá (3,0%). Las oficinas de Cali y las unidades comerciales de Medellín fueron las que mostraron la menor dinámica del mercado, con decrecimientos de -24,9% y -21,6%, respectivamente. Con los últimos registros, Cali alcanzó 11 meses consecutivos de contracciones y Medellín 53. A pesar de lo anterior, en periodos previos al analizado se alcanzó un inventario de gran magnitud en este mercado, por lo que los decrecimientos podrían evidenciar un ajuste saludable en las decisiones de inversión de los constructores¹².

En cuanto a la demanda, el acumulado de ventas de los últimos doce meses presentó comportamientos heterogéneos entre ciudades. Bogotá tuvo el peor desempeño de las capitales analizadas, con una contracción anual de -23,4% a mayo de 2022. En contraste, Medellín expandió sus ventas en un 126,7%. Por último, Cali

¹²A mayo de 2022, Bogotá tenía 1,32 millones de metros cuadrados disponibles, Cali 0,21 y Medellín 0,17.

Gráfico 22: Variación real anual de los precios de la vivienda en Colombia



Nota: El IPVN del DANE corresponde a las trece áreas metropolitanas; el IPVU agrega Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Bucaramanga, Cúcuta, Manizales, Neiva y Villavicencio, además de los municipios de Soacha en Cundinamarca y Bello, Envigado e Itagüí, en Antioquia; el IPVN del DNP se calcula para Bogotá; el IPVNBR se calcula para Bogotá y sus alrededores, Medellín y Cali. Todos los índices fueron deflactados por el IPC nacional sin alimentos.

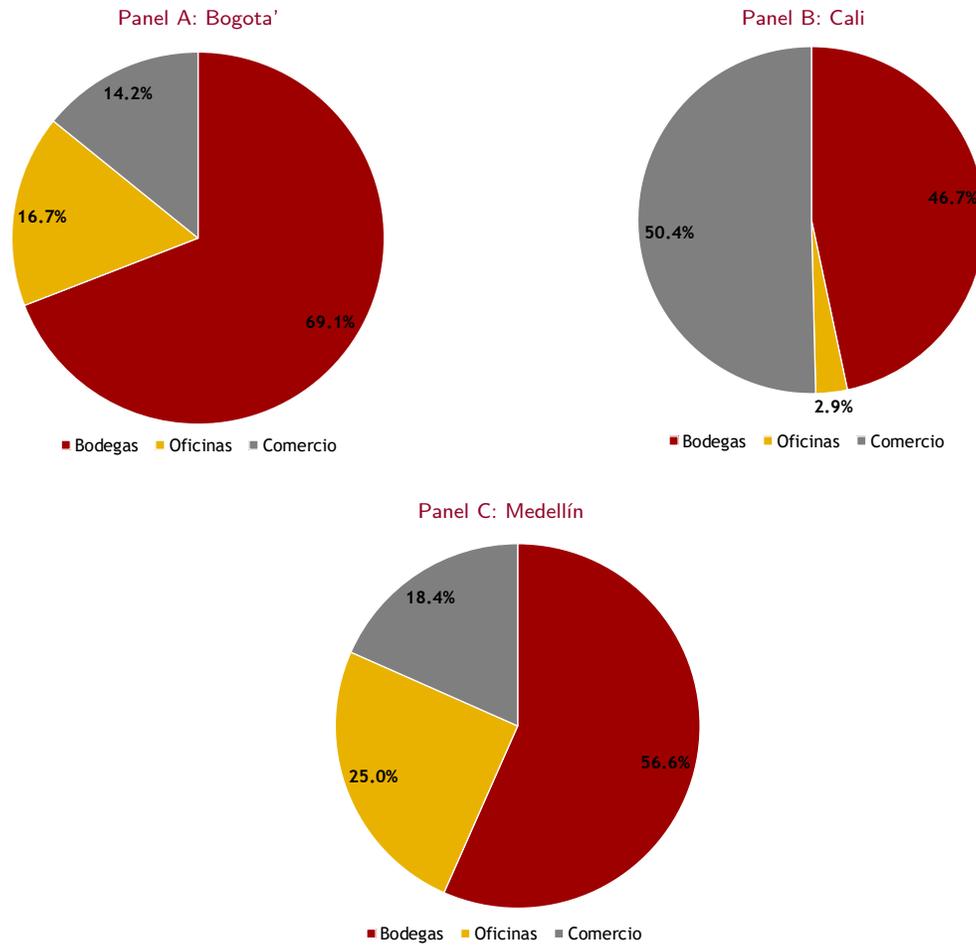
Fuente: La Galería Inmobiliaria, DANE y DNP; cálculos del Banco de la República.

pasó a mostrar ventas acumuladas positivas en mayo después de 17 meses consecutivos de ventas negativas¹³. Las ventas acumuladas a mayo se ubicaron en 47,5%, 99,3% y 57,8% por debajo de lo observado en diciembre de 2019 (periodo prepandemia) para Bogotá, Cali y Medellín, en su orden.

Por último, en el Gráfico 24 se registra el índice de rotación de unidades no residenciales para las ciudades analizadas. En algunos períodos se encuentran discontinuidades en la serie, debido a datos negativos de ventas para los meses correspondientes. En general se evidenció un incremento en los tiempos de rotación como consecuencia de la pandemia, que se han ido normalizando a medida que la emergencia sanitaria se ha controlado. Para el caso de Bogotá hubo un incremento de gran magnitud en el pasado reciente debido a desistimientos en el mercado de Bodegas. La única ciudad con un indicador superior al del periodo prepandemia es Cali.

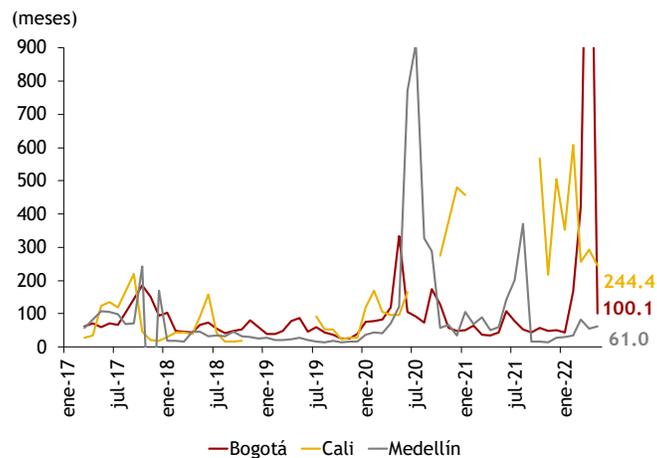
¹³Se registran ventas negativas cuando los desistimientos son mayores que las ventas del mes analizado.

Gráfico 23: Inmuebles en venta o arriendo como proporción del número de hogares por estrato



Fuente: Precia; cálculos Banco de la República.

Gráfico 24: Índice de rotación de unidades nuevas no residenciales



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

Referencias

- Cabrera-Rodríguez, W.A., Mariño-Montaña, J.S., y Quicazán, C.A. (2019). “Modelos hedónicos con efectos espaciales: una aproximación al cálculo de índices de precios de vivienda para Bogotá”. *Borradores de Economía*, núm. 1072.
- Castaño, J., Laverde, M., Morales, M. y Yaruro, A. (2013). “Índice de los precios de la vivienda nueva para Bogotá: metodología de precios hedónicos”. *Temas de Estabilidad financiera*, núm. 78, junio.
- Castaño, J. y Morales, M. (2015). “Revisión Metodológica de Índices de Precios de la Vivienda”. *Temas de Estabilidad financiera*, núm. 81, julio.