



Diseño de un modelo de capital para la financiación de proyectos inmobiliarios a través de fondos de inversión privados.

Contribución a la reducción del déficit habitacional en Colombia

Design of a capital model for financing real estate projects through private investment funds.

Contribution to reducing the housing deficit in Colombia

Por

Simón Penagos Velásquez¹

Trabajo de grado presentado como requisito parcial para obtener el título de
Magíster en Administración de Financiera – MAF

Asesora

Ph. D. María Patricia Durango Gutiérrez

Universidad EAFIT

Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno

Maestría en Administración Financiera – MAF

Medellín

2025

¹ spenago1@eafit.edu.co

© 2025 Simón Penagos.
Todos los Derechos Reservados.

Resumen

El sector inmobiliario en Colombia enfrenta en la actualidad desafíos relacionados con el déficit habitacional. La financiación de proyectos inmobiliarios ha evolucionado y los fondos de inversión inmobiliaria (REIT, *real estate investment trusts*) se han convertido en una fuente atractiva de financiamiento. Hoy día, los compradores buscan viviendas sostenibles y bien ubicadas, mientras que los inversionistas exigen rendimientos atractivos y una gestión eficiente del riesgo. De ahí que diseñar una estructura financiera que atraiga capital y garantice la viabilidad de los proyectos a largo plazo es crucial. Teniendo en cuenta la falta de información pública sobre los REIT en el país, el objetivo de esta investigación es evaluar un modelo de financiación privada a través de estos instrumentos para una empresa colombiana del sector de la construcción, analizando el impacto en sus resultados financieros.

Palabras claves: proyectos inmobiliarios, banca de inversión, proyecciones financieras y simulaciones, REIT (*real estate investment trusts*), fondos/fideicomisos de inversión inmobiliaria, estructura de capital.

Abstract

The real estate sector in Colombia currently faces challenges related to the housing deficit. Financing for real estate projects has evolved, and real estate investment trusts (REITs) have become an attractive source of financing. Today, buyers seek sustainable and well-located housing, while investors demand attractive returns and efficient risk management. Therefore, designing a financial structure that attracts capital and ensures the long-term viability of projects is crucial. Given the lack of publicly available information on REITs in the country, the objective of this research is to evaluate a private financing model using these instruments for a Colombian construction company, analyzing its impact on its financial results.

Keywords: Real estate projects, investment banking, financial projections and simulations, REITs capital structure.

Contenido

1. Introducción	1
2. Déficit habitacional	5
2.1 Implicaciones (desde las finanzas públicas y de mercado), y acciones concretas y articuladas para la disminución del déficit	9
2.2 La vivienda como activo financiero	12
3. Los REIT como modelos que habilitan una tasa de creación de vivienda superior	14
3.1 Elementos del riesgo financiero en los proyectos inmobiliarios.....	18
3.1.1 <i>Ciclos económicos y variables macroeconómicas</i>	18
3.1.2 <i>Exploración de mecanismos para la gestión del riesgo</i>	20
4. Modelo económico de financiación de un proyecto inmobiliario para un aliado constructor a través de un FCP	22
4.1 Análisis financiero comparativo. Escenario actual frente a escenarios de sensibilidad.....	24
5. Conclusiones y Recomendaciones	28
5.1 Conclusiones	28
5.2 Recomendaciones.....	28
Referencias.....	30

Índice de tablas

Tabla 1. Adopción de vehículos de inversión asociativos por país y fecha	16
Tabla 2. Resultados económicos del modelo propuesto	22
Tabla 3. Análisis financiero comparativo. Escenario actual frente a escenarios de sensibilidad..	24

Índice de figuras

Figura 1. Fuentes y causas del déficit habitacional desde la perspectiva de las necesidades habitacionales	6
Figura 2. Déficit habitacional en países seleccionados de América Latina	8
Figura 3. Países de América Latina con más hogares que viven en arriendo	8
Figura 4. Colombia. Nuevas viviendas frente a formación y déficit de hogares (2020-2030)	10
Figura 5. Colombia. Iniciaciones de viviendas VIS y No VIS (2010-2030p)	11
Figura 6. Histórico del rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano a cinco años frente a otras alternativas de inversión (2004-2025)	16
Figura 7. Colombia. Participación de los vehículos de inversión de capital en el segmento de la vivienda (2019-2022)	17
Figura 8. Clasificación de los REIT (2018-2024).....	17
Figura 9. Colombia. Histórico de las tasas de interés de mercado (2015-2025)	18
Figura 10. Apropiaciones de inversión del Fondo Nacional de Colombia, Fonvivienda (2008-2026p).....	19
Figura 11. Colombia. Temporalidad del sector inmobiliario (2020-2023)	19

1. Introducción

La Organización de las Naciones Unidas (ONU) aprobó en 2015 la Agenda 2030 sobre el Desarrollo Sostenible, «una oportunidad para que los países y sus sociedades emprendieran un nuevo camino con el que mejorar la vida de todas las personas, sin dejar a nadie atrás» (ONU, 2015). La Agenda establece diecisiete objetivos que establecen que la erradicación de la pobreza debe ir de la mano de estrategias que fomenten el crecimiento económico y aborden una serie de necesidades sociales como la educación, la sanidad, la protección social y las perspectivas de empleo, al tiempo que se combate el cambio climático y se protege el medioambiente.

El Objetivo 1, «Poner fin a la pobreza en todas sus formas en todo el mundo», es entendido como el hecho de no poder sobrevivir dignamente con menos de USD tres dólares por persona al día, según la paridad del poder adquisitivo de 2025.

Los años de pandemia (2021-2022) marcaron un punto de inflexión, ya que el número de personas que vivían en la pobreza extrema aumentó por primera vez en una generación en casi 90 millones con respecto a las predicciones anteriores (ONU, s. f.-a).

En 2023, casi 700 millones de personas en todo el mundo aún subsistían con menos de USD 3 al día, aunque la proporción de las personas que aún vivían en la pobreza extrema se había reducido a la mitad en diez años: del 14,3 % en 2010 pasó al 7,1 % en 2019.

Sin embargo, en 2020 aumentó por primera vez en dos decenios. Se prevé que para 2030 no se alcanzará a cumplir con este objetivo, ya que casi 600 millones de personas, incluyendo uno de cada seis niños, siguen hoy día viviendo en la pobreza extrema. Entre 2013 y 2022, el número de pequeños que vivían con menos de USD 3 dólares al día se redujo de 383 millones a 333 millones, pero los efectos económicos de la pandemia hicieron que se perdieran tres años de progreso (ONU, s. f.-a).

El Objetivo 8, «Promover el crecimiento económico inclusivo y sostenible, el empleo y el trabajo decente para todos», apunta a enfrentar las crisis que amenazan la economía mundial, cuyas difíciles condiciones empujan a más personas al empleo informal.

Aunque se ha producido un incremento de la productividad laboral y un descenso de la tasa de desempleo a escala mundial, es necesario seguir avanzando para mejorar las oportunidades de empleo especialmente entre los jóvenes, reducir el empleo informal y la desigualdad en el mercado laboral, sobre todo en lo que respecta a la brecha salarial entre hombres y mujeres, promover entornos de trabajo seguros y protegidos, y mejorar el acceso a los servicios financieros.

Cabe anotar que, a medida que las economías empezaban a recuperarse de los efectos de la pandemia, la tasa de desempleo mundial se redujo significativamente en 2022, cayendo hasta el 5,4 % a partir del pico máximo del 6,6 % en 2020; esta tasa fue inferior al nivel pre-pandémico del 5,5 % de 2019 (ONU, s. f.-b).

En Colombia, la tasa de desempleo bajó al 8,6 % en agosto de 2025, su nivel más bajo desde 2001 para ese mes, representando una disminución de 1,1 puntos porcentuales respecto al mismo mes de 2024 (Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE, s. f.).

La vivienda no solo es un derecho humano fundamental: es un motor clave para el desarrollo económico y social de las naciones, por lo que juega un papel crucial en las prioridades de desarrollo económico por las siguientes razones:

- Estabilidad social y económica: una vivienda segura y asequible mejora la calidad de vida, reduce la pobreza y proporciona estabilidad a las familias.
- Generación de empleo: la edificación y el mantenimiento de las viviendas producen una gran cantidad de empleos directos e indirectos en sectores como la construcción, la manufactura de materiales y los servicios.
- Desarrollo urbano sostenible: una planificación adecuada de la vivienda puede reducir la expansión urbana descontrolada y promover ciudades más compactas y eficientes.
- Impacto en la salud: una vivienda adecuada mejora la salud física y mental de sus moradores. Las condiciones de vida insalubres pueden llevar a problemas de salud que afectan la productividad y el bienestar general.
- Crecimiento económico: la inversión en vivienda puede estimular el crecimiento económico, y su construcción impulsa la demanda de materiales y servicios, lo que a su vez puede tener un efecto multiplicador en la economía.
- Acceso a servicios básicos: una vivienda adecuada facilita el acceso a servicios básicos como agua potable, saneamiento, electricidad y transporte, lo cual es esencial para el desarrollo económico y social.

De lo anterior se concluye que la vivienda no solo es un componente esencial del bienestar social, sino que tiene un impacto profundo y multifacético en la economía de un país, al producir un impacto significativo en indicadores económicos claves. Su liquidez y perfil de riesgo la han convertido cada vez más en un activo financiero.

El déficit habitacional es un indicador clave que permite estimar la discrepancia entre las viviendas disponibles y los hogares que las demandan. En la actualidad, tanto los Estados como los organismos internacionales atribuyen una significativa importancia a este indicador, considerándolo un elemento fundamental en las agendas públicas para abordar los desafíos del acceso a la vivienda.

En la región de América Latina y el Caribe, desde la segunda mitad del siglo XX se ha dedicado especial atención al diagnóstico y la medición del déficit habitacional. Uno de los hitos en este proceso fue la creación de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en 1948, que se ha convertido en uno de los principales centros para diseñar y difundir metodologías destinadas a calcular los requerimientos habitacionales a nivel nacional y regional.

Con el avance tecnológico se han ido abriendo nuevas posibilidades para analizar y evaluar el déficit habitacional de manera más precisa y eficiente. En 1980, el Centro Latinoamericano y Caribeño de Demografía (Celade) —División de Población de la CEPAL— desarrolló el software Redatam, una herramienta especializada en el análisis de los datos de población, hogares y

viviendas a partir de los centros poblados vecinos. Esta herramienta no solo permite un procesamiento más ágil de la información, sino que facilita la relación de diferentes atributos de las viviendas, los hogares y la población, y vincula estos datos a diversos niveles de desagregación territorial (CEPAL, 2015).

Tales avances tecnológicos y metodológicos han sido esenciales para mejorar la medición del déficit habitacional y fortalecer la formulación de políticas públicas, al proporcionar información más detallada y oportuna sobre las carencias en vivienda en las regiones.

De los aproximadamente 600 millones de habitantes residentes en América Latina y el Caribe, alrededor de 120 millones viven en asentamientos con vivienda inadecuada e informal: un promedio de veintitrés personas por cada cien. Esta realidad se inscribe en un contexto más amplio en el que la asequibilidad de la vivienda es cada vez más difícil de alcanzar para un número creciente de personas.

Según el Daude *et al.* (2017), suponiendo que los hogares latinoamericanos y del Caribe destinaran el 30 % de sus ingresos al consumo de servicios habitacionales, necesitarían más de treinta años de ahorros para adquirir una vivienda de 60 m² de precio mediano. En ese contexto, la proliferación de asentamientos precarios en la región es una expresión extrema de los problemas del mercado de vivienda para dar respuesta a este déficit y, por tanto, su solución estructural demanda una mirada mucho más amplia que la intervención focalizada de mejoramiento de estas áreas o la provisión de viviendas nuevas, y requiere una asociación más efectiva entre el Estado y el mercado.

El estudio realizado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) que abordó los desafíos que encaran América Latina y el Caribe en relación con el déficit de vivienda concluyó lo siguiente: «para aumentar la oferta de viviendas adecuadas y asequibles, los países deben mejorar la normativa de tenencia de tierra, ampliar los medios de financiamiento y movilizar recursos privados» (BID, 2012).

Tal como lo expresó el Programa de la Naciones Unidas para los Asentamientos Humanos, ONU-Hábitat (2015), la calidad y la efectividad de las políticas habitacionales de un país deben poder ser evaluadas en términos de su aporte sustantivo a la reducción del déficit habitacional, considerando los diferentes tipos de requerimientos que involucra y su impacto específico sobre distintos grupos económicos, socioculturales, étnicos o de género.

Diferentes estudios han demostrado que las inversiones públicas por sí solas no alcanzan para aumentar el ritmo de disminución del déficit de vivienda. Aquí resulta entonces necesario articular las políticas de gasto público en vivienda, los programas que faciliten su acceso en las zonas rurales y un ambiente propicio para los grupos económicos privados en conjunto con el sector financiero que incentive la creación de todo tipo de viviendas, especialmente las de interés social-prioritario.

Aunque esta investigación se centra en el déficit habitacional cuantitativo, resulta importante abordarlo también desde lo cualitativo para entender que las acciones no solo deben ir enfocadas a la creación de viviendas nuevas, sino también, y en gran medida, a apoyar el mejoramiento de las viviendas existentes a través de asociaciones público-privadas, que pueden ser un importante

medio para reducir la brecha en la región, ya que la mayoría de las viviendas son construidas por las mismas familias que las habitan.

Según el Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe (CAF), existe otro camino que ayuda a la reducción del déficit habitacional que tiene que ver más con la forma cómo se habitan los espacios: el impulso del alquiler social que, en términos generales, alude a formas alternativas de tenencia —como lo es el mercado de alquileres destinado a las familias de bajos ingresos—, y que no han sido desarrolladas en todo su potencial en América Latina.

Por ejemplo, Europa aplica distintos modelos donde el Estado otorga beneficios (créditos blandos, subsidios, exenciones impositivas, concesiones en superficies construidas, etc.) a distintas asociaciones y empresas privadas creadas para este fin, con el compromiso de alquilar viviendas a valores por debajo del mercado para familias de bajos ingresos. Una política de alquiler social que pueda ser aplicada de manera generalizada, requiere de un compromiso de largo plazo del Estado con el sector privado (Daude *et al.*, 2017).

Dentro de los retos que presenta el aumento de la tasa de creación de hogares, la financiación juega un rol fundamental. De un lado, los modelos tradicionales de financiación para la construcción de viviendas suponen unos riesgos altos que al final del día son trasladados al comprador final a través del precio, haciendo más difícil el acceso; y del otro, los estilos de vida y las preferencias de compra de las personas han cambiado en los últimos años. La creación de hogares tiende cada vez más a ser menor, dada la disposición a tener menos hijos por parte de las parejas actuales, por lo que la compra de una vivienda no es una prioridad dentro de los objetivos de inversión/ahorro de las familias.

En este contexto han surgido vehículos especializados que invierten en la construcción, venta u operación de unidades de vivienda. Estos vehículos hacen parte de los portafolios de inversión categorizados como «activos alternativos» y gozan de beneficios tributarios generalmente diseñados para incentivar la ejecución de proyectos inmobiliarios. Estos fondos/fideicomisos de inversión inmobiliaria (*real estate investment trusts*, en adelante REIT) allanan el camino que sin duda permitiría aumentar la tasa de creación de hogares a niveles mayores.

Esta investigación explora qué mecanismos de inversión pueden facultar la participación de compañías desarrolladoras colombianas a través de los REIT, unos vehículos de inversión especializada en el sector inmobiliario que apenas están tomando fuerza. Según Logan Valuation, firma experta en valoración e investigación del sector inmobiliario,

Al cierre de 2023 había 59 vehículos gestionados por 28 gestores de los cuales solo uno era público. Este año [2024] hemos observado una desaceleración en el crecimiento atribuida al menor interés de los inversionistas. A pesar de esta tendencia, más del 75 % de los AUM [*assets under management*, activos bajo gestión] está concentrado en solo siete gestores, lo que destaca una significativa concentración en un grupo reducido (Logan Valuation, 2024).

2. Déficit habitacional

¿Qué se entiende actualmente por déficit habitacional? El *déficit habitacional* es un concepto descriptivo que da cuenta de una situación de saldo negativo entre: i) el conjunto de viviendas adecuadas —*stock* o parque habitacional— del que dispone un país, una ciudad, una región o un territorio dado; y ii) las necesidades de habitación de su población.

En este sentido, la noción de déficit habitacional refleja un diagnóstico económico donde la oferta de vivienda se revela insuficiente en comparación con un cierto nivel de demanda observado.

Partiendo de la premisa que el déficit habitacional no es un concepto ni un indicador aislado, sino una herramienta de trabajo plenamente integrada al ciclo de desarrollo de la política habitacional, ONU-Hábitat apuesta por un marco de análisis que define cinco etapas dentro de una cadena lógica continua, que inicia en la definición del déficit y culmina en la evaluación de políticas y el monitoreo de programas (Consejo de Administración del Programa de las Naciones Unidas para los Asentamientos Humanos, 2015).

El déficit habitacional es un término recurrente a la hora de discutir sobre la situación actual de las políticas habitacionales de un país. Con frecuencia, la existencia de una política de vivienda está justificada por la existencia de un déficit habitacional cuantioso que puede ser abordado por medio de distintos tipos de programas e inversiones, comprometiendo el esfuerzo coordinado de actores públicos y privados. Pero, a su vez, el déficit habitacional alude a un indicador o a un conjunto de indicadores que forman parte de las estadísticas oficiales de un país, incluyendo componentes que son descritos a partir de fuentes como los censos y las encuestas de hogares (Arriagada Luco, 2023).

Así, el concepto *déficit habitacional* surge inicialmente como una herramienta descriptiva que permite cuantificar la brecha en el acceso a la vivienda, traduciendo en cifras el desequilibrio de base que se observa entre el *stock* de vivienda adecuado con que cuenta un país —excluyendo las soluciones precarias o de bajo estándar— y un nivel de demanda determinado por el número de hogares o familias que no disponen de acceso regular a una solución habitacional apta (Programa de la Naciones Unidas para los Asentamientos Humanos, ONU-Hábitat, 2015).

Como lo observó el estudio de ONU-Hábitat (2015), el déficit habitacional es el resultado que surge del desajuste entre las necesidades de habitación de la población —representadas por unidades requirentes de vivienda que corresponden a hogares y a otros grupos domésticos o familiares— y el *stock* habitacional —definido como el conjunto de viviendas adecuadas disponibles para atender a dichas necesidades.

Las carencias de vivienda adoptan variadas formas y no todas ellas pueden ser resueltas a través de los mismos instrumentos. Es allí donde cobra relevancia la distinción clásica entre déficit cuantitativo y déficit cualitativo de vivienda.

Tal como se muestra en la Figura 1, el déficit habitacional tiene su origen en dos causas: i) la existencia de unidades requirentes que presentan una demanda habitacional insatisfecha —sea

por restricciones económicas o de otro tipo, que las conducen a una situación de allegamiento o tenencia insegura—; y ii) la existencia de un *stock* habitacional ocupado que se presenta en condiciones inadecuadas o bajo un determinado estándar de calidad.

La suma de viviendas inadecuadas o por debajo del estándar y de unidades requirentes que no disponen de acceso seguro y exclusivo conformaría el total de necesidades que integran el déficit habitacional de un país.

Figura 1. Fuentes y causas del déficit habitacional desde la perspectiva de las necesidades habitacionales



Fuente: elaboración del autor.

Según el Celade, el déficit cuantitativo alude a «las unidades consumidoras de vivienda que no cuentan con una para su uso exclusivo y que su expresión numérica puede deducirse de la diferencia entre la cantidad de viviendas y la cantidad de unidades consumidoras de vivienda» (1996). Cabe señalar que este indicador se compone de dos variables que no necesariamente están correlacionadas, en tanto la creación de hogares tiene que ver tanto con concepciones culturales como políticas restrictivas, en el caso de algunos países. La capacidad de crear nuevas viviendas está asociada al entorno productivo de una nación, la competitividad de sus industrias y las políticas de gasto público.

En relación con el déficit cualitativo, se entiende que este está dado por la carencia de calidad en los atributos de la vivienda como i) materialidad —materiales de muros, techo y piso—; ii) espacio habitable —hacinamiento—; y, iii) servicios básicos —agua potable, alcantarillado, electricidad, etc.

Tomando en cuenta el trabajo de sistematización realizado por el Foro de Ministros y Autoridades Máximas de Vivienda y Urbanismo de América Latina y el Caribe, Minurvi (Plataforma Urbana y de Ciudades de América Latina y el Caribe, s. f.), el déficit cualitativo hace referencia a las viviendas que presentan deficiencias en la estructura de los pisos, los espacios y la disponibilidad de servicios públicos domiciliarios y, por tanto, requieren de dotación de servicios públicos y mejoramiento o ampliación de las unidades habitacionales (Programa de la Naciones Unidas para los Asentamientos Humanos, ONU-Hábitat, 2015).

En 2014, el Programa de Asentamientos Humanos de Naciones Unidas, ONU-Hábitat (2015), propuso un programa a escala regional enfocado en la promoción del déficit habitacional como metodología de diagnóstico y herramienta de trabajo indispensable para la formulación de

las políticas públicas de vivienda en los países de América Latina y el Caribe, y concluyó que, pese a que no es el único indicador relevante, el déficit habitacional constituye un insumo básico e indispensable para el desarrollo de dichas políticas, toda vez que provee no solo un diagnóstico inicial, sino también una línea base para el diseño, la implementación, el monitoreo y la evaluación de los resultados e impactos de sus diferentes componentes estratégicos y programáticos.

Si se considera que, en general, las políticas sociales son diseñadas para abordar un problema acotado y medible, el déficit habitacional es probablemente la herramienta más apropiada para describir y cuantificar el volumen de las necesidades específicas que las políticas de vivienda deben atender con el propósito de asegurar el acceso de la población a viviendas dignas y adecuadas (Programa de la Naciones Unidas para los Asentamientos Humanos, ONU-Hábitat, 2015). Este programa también recomienda que, en principio, las políticas de vivienda deben estar orientadas a impactar sobre segmentos específicos del déficit habitacional a través del diseño de instrumentos efectivos y pertinentes a las características de los diferentes grupos objetivo.

Se estima que en América Latina y el Caribe el déficit habitacional cuantitativo afecta a más de 23 millones de personas, y el déficit cualitativo —deficiencias de materiales, cantidad de servicios básicos que llegan a la vivienda, etc.— a más de 46 millones, unas cifras que, sumadas, representan casi un tercio de los pobladores urbanos de la región. Este problema es especialmente pronunciado en las zonas urbanas, donde la demanda de vivienda suele superar a la oferta, lo que hace subir los precios y dificulta la creación de opciones de vivienda más asequibles.

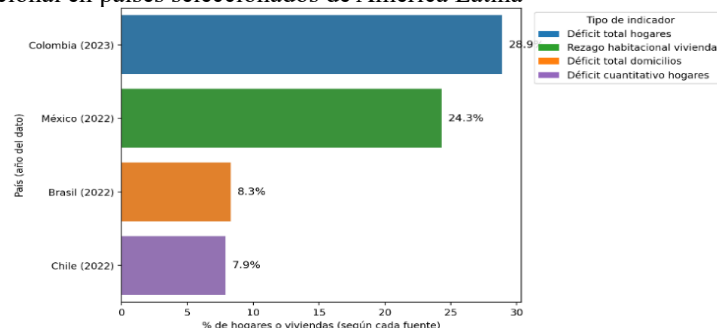
En un panel dirigido por Tatiana Gallego, jefa de la División de Vivienda y Desarrollo Urbano del BID, los titulares de vivienda debatieron sobre la situación en materia habitacional y los resultados arrojados por los estudios que el organismo multilateral ha llevado a cabo en la región. Según lo expresó Gallego, «América Latina y el Caribe tienen un rezago habitacional, dinámico, que desde el BID calculamos que afecta al 45 % de la población» (Ciudad Sostenible, 2022).

En este sentido los Gobiernos tienen la responsabilidad de diseñar políticas de vivienda que permitan reducir esa brecha y un rol crucial en dinamizar el acceso a la vivienda a través de programas de subsidio dirigidos a la población más vulnerable.

Dado lo anterior, reconocer la existencia de un déficit habitacional supone comprender que las políticas públicas tienen un rol que cumplir con el objeto ya no de satisfacer una demanda de mercado, sino de alentar el mejoramiento de las condiciones de vida de los hogares y familias que se ven excluidos de obtener acceso a una solución habitacional digna.

Muchas instituciones gubernamentales y no gubernamentales radicadas en diferentes países latinoamericanos también realizan estudios de la demanda habitacional cuyo foco de interés está centrado en segmentos socioeconómicos vulnerables o que enfrentan restricciones financieras para satisfacer adecuadamente su necesidad de acceso a la vivienda (Diniz Alves, 2011) [Figura 2].

Figura 2. Déficit habitacional en países seleccionados de América Latina

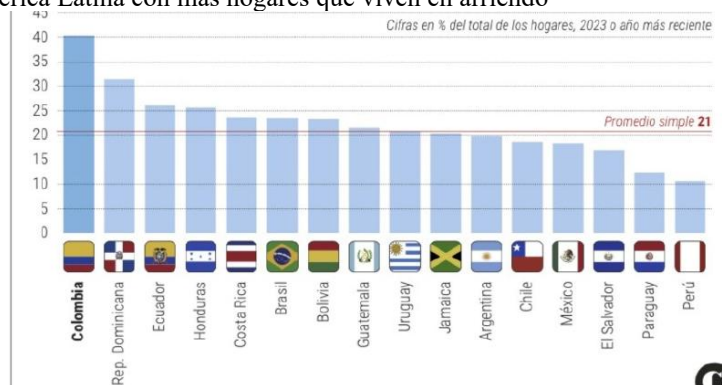


Fuente: elaboración del autor a partir de Colombia, DANE (s. f.); México, Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (s. f.); Chile, Centro de Estudios de Ciudad y Territorio. (s. f.); Fundación João Pinheiro (s. f.).

Al comparar el déficit habitacional por países, Colombia exhibe una incidencia mayor (28,9 % de hogares) que México (24,3 % de viviendas en rezago ampliado), y está muy por encima de Brasil (8,3 % de domicilios en déficit) y del déficit cuantitativo de Chile (7,9 % de hogares que requieren nueva vivienda). En el ámbito de las políticas públicas, esto sugiere que, en Colombia y México, la masa crítica del problema exige instrumentos de mejoramiento y servicios además de nueva oferta, mientras que, en Brasil y Chile, el foco de escala fiscal/financiera se orienta más hacia cuellos de botella específicos —arriendo y hacinamiento en Brasil; allegamiento y hacinamiento no ampliable en Chile— (Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE 2024; México, Secretaría de Hacienda y Crédito Público, s. f.; Chile, Ministerio de Desarrollo Social y Familia, 2023).

Otro aspecto que respalda el rezago que presenta Colombia en comparación con otros países en términos del déficit habitacional tiene que ver con los hogares que residen en condición de arriendo. Un estudio reciente de BBVA Research señaló que, en promedio, el 21 % de los hogares en América Latina habita bajo esta modalidad. Colombia presenta la mayor proporción (40 %), seguida por República Dominicana (32 %). En contraste, países como Paraguay y Perú registran niveles significativamente inferiores, situándose por debajo del 15 % (BBVA Research, 2025) [Figura 3].

Figura 3. Países de América Latina con más hogares que viven en arriendo



Fuente: BBVA Research (2025).

2.1 Implicaciones desde las finanzas públicas y de mercado, y acciones concretas y articuladas para la disminución del déficit habitacional

- 1) Priorizar el indicador «mejoramiento + redes» donde predomina el déficit cualitativo. En Colombia, el 22,1 % cualitativo sugiere un alto retorno social si se coordinan los subsidios de mejoramiento, las micro-finanzas de vivienda y las inversiones en agua/alcantarillado con gestión territorial —municipios/áreas metropolitanas.
- 2) Apalancar a los entes privados cuando el cuello es el indicador «alquiler caro» y producción formal. En Brasil, el canon de arrendamiento excesivo pesa más de la mitad del déficit. Esquemas de *vouchers* de arriendo, garantías de riesgo crediticio e incentivos a vivienda en arriendo asequibles pueden ser más costo-efectivos que solo los subsidios de adquisición.
- 3) Plan del indicador «suelo-servicios + industrialización» donde el déficit cuantitativo es relevante —como es el caso de Chile—: suelo urbanizado, permisos expeditos y financiación de la oferta —proyectos llave en mano, *factoring* de subsidios, hipotecas verdes— reducen los tiempos y los costos.

En Colombia, según la Encuesta de Calidad de Vida (ECV) 2021 del DANE,

El total de hogares que habitaban en viviendas distintas de tradicional indígena era de 16 908 000, que corresponde al 99,1 % de los hogares del país. De esos, 5 240 000 se encontraban en déficit habitacional, lo que representa el 31 % de los hogares a nivel nacional, dato inferior al registrado en 2020, que fue de 31,4 % (El Nuevo Siglo, 2022).

Entre 2019 y 2022, el déficit habitacional retrocedió 2,4 puntos porcentuales: desde 32,8 % hasta 30,4%, una reducción que, según expertos, se explica por la política de subsidios aplicada por los Gobiernos anteriores al actual. «La tendencia en la desaceleración del déficit se habría revertido en 2023 y continuaría hacia el 2024 por la modificación en los programas de subsidios y las altas tasas de interés» (DANE, 2022).

Si se observa por tipo de déficit, se destaca que, en Colombia, 1,3 millones de hogares vivían en déficit cuantitativo, lo que representa el 7,5 % del total nacional, mientras que 3,9 millones de hogares vivían en hogares con deficiencias que carecían de las condiciones mínimas para habitar, pero que no eran de carácter estructural, y para la cuales era posible realizar ajustes o algún tipo de intervención. Estos hogares, que representan el déficit cualitativo, son el 23,5 % del total nacional.

Al revisar los resultados por tipo de déficit y área, se encontró que la proporción de hogares en déficit cuantitativo en centros poblados y rural disperso (20,7 %) fue 5,6 veces superior que en cabecera (3,7 %). Por su parte, el porcentaje de hogares en déficit cualitativo en centros poblados y rural disperso (47,5 %) supera al de cabecera (16,7 %) en 2,8 veces (DANE, 2022).

Según Acosta, «en el marco de la Asamblea General de Afiliados de Camacol Bolívar, el presidente ejecutivo de Camacol, Guillermo Herrera, presentó las cifras de Coordinada Urbana con corte a febrero de 2024» (2024).

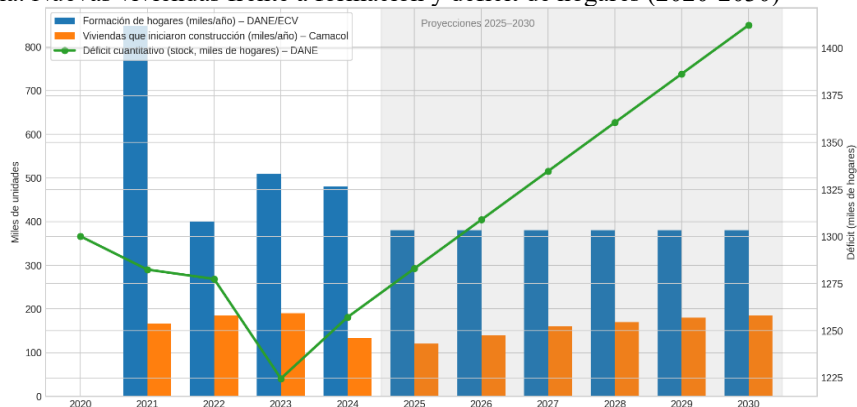
Para Herrera, un país con la dinámica poblacional de Colombia requiere de un sector constructor que tenga la capacidad de superar las 250 000 viviendas iniciadas por año. Actualmente, la cifra se ubica por debajo de las 130 000 unidades, lo cual es a todas luces insuficiente para cubrir la formación de hogares —que se estima en cerca de 370 000 por año— y atender el déficit cuantitativo de vivienda que afecta a cerca de 1,3 millones de hogares. Asimismo, durante su intervención, Herrera exaltó el apoyo de la banca, que en los últimos meses ha venido promoviendo reducciones importantes en las tasas de interés para la adquisición de vivienda, gracias a las mejores perspectivas de liquidez; sin embargo, enfatizó que el potencial de reactivación derivado exclusivamente de la reducción en las tasas de interés es limitado, de manera que será necesario impulsar programas públicos de vivienda a nivel nacional y local para generar una reactivación pronta y efectiva (Acosta, 2024).

El problema no es menor. Según la Cámara Colombiana de la Construcción, Camacol, y Tendencia Urbana (2020), el país en su mejor momento ha logrado construir cerca de 200 000 viviendas, mientras que el DANE registra, en promedio, que se requiere la creación de viviendas para 350 000 hogares (DANE, 2022).

Nótese en la Figura 4 que la formación de hogares en el período 2020-2024 (barras azules) se mantuvo muy por encima de las iniciaciones (barras anaranjadas); y que, a partir de 2024, tras la caída de la actividad constructora, se abrió una brecha que presiona el déficit cuantitativo, aunque su incidencia (línea verde) se moderó en el período 2021-2024 por las mejoras cualitativas y la dinámica previa de entregas.

Las proyecciones para el período 2025-2030 apuntan a una formación orgánica del orden de 380 000 mil hogares/año (Camacol y Tendencia Urbana, 2020); ahora bien: si las iniciaciones no se recuperan y se sostienen por encima de este nivel, el déficit en número de hogares tenderá a estancarse o a crecer.

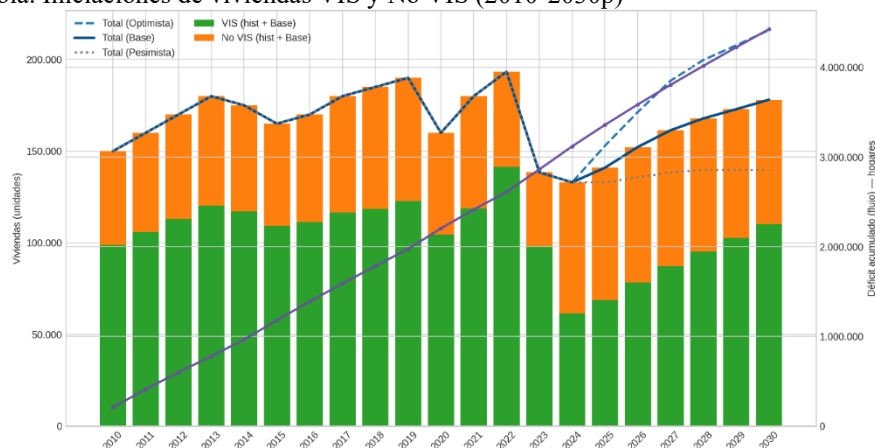
Figura 4. Colombia. Nuevas viviendas frente a formación y déficit de hogares (2020-2030)



Fuente: Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol) & Tendencia Urbana (2020); Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (2022).

La Figura 5 muestra las iniciaciones de viviendas VIS y No VIS en el período 2010-estimado 2030. Nótese que, al profundizar por segmento económico, en el período 2010-2014 hubo una expansión sostenida impulsado por los programas de viviendas de interés social (VIS), que representaban cerca del 65-70 % de las iniciaciones —consolidándose como el principal motor del mercado— y las condiciones macroeconómicas favorables. En 2019, el mercado se ajustó a la desaceleración causada por la caída en los precios del petróleo y a la baja dinámica de inversión, pero las VIS se mantuvieron estables gracias a los subsidios del programa Mi Casa Ya (Estrenarvivienda.com, s. f.). Luego, en el período de pandemia, 2020-2022, se experimentó un choque externo que redujo considerablemente las ventas y las iniciaciones, aunque, por su naturaleza contracíclica, el sector de la construcción se reactivó rápidamente. En el período 2021-2022, el mercado inmobiliario alcanzó en ciclo expansivo histórico, con records de ventas de viviendas VIS, apalancadas en los subsidios y las tasas bajas; solo en 2022, las iniciaciones totales superaron las 190 000 unidades, con las VIS como protagonistas. En el período 2023-2024 hubo una severa contracción impulsada por los altos niveles de inflación y las altas tasas de interés, que produjeron una baja sensible en el mercado de las VIS, en razón de que sus compradores potenciales son los más susceptibles a los cambios en los precios y los costos de financiación.

Figura 5. Colombia. Iniciaciones de viviendas VIS y No VIS (2010-2030p)



Nota. Histórico estimado y proyecciones por escenarios.

Fuente: Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol) & Tendencia Urbana (2020).

En conclusión, desde 2010, el mercado inmobiliario ha tenido dos ciclos expansivos: 2010-2014 y 2021-2022, y dos fases de ajuste: 2015-2019 y 2023-2024, donde las viviendas de interés social (VIS) han sido los motores. Hoy día (2025) sin embargo, este mercado enfrenta la mayor contracción en décadas, lo que, sumado a la alta formación de hogares, mantiene intacta la brecha del déficit cuantitativo. Para el resto de la década (2026-2030) se espera una recuperación gradual en la creación de viviendas, aunque no alcanzarán los máximos históricos de sus inicios hasta después de 2030. La oferta actual es insuficiente y la caída en las VIS agrava el déficit, pues este segmento cubre la mayor parte de la demanda social. Esto supone un riesgo estructural que, según

Camacol, si no se reactiva la construcción, Colombia cubrirá en diez años menos del 30 % de la demanda proyectada (Camacol, & Tendencia Urbana, 2020) [Figura 5].

2.2 La vivienda como activo financiero

A fin de contar con una mejor comprensión de la relación entre la creación de nuevas viviendas y el sector financiero, Aalbers *et al.* exploraron la manera cómo la vivienda se ha convertido en un componente central de la economía política capitalista contemporánea, debido a su creciente interdependencia con las finanzas. Según estos autores, la *financiarización* es

El dominio creciente de actores, mercados, prácticas y narrativas financieras que transforman estructuralmente las economías, las empresas, los Estados y los hogares. La vivienda, que solía ser un asunto local o nacional, ahora está profundamente entrelazada con las finanzas, lo que ha sido un factor crucial en la reciente crisis económica (Aalbers *et al.*, 2020).

La vivienda es un aspecto central de la financiarización. A través del auge de la titulización y la vasta expansión de los mercados hipotecarios secundarios, no solo en Estados Unidos, sino en otros países, el mercado hipotecario se financiariza. Cada vez más, los prestamistas se convierten en intermediarios que venden hipotecas, pero no las gestionan, ni las atienden, ni las financian (Aalbers *et al.*, 2020; Dennis & Pinkowish, 2004).

Con todo, la financiarización de la propiedad de la vivienda no se limita al desarrollo de los mercados hipotecarios secundarios: también se puede observar en la financiarización de los propietarios potenciales de viviendas. La financiarización de la vivienda nunca fue diseñada para posibilitar la propiedad de la vivienda: lo fue, ante todo, para impulsar la economía.

La expansión del mercado hipotecario fue un componente necesario en la financiarización de la vivienda, pero un acceso más amplio a los préstamos hipotecarios resultó en precios más altos de la vivienda (Aalbers, 2016; Aalbers *et al.*, 2007; Stephens, 2007). El acceso no es igual a la asequibilidad, y el resultado no es un mejor acceso a la propiedad de la vivienda, sino un aumento del riesgo y la inseguridad. Los préstamos hipotecarios más altos permitieron no solo la propiedad de la vivienda, sino también precios más altos de ella. Posteriormente, fue necesario ampliar aún más el acceso para permitir la transferencia continua de capitales. Es un círculo vicioso que ahora está llegando a sus límites absolutos.

Aalbers también recalcó los riesgos que supone la financiarización de la vivienda en su forma actual y afirmó que es insostenible: «no pretendo dar a entender que todos los mercados hipotecarios y de vivienda financiarizados van a estallar; simplemente concluyo que no pueden expandirse continuamente sin la expansión de la economía real» (2016).

Muñoz Arroyave *et al.* (2023) analizaron la manera cómo la financiarización de la vivienda, especialmente a través del alquiler, afecta a las familias de bajos ingresos en Medellín. La financiarización convierte la vivienda en un servicio por el que las familias deben endeudarse, en lugar de ser un derecho fundamental.

En Colombia, este fenómeno se observa más claramente cuando los compradores de las viviendas de interés social (VIS) terminan siendo inversionistas que finalmente las arriendan a

familias de menores ingresos que originalmente deberían haber sido los beneficiarios de dichas viviendas. Esta situación produce una mayor precarización de las familias de bajos ingresos, que se ven obligadas a vivir en arriendo debido a la imposibilidad de acceder a una vivienda propia. Muñoz Arroyave *et al.* (2023) concluyeron que mientras en los países desarrollados esta financiarización se da a través de los REIT, en Colombia, particularmente en Medellín, la financiarización de la vivienda a través del alquiler se manifiesta cuando familias o grupos de inversionistas con excedentes de capital compran viviendas VIS impulsadas por el Estado y las arriendan a familias de menores ingresos: las destinatarias originales de estas políticas.

Al explorar el rol del Estado,

Los discursos académicos se han centrado en el Estado como un actor clave en la financiarización de la vivienda por su capacidad reguladora para establecer un marco institucional que reduce el riesgo de las inversiones y facilita las actividades financieras en los mercados inmobiliarios residenciales locales (Muñoz Arroyave *et al.*, 2023).

Alexandri y Janoschka (2020) exploraron la forma en que los Estados pueden desafiar el proceso de financiarización de la vivienda, centrándose en la innovación de políticas para la vulnerabilidad de la vivienda; y agregaron que la reducción del riesgo macroeconómico y fiscal se asocia además con la promoción de políticas de flexibilización cuantitativa y tasas de interés bajas, que se implementaron hasta hace poco y posicionaron los bienes raíces como una inversión de menor riesgo y mayor rendimiento en comparación con otra clase de activos. Además, las modificaciones en los marcos regulatorios para los REIT, que brindan beneficios fiscales a los accionistas o exención de impuestos corporativos, han impulsado a los inversores financieros a participar en el sector inmobiliario residencial, debido a esas relaciones riesgo/rendimientos favorables. Al mismo tiempo, a medida que los gobiernos municipales se involucraron empresarialmente con lógicas financieras, se volvieron cada vez más dependientes de los mercados de capital y de los riesgos financieros para promover el crecimiento urbano y facilitar a los inversores financieros.

3. Los REIT como modelos que habilitan una tasa de creación de vivienda superior

Los REIT son una herramienta financiera creada en Estados Unidos como un vehículo de inversión inmobiliaria que se transa en el mercado de capitales, permitiendo una mayor liquidez y apalancamiento e impulsando notablemente la industria de la construcción. En Colombia, estos vehículos, llamados «patrimonios autónomos», cumplen la misma función, en tanto son un esquema que genera transparencia en el mercado, al ser compartimientos con instrucciones predeterminadas para el manejo de los recursos invertidos por los clientes o los inversionistas.

Feng *et al.* (2011) llevaron a cabo un análisis detallado de los REIT de capital en el período 1993-2009, documentando el crecimiento y la consolidación de la industria, los cambios en el enfoque de los tipos de propiedades, el aumento de la propiedad institucional y el uso de asociaciones operativas. Estos autores también analizaron las tendencias en el flujo de caja, la variación en los pagos de dividendos, el aumento del apalancamiento, las diferencias en las medidas de rendimiento contable —ROA, ROE, índice Q (Q de Tobin)—, el aumento de las ratios de gastos y las diferencias en los márgenes de beneficio por tipo de propiedad.

Su estudio también destacó los cambios regulatorios significativos que han afectado a la industria estadounidense, incluyendo la Ley de Reforma Fiscal de 1986, la oferta pública inicial de Taubman Centers, Inc. en 1992, la Ley de Presupuesto y Reconciliación de 1993 y la Ley de Modernización de los REIT de 1999 (Feng *et al.*, 2011).

Estos cambios permitieron la integración vertical de los REIT, su gestión interna y la creación de estructuras de asociaciones operativas que facilitaron un aumento significativo en la capitalización del mercado de estos instrumentos financieros, que pasaron de USD 26 000 millones en 1993 a más de USD 400 000 millones en 2006. Cabe resaltar su creciente participación institucional, que aumentó del 25 % en 1993 al 64 % en 2009, y la adopción generalizada de estructuras de asociaciones operativas.

El estudio de estos autores proporciona una visión integral de la evolución de los REIT de capital en las décadas recientes, destacando su crecimiento, los cambios estructurales y el impacto de las regulaciones en la industria.

El comportamiento de los REIT es más cercano al de las acciones, aunque no tanto al de los bonos, en particular a partir de los cambios estructurales implementados en la década de 1990; así lo constató el estudio de Glascock *et al.* (2000). Por su parte, Clayton y MacKinnon (2001) observaron que los REIT comenzaron a mostrar una relación directa con los retornos del sector inmobiliario y una sensibilidad a los retornos de acciones de pequeña capitalización en esta década. En general, los REIT comparten algunos factores comunes con las acciones, pero su comportamiento puede variar dependiendo de las condiciones del mercado y otros factores específicos del sector inmobiliario.

Según Letdin *et al.* (20109), los factores que afectan los rendimientos de los REIT se pueden agrupar en cinco categorías claves, a saber:

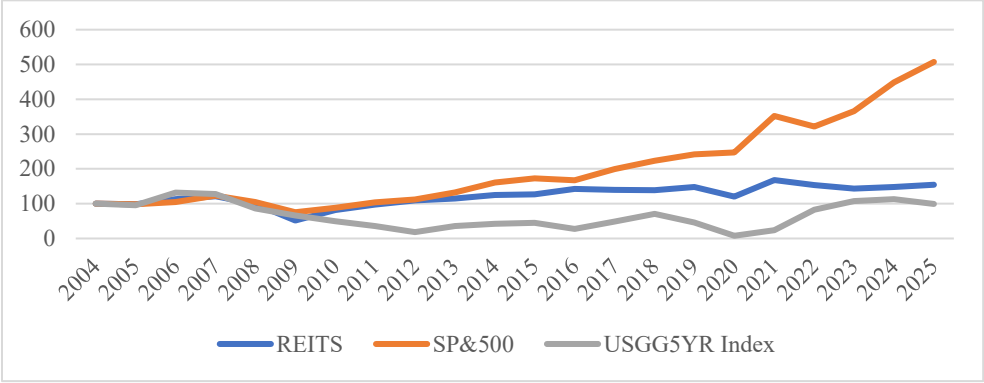
- 1) Modelos de valoración y rendimientos
 - Sensibilidad a los retornos de los bonos y acciones de grande y pequeña capitalización.
 - Información del mercado inmobiliario reflejada en los intercambios bursátiles.
 - Características de riesgo y retorno específicas, como los REIT de hoteles.
- 2) Volatilidad de los rendimientos
 - Son más volátiles, pero ofrecen retornos de casi el doble que los de otros activos.
 - Su volatilidad impacta significativamente en otras clases de activos y está relacionada con la de las acciones de pequeña capitalización y las acciones de valor.
- 3) Crecimiento de los activos
 - Factores internos como la estructura organizativa, la política de dividendos y la diversificación.
 - Factores externos como las políticas monetarias y el riesgo sistemático.
- 4) Apalancamiento financiero y rendimientos inmobiliarios
 - Afectan la sensibilidad de los rendimientos a los retornos del mercado general.
 - Los REIT con mayor apalancamiento tienden a *sub-performar* en comparación con los de menos deuda.
- 5) Sentimiento del inversor
 - Impacta en los precios y rendimientos, así como en el momento de las ofertas.
 - Puede introducir errores de valoración en los mercados inmobiliarios privados.

Estos factores, tanto fundamentales como no fundamentales, juegan un papel crucial en la determinación de los rendimientos de los REIT y su comportamiento en el mercado. Lo que sí está claro y evidenciado en otros estudios es que las propiedades administradas por vehículos de inversión profesionales tienden a mostrar rendimientos superiores derivados de una gestión de rentas más óptimas. El estudio de Alexandri y Janoschka (2024), llevado a cabo en el período 2013-2022, mostró cómo los alquileres de vivienda en Barcelona han experimentado un aumento significativo, pasando de menos de 12 € a 18,7 € por m². Esta tendencia al alza se detuvo temporalmente en 2020 y 2021 debido a la implementación de la Ley de congelación de alquileres; sin embargo, tras su revocación en 2022, comenzaron a aumentar nuevamente.

Nuestro ejercicio de mapeo muestra que los barrios donde se ubican las propiedades propiedad de REIT han experimentado aumentos de alquiler superiores al 65 % desde 2013, especialmente en áreas del centro de la ciudad como Ciutat Vella y Sarrià-Sant Gervasi, así como en la periferia, como en L'Hospitalet de Llobregat (Alexandri & Janoschka, 2024).

Considerando los factores técnicos que inciden en la valoración de los REIT, vale la pena examinar la correlación entre los rendimientos de los bonos del Tesoro norteamericano, el mercado de acciones y los fidecomisos inmobiliarios. La Figura 6 muestra el comportamiento en los últimos treinta y dos años (2004-2025). Nótese que los REIT tienen una prima promedio del 2,7 % sobre los bonos del Tesoro a cinco años, mientras que su desempeño promedio es inferior en el 4,9 %, según los niveles de riesgo de cada instrumento.

Figura 6. Histórico del rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano a cinco años frente a otras alternativas de inversión (2004-2025)



Nota. REIT: línea azul; S&P500: línea anaranjada; United States 5-Year Bond Yield: línea gris.
Fuente: Elaboración propia del autor con Bloomberg Analytics.

Para el caso de Colombia, resulta fundamental resaltar la oportunidad que representa hoy, para el sector de la construcción y la generación de nuevas viviendas, el alto déficit habitacional en comparación con otros países. La tardía adopción de los vehículos de inversión asociativos se refleja en la poca participación que tienen estos actores dentro del ecosistema inmobiliario, lo que, sumado a la creciente participación institucional en el mercado de los fondos, abre un canal importante para ampliar las fuentes de financiación de los REIT y los proyectos inmobiliarios [Tabla 1].

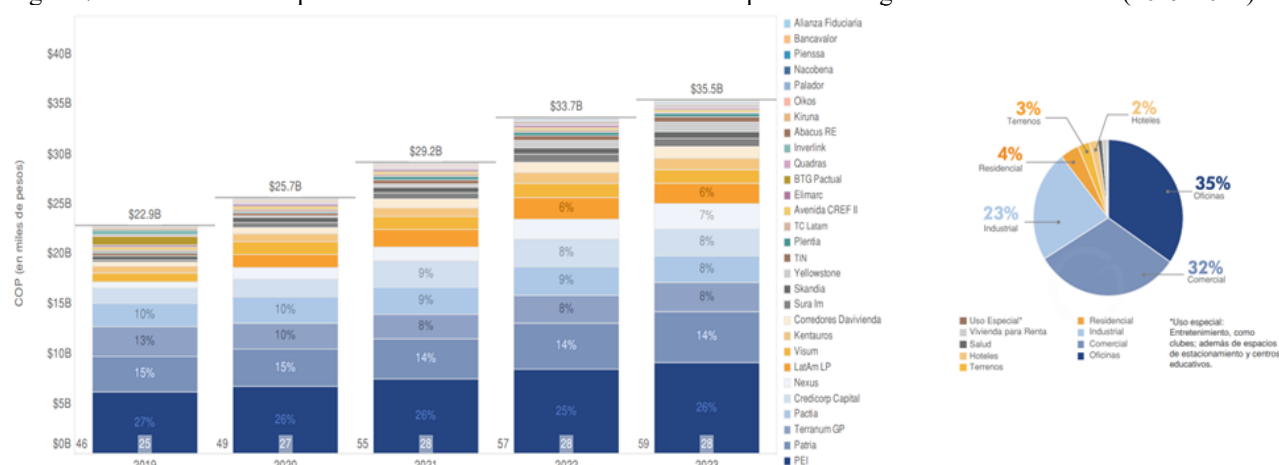
Tabla 1. Adopción de vehículos de inversión asociativos por país y fecha

País	Año de creación	Capitalización (USD)	PIB (%)	Penetración de vivienda (%)	# de vehículos públicos	Participación institucional (%)	Segmentos dominantes
Estados Unidos	1960	1 500 000	6	0,20	200	64	Residencial, comercial, industrial, salud
México	2011	11 380	4,5	0,05	15	45	Industrial, retail, oficinas
Chile	2014	1 200	1	0,02	4	30	Residencial, renta urbana
Colombia	2007		1	0,01	1	35	Comercial, oficinas, mixto

Fuente: elaboración del autor a partir de BBVA Research (2025); Bloomberg (2025); Logan Valuation (2024).

La baja participación que hoy día exhiben los vehículos de inversión en el segmento residencial (−4 %) [Figura 7], en comparación de otros países, establece que Colombia tiene un camino importante por recorrer con la financiación a través de estos vehículos, especialmente en el segmento de la vivienda. Este hecho reafirma que el mercado de vivienda está experimentando cambios estructurales en las características del comprador final, que ya no es el usuario final, sino un gestor profesional que, además del precio, valora otras variables dentro de la ecuación de compra con enfoque en el largo plazo, como la sostenibilidad, el impacto social y los costos de operación.

Figura 7. Colombia. Participación de los vehículos de inversión de capital en el segmento de la vivienda (2019-2022)

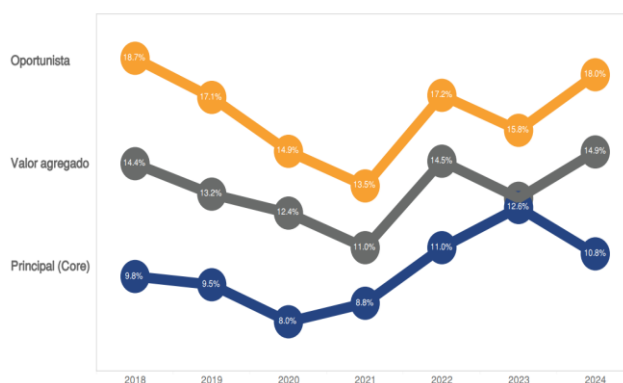


Fuente: Logan Valuation (2024).

Ante la falta de información pública, las expectativas de los retornos de estos vehículos se pueden aproximar desde dos enfoques, a saber: 1) el modelo CAPM, que evalúa los rendimientos históricos del principal vehículo de inversión inmobiliaria pública (PEI, patrimonio autónomo de estrategias inmobiliarias); y 2) las investigaciones de avaladores expertos en valoración e propiedad raíz). La combinación de las encuestas y las transacciones observadas en el mercado ayudará a determinar los rendimientos esperados de los REIT según las estrategias de inversión.

Los rendimientos de los REIT fluctúan según el perfil de riesgo. Según Brueggeman y Fisher (2022), pueden categorizarse en Core, Core Plus, Valor agregado y Oportunista, dependiendo de las características de riesgo y la rentabilidad de una inversión inmobiliaria, van desde conservadores hasta agresivos y se definen tanto por las características físicas de la propiedad como por el monto de deuda utilizado para capitalizar un proyecto [Figura 8].

Figura 8. Clasificación de los REIT (2018-2024)



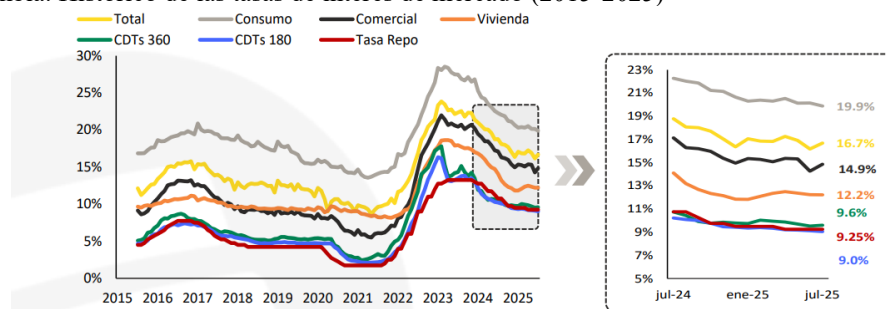
Fuente: Logan Valuation (2024).

3.1 Elementos del riesgo financiero en los proyectos inmobiliarios

3.1.1 Ciclos económicos y variables macroeconómicas

- 1) Factores como las tasas de interés, la inflación y el salario mínimo mensual legal vigente (SMMLV) afectan la capacidad de compra de los hogares, y muestran una alta correlación entre el desempeño de los REIT y el entorno macroeconómico, que fue documentada en el estudio de Brown y Riddiough (2003). Luego de la pandemia, las tasas de interés experimentaron un importante incremento como consecuencia de la política contracíclica del Banco de la República para frenar la inflación, que llegó a dos dígitos. Los expertos han sugerido que el choque económico ya pasó y que las proyecciones tanto de la inflación como de las tasas de interés se vienen reduciendo considerablemente, reajustando de nuevo las condiciones de compra y mejorando la demanda [Figura 9].

Figura 9. Colombia. Histórico de las tasas de interés de mercado (2015-2025)



Fuente: Colombia, Banco de la República (s. f.).

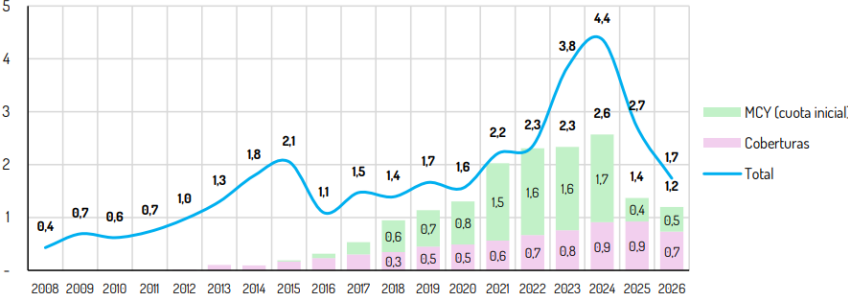
- 2) Fluctuación del tipo de cambio: la variación del dólar afecta tanto los costos de los insumos como el poder adquisitivo de los compradores internacionales.
- 3) Precios de materias primas importadas: insumos como el acero y el hierro están sujetos a la volatilidad del mercado internacional. Esto impacta directamente los costos de construcción y puede alterar los márgenes de utilidad esperados —dólar, índice de precios del productor (IPP), inflación.
- 4) Subsidios gubernamentales: la modificación de las políticas públicas puede alterar la demanda de vivienda, especialmente en los segmentos de interés social. La dependencia de incentivos fiscales ha sido una constante en la evolución de los REIT, tal como lo muestra la Ley de Modernización de 1999 que permitió la creación de subsidiarias tributarias (Feng *et al.*, 2011).

El más reciente marco fiscal de mediano plazo, MFMP (Camacol, 2025), muestra una drástica disminución de la inversión pública por parte del Gobierno en el fomento a la vivienda. Mientras el presupuesto de inversión total en el presupuesto general de la nación (PGN) para 2026 crecerá 5,7 %, la asignación para la inversión pública en vivienda caerá al 35,7 %. De esta forma, la participación de la inversión pública en la vivienda representaría un 1,96 % en el total del presupuesto de inversión de COP 89 billones: la participación más baja desde 2008. De

igual manera, como porcentaje del PIB, la inversión en vivienda sería de 0,09 %: nuevamente la más baja desde 2008.

Cabe señalar que el promedio de inversión pública en los subsidios de vivienda como porcentaje del PIB en los países de la OCDE es del 0,25 %. Adicionalmente, buena parte del presupuesto del Fondo Nacional de Colombia (Fonvivienda) ya estaría comprometido en vigencias futuras: al menos COP 0,7 billones en las coberturas a las tasas de interés (Camacol, 2025) [Figura 10].

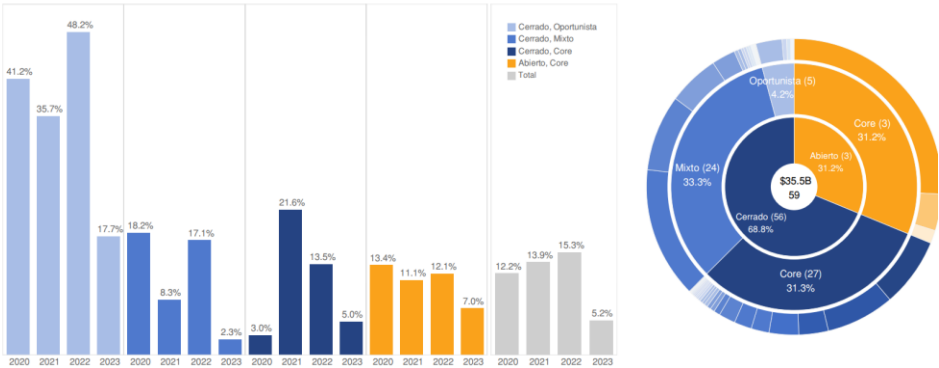
Figura 10. Apropiaciones de inversión del Fondo Nacional de Colombia, Fonvivienda (2008-2026p)



Nota. Cifras expresadas en COP billones.
Fuente: Cámara Colombiana de la Construcción, Camacol (2025).

5) Temporalidad del sector inmobiliario: las desviaciones en los costos debido a retrasos en la ejecución pueden comprometer la rentabilidad de los proyectos. Los REIT han respondido a este riesgo mediante estructuras operativas que permiten mayor flexibilidad en la gestión de activos (Feng *et al.*, 2011). En Colombia, estas asociaciones o vehículos inmobiliarios regulados han crecido de manera moderada en los últimos cuatro años, en tanto los fondos abiertos de estrategia Core han tendido a ser más estables y menos volátiles. En cambio, los fondos de estrategia Oportunista han visto un crecimiento más destacado, en parte porque hay menos fondos en esta categoría y además porque se están enfocando en proyectos residenciales a gran escala y en venta (Logan Valuation, 2024) [Figura 11].

Figura 11. Colombia. Temporalidad del sector inmobiliario (2020-2023)



Fuente: Logan Valuation (2024).

Además de los riesgos ya mencionados, vale la pena examinar con mayor detalle el riesgo que, asociado a nuevas fuentes de financiación como los REIT —fondos de capital privado con estructuras contractuales más sofisticadas—, introduce nuevos riesgos legales y financieros. Aquí, los inversionistas exigen mayor transparencia y eficiencia operativa, lo cual puede generar tensiones con los desarrolladores tradicionales.

Según Feng *et al.*, «las sociedades operativas aumentan su complejidad de forma organizativa e incorporan intereses contrapuestos en la estructura de propiedad dual» (2011). Los fondos suelen preferir estructuras que permitan a los propietarios de inmuebles contribuir sus activos a una sociedad operativa sin incurrir en impuestos inmediatos. Esto facilita la consolidación de activos bajo una sola entidad, mejora la liquidez y permite una gestión más profesionalizada. En 2009, más del 73 % de los REIT públicos utilizaban estructuras de asociaciones operativas.

Los fondos privados suelen incluir cláusulas contractuales que les otorgan a sus afiliados derechos de veto, control sobre decisiones estratégicas y mecanismos de seguimiento del desempeño. Esto responde a su necesidad de proteger el capital invertido y asegurar retornos consistentes. A diferencia de los desarrolladores tradicionales, los fondos privados estructuran contratos con opciones de salida claras como conversiones de unidades operativas en acciones, recompra de participaciones o venta de activos bajo condiciones predefinidas. Con ello se logra una planificación más precisa del retorno de capital.

Es común que los fondos privados condicionen el pago de honorarios al desempeño del proyecto, subordinando parte de los ingresos del desarrollador a la rentabilidad alcanzada —por ejemplo, una TIR mínima—. Esta práctica busca alinear los intereses de ambas partes y mitigar el riesgo de ejecución. Desde la visión del riesgo, estos fondos introducen modelos de análisis financiero más rigurosos, incluyendo simulaciones de escenarios, análisis de sensibilidad y métricas como la Q de Tobin, el ROA y el ROE. Esto permite evaluar con mayor precisión la viabilidad de los proyectos y ajustar la estructura contractual en función del riesgo. Los REIT con mayor liquidez utilizan más deuda, mientras que aquellos con menor liquidez optan por un menor apalancamiento (Feng *et al.*, 2011).

3.1.2 Exploración de mecanismos para la gestión del riesgo

Se listan a continuación los principales elementos que hacen parte de la gestión integral de riesgo por parte de un fondo capital privado (FCP) para la inversión en proyectos inmobiliarios.

- **Calidad del aliado AAA**

Para los FCP es vital asegurarse de que el constructor aliado cuente con la idoneidad suficiente, entendida como su experticia en el desarrollo de proyectos inmobiliarios, el liderazgo en la industria medido por el tamaño de las ventas y la solvencia económica.

- Garantías

- 1) El aliado constructor debe tener la capacidad de co-invertir en el proyecto, asegurando una alineación de interés y capacidad patrimonial.
- 2) Dentro de su inversión, los FCP suelen incorporar la compra total o parcial del terreno, obteniendo una garantía real de hasta un 80 % del valor total de la inversión, disminuyendo significativamente el valor esperado de pérdida.

- Gobierno y gestión de conflictos de interés

Los FCP exigen una vinculación a los proyectos a través de vehículos de inversión como fidecomisos que brinden las garantías adecuadas y un gobierno corporativo absolutamente claro de los proyectos con opciones de salida claras como conversiones de unidades operativas en acciones, recompra de participaciones o venta de activos bajo condiciones predefinidas. Esto permite una planificación más precisa del retorno de capital. También regulan la toma de decisiones que presenten conflictos de interés entre las partes a través de comités de vigilancia conformados por miembros independientes que aseguren la transparencia en la toma de decisiones.

- Jerarquía de pagos

Para asegurar que los recursos sean usados de manera eficiente, los FCP incorporan cláusulas que regulan la prelación del uso de los recursos económicos en el fidecomiso. En este sentido, luego de pagar los costos inherentes al proyecto, se podrían pagar primero los beneficios económicos del constructor antes que la utilidad del inversionista o se podría endeudar más el proyecto, a fin de distribuir anticipadamente los beneficios al desarrollador. Desde acelerar el retorno vía pago de lote hasta limitar los gastos de la oficina central o subordinar los beneficios del constructor hasta el final del proyecto, son mecanismos usuales de los FCP para maximizar el retorno del capital.

- Esquema de incentivos

Los FCP establecen mecanismos de ajuste en la remuneración del constructor generalmente atados al desempeño del proyecto expresado en términos de la tasa interna de retorno (TIR). En este sentido, hay desde modelos muy sofisticados que reparten la rentabilidad en exceso, hasta mecanismos más prácticos y sencillos que establecen que por debajo de una rentabilidad mínima esperada hay un ajuste en x puntos básicos de los beneficios del constructor. Lo que es claro es que estos mecanismos buscan pagar una tarifa que incluso puede subir cuando el proyecto es exitoso, y distribuir de una manera más eficiente el valor esperado de pérdida entre los demás participantes del proyecto cuando se materializa un riesgo.

4. Modelo económico de financiación de un proyecto inmobiliario para un aliado constructor a través de un FCP

En la búsqueda de proponer un modelo eficiente que maximice la rentabilidad para inversionistas y constructores, y a la vez alinee los intereses de los involucrados y permita aumentar la participación de los FCP en el sector de la construcción, especialmente en el segmento de la vivienda, se propone a continuación un esquema asociativo que incorpora las siguientes características:

- Monto de inversión: COP 10 200 millones.
- Horizonte de inversión: cinco años.
- Aliado constructor: AAA.
- Garantía: el aliado constructor aporta el 40 % de la inversión.
- Gobierno: exige derecho al veto en decisiones especiales al inicio de construcción, así como un comité de vigilancia que revise los contratos superiores a 2000 SMMLV.
- Cascada de pagos: subordina el pago de honorarios al constructor hasta el final del proyecto y prioriza la devolución del capital invertido, así sea con recursos del banco.
- Esquema de incentivos: si la TIR del inversionista es inferior al 14 % EA, los beneficios del constructor, que están en el 8,5 % de las ventas, bajan al 7,5 %.

Se consideraron tres escenarios para observar cómo se comportan los resultados económicos de un proyecto y, consecuentemente, las rentabilidades obtenidas por un inversionista de FCP y un desarrollador inmobiliario [Tabla 2].

Tabla 2. Resultados económicos del modelo propuesto

Resultados económicos	Pesimista	Base	Optimista
Ingresos	87.654	87.654	96.045
Costos	78.166	75.632	77.816
Beneficios Constructor	8.265	9.279	12.190
Utilidad Inversionista	1.222	2.743	6.039
Ajuste x mecanismo de TIR	878	-	-
Beneficios Constructor Ajs.	7.387	9.279	12.190
Utilidad Inversionista Ajs.	2.100	2.743	6.039
Aportes de capital FCP	6.064	6.064	6.064
Aportes de capital Constructor	4.043	4.043	4.043
Análisis de rentabilidad			
Honorarios profesionales	8,5%	8,5%	8,5%
Costo Financiero	5,1%	4,9%	4,5%
Utilidad proyecto	2,3%	5,2%	10,5%
Honorarios Constructor	7,5%	8,5%	8,5%
Utilidad Constructor	2,3%	5,2%	10,5%
Capex Constructor	4,6%	4,6%	4,5%
Apalancamiento CASA	20,6%	19,8%	18,3%
TIR Constructor	52,2%	55,4%	59,9%
TIR Constructor Ajs	50,7%	55,4%	59,9%
Multiplo Constructor	MolC: 2,83 X	MolC: 3,30 X	MolC: 4,02 X
Utilidad Inversionista	3,3%	5,2%	10,5%
TIR Inversionista (Aportes)	10,2%	19,0%	29,8%
TIR Inversionista Ajustada	15,6%	19,0%	29,8%
Multiplo de Inversión	MolC: 1,35 X	MolC: 1,45 X	MolC: 2,00 X

Fuente: elaboración del autor.

El escenario pesimista describe cómo opera el mecanismo de ajuste cuando el proyecto tiene un sobrecosto del 4 %, producto de las demoras en la programación del proyecto e incremento de insumos como el acero. En este caso, la utilidad del proyecto cae hasta el 2,3 %, y la TIR arroja una rentabilidad de 10,2 % EA—inferior al umbral mínimo de rentabilidad del 14 % EA, definido en el acuerdo de inversión—. Por tanto, allí los beneficios del constructor se reducen del 8,5 al 7,5% de las ventas, lo cual equivale a un ajuste de COP 878 millones más hacia el inversionista.

Este ajuste permite que la rentabilidad del FCP se incremente a 15,6 % EA, incluso por encima del umbral mínimo esperado. En todo caso, para el constructor, su TIR presentó variaciones entre el 50 y el 59 % EA, demostrando ser todavía una rentabilidad atractiva, aun aplicando mecanismos de ajuste con el FCP.

En el escenario base, el proyecto estima unas ventas de COP 87 654 millones, beneficios para el constructor que equivalen al 8,5 % de las ventas, y se espera una utilidad del 5,2%. Al FCP le correspondería una utilidad de COP 2743 millones, arrojando una TIR del 19 % EA y un múltiplo de retorno de 1,45. Para este caso, el inversionista obtiene una rentabilidad superior a su umbral mínimo esperado y, por tanto, no aplica el mecanismo de ajuste.

El escenario optimista, con un incremento en las ventas superior al 8 %, apalanca una utilidad mucho mayor para el proyecto y potencia la TIR del inversionista hasta el 29 % EA y un múltiplo de 2,0 sobre el valor invertido.

En este contexto conviene destacar que, además del incremento en los costos fijos asociados a la adopción de modelos de control y reporte exigidos por un FCP, el desafío más relevante para la implementación del modelo asociativo con FCP radica en la estructura de apalancamiento financiero. La consecución de las rentabilidades esperadas depende en gran medida de la disponibilidad de financiación proveniente del sistema bancario. Sin embargo, las entidades financieras han endurecido sus políticas de endeudamiento hacia las compañías constructoras, estableciendo mecanismos como el denominado «cupos sombrilla», que delimita la exposición máxima que un banco está dispuesto a asumir frente a un sujeto de crédito. Dicho análisis incorpora variables como la solidez de los estados financieros, la composición accionaria, la calidad del gobierno corporativo, los planes de sucesión y las estrategias de crecimiento empresarial.

En consecuencia, la expansión de proyectos no solo enfrenta el reto de ampliar los cupos o líneas de crédito bancarias, sino también el imperativo de fortalecer el patrimonio empresarial, a fin de cumplir con los requerimientos de capital exigidos por las entidades financieras para la aprobación de nuevos créditos. Adicionalmente, se abre la posibilidad de recurrir a mecanismos de financiación alternativos como líneas de crédito orientadas a proyectos de construcción sostenible, que pueden complementar las fuentes tradicionales y diversificar el riesgo financiero.

Se puede concluir, para el objetivo de evaluar cómo la entrada de FCP en proyectos inmobiliarios afecta la rentabilidad y el riesgo de una compañía de construcción, que los mecanismos de gestión de riesgo efectivamente alinean los intereses de los desarrolladores e inversionistas. Eso se evidencia más claramente cuando se materializan escenarios adversos, pues el valor de pérdida esperado por el inversionista se comparte con el constructor a través de un ajuste en sus beneficios. Si bien no hay una TIR mínima garantizada, el mecanismo que reduce los

beneficios del constructor a la liquidación del proyecto permite aumentar en más de 500 puntos básicos (5,2 %) la rentabilidad esperada hasta el 15,6 % EA, superando incluso el umbral mínimo de rentabilidad esperado por el inversionista del 14,0 % EA.

Para una compañía desarrolladora, la evaluación de la viabilidad y el impacto que genera estos modelos asociativos en los resultados económicos de los proyectos, permite determinar que es mucho más el beneficio que el costo, dado que un modelo los propuestos puede habilitar hasta dos veces el volumen de ventas de los proyectos —suponiendo un modelo donde el FCP entra con el 50 % de participación—, mientras que el impacto negativo en su beneficios esperados, cuando se materializa un escenario negativo y se aplica el mecanismo de ajuste, no es tan significativo. Dicho ajuste representa cerca del 12 % de los beneficios iniciales esperados y, por esta razón, la TIR del constructor, incluyendo los beneficios profesionales y las utilidades, aunque se diluye en 200 puntos básicos, sigue en niveles del 50 % EA.

4.1 Análisis financiero comparativo. Escenario actual frente a escenarios de sensibilidad

El siguiente análisis presenta una evaluación integral del impacto que tendría la incorporación de un FCP en la estructura financiera y operativa de una compañía constructora, comparando el escenario actual con distintos niveles de sensibilidad proyectados.

La Tabla 3 permite responder al último objetivo de la propuesta: sensibilizar el impacto en los resultados de la compañía constructora seleccionada al variar la estructura de capital, determinando el rango de volumen de ventas necesario para satisfacer la rentabilidad esperada en el negocio.

Tabla 3. Análisis financiero comparativo. Escenario actual frente a escenarios de sensibilidad

(millones)	Actual		Sensibilidad		
Activos	105.000	105.000	105.000	105.000	105.000
Pasivo	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000
Patrimonio	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000
Patrimonio productivo	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000
(+) Fondo de Inversión		39.000	51.000	63.000	75.000
Ventas proyectos	428.571	700.000	800.000	900.000	1.000.000
Numero de Viviendas	952	1.556	1.778	2.000	2.222
Costo de construcción	214.286	350.000	400.000	450.000	500.000
Endeudamiento	235.714	385.000	440.000	495.000	550.000
Equity	45.000	84.000	96.000	108.000	120.000
Ingresos operacionales	28.000	45.500	52.000	58.500	65.000
Costos operacionales	19.040	29.575	31.200	35.100	38.350
Utilidad Bruta	8.960	15.925	20.800	23.400	26.650
Gastos administrativos	5.400	6.400	6.800	7.000	7.300
Gastos de ventas	250	1.820	2.080	2.340	2.600
Utilidad operacional	3.310	7.705	11.920	14.060	16.750
Impuestos	750	1.219	1.393	1.567	1.741
Utilidad Neta	2.560	6.486	10.527	12.493	15.009
Margen Neto	9,14%	14,26%	20,24%	21,36%	23,09%
ROE	4,3%	10,8%	17,5%	20,8%	25,0%
ROIC	5,7%	14,4%	23,4%	27,8%	33,4%
EV/EBITDA	18,1	7,8	5,0	4,3	3,6
Valoración múltiplo 6x		46.230	71.520	84.360	100.500
Apreciación		-23%	19%	41%	68%

Nota. Cifras expresadas en COP millones.

Fuente: elaboración del autor.

1) Estructura financiera estática al primer semestre de 2025

Los activos totales se mantienen constantes en COP 105 000 millones, al igual que el pasivo (COP 45 000 millones) y el patrimonio (COP 60 000 millones), lo cual sugiere que el análisis se enfoca en la redistribución del capital productivo y su apalancamiento operativo, más que en una expansión del balance general.

2) Patrimonio productivo² y Apalancamiento institucional³

El patrimonio productivo actual es de COP 45 000 millones, mientras que en los escenarios de sensibilidad se incrementa hasta COP 75 000 millones, apalancado por la entrada de un FCP que aporta entre COP 51 000 y 75 000 millones. Esta inyección de capital permite escalar la operación sin modificar la estructura patrimonial tradicional, optimizando el retorno sobre los activos productivos.

3) Escalamiento comercial

Las ventas proyectadas pasan de COP 428 571 millones en el escenario actual a un rango de entre COP 800 000 y 1 billón en los escenarios de sensibilidad. Este crecimiento se traduce en un aumento del número de viviendas construidas: de 952 a entre 1778 y 2222 unidades, lo que representa una expansión de más del 130 %.

4) Estructura de costos y financiamiento

El costo de construcción se duplica, pasando de COP 214 286 millones a un rango de entre COP 400 000 y 500 000 millones, lo cual es coherente con el aumento en el volumen de viviendas. El endeudamiento también se incrementa proporcionalmente, pasando de COP 235 714 millones a entre COP 440 000 y COP 550 000 millones, lo que refleja una mayor exposición financiera que debe ser gestionada con estructuras de riesgo adecuadas.

5) Capital propio y rentabilidad

El capital requerido se eleva de COP 4500 millones a entre COP 9600 y 12 000 millones, lo que implica una mayor exigencia de capital propio por parte del desarrollador, aunque mitigada por el apalancamiento institucional. Los ingresos operacionales se incrementan de COP 2800 millones a entre COP 5200 y 6500 millones, mientras que los costos operacionales escalan de COP 19 040 millones a entre COP 31 000 y 38 350 millones.

6) Margen bruto, eficiencia operativa y utilidad operacional

La utilidad bruta experimenta una mejora sustancial, al pasar de COP 8960 millones a un rango estimado de entre COP 20 800 y 26 650 millones, lo que refleja la presencia de economías de escala y una mayor capacidad para absorber los costos fijos. No obstante, los gastos

² Patrimonio productivo: capital disponible para inversión en proyectos.

³ Apalancamiento institucional: endeudamiento a través de vehículos como fondos de pensión, aseguradoras, cajas de compensación y FCP.

administrativos y de ventas también registran incrementos, aunque no en los mismos niveles que los de ventas.

En este escenario, la utilidad operacional logra triplicarse, alcanzando márgenes superiores al 20 %. Este comportamiento se explica porque, en la situación actual, el gasto administrativo absorbe una proporción significativa de la utilidad bruta; sin embargo, al incrementar el volumen de los proyectos mediante el apalancamiento que ofrece un FCP, los ingresos operacionales pueden aumentar hasta 2,3 veces sin que los costos y gastos fijos crezcan en la misma proporción. Adicionalmente, se genera una mejora en el margen operacional, derivado de la eficiencia en los costos directos, dado que estos pueden distribuirse entre un mayor número de proyectos, lo que permite reducir la carga neta de la nómina y optimizar la estructura de costos.

7) Rentabilidad, eficiencia del capital invertido y valoración relativa del negocio

- Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE)

El ROE en el escenario actual es de apenas 4,27 %, lo que indica una baja rentabilidad para los accionistas frente al riesgo asumido. Sin embargo, con la entrada de un FCP, el ROE se multiplica:

Sensibilidad 1: 16,67 %.

Sensibilidad 2: 20,00 %.

Este salto evidencia que el modelo asociativo no solo escala el negocio, sino que mejora sustancialmente la rentabilidad sobre el capital propio, alineándose con las expectativas de retorno de inversionistas sofisticados.

- Rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC)

El ROIC en el escenario actual es de 5,69%, lo cual es insuficiente para justificar el riesgo operativo del sector de la construcción. En los escenarios de sensibilidad, el ROIC se estabiliza en niveles por encima del 21 %, acorde con las expectativas de los inversionistas actuales. expuestas anteriormente. Esto sugiere que, aunque el capital invertido aumenta, la eficiencia en la generación de utilidades operacionales se mantiene, lo que valida la escalabilidad del modelo sin diluir el retorno sobre los activos productivos.

- Múltiplo de valoración: valor económico empresarial (EV)/Utilidad operacional

El múltiplo EV/Utilidad operacional es un indicador clave para valorar las compañías en función de su capacidad de generación de flujo operativo. En el escenario actual, el múltiplo es de 23,44x, lo que refleja una valoración exigente frente a una utilidad limitada. En los escenarios de sensibilidad, el múltiplo se reduce drásticamente:

Esta caída en el múltiplo indica que, al aumentar la utilidad operacional, la compañía constructora seleccionada se vuelve más atractiva desde el punto de vista de valoración relativa, lo que podría facilitar procesos de inversión, fusiones o adquisiciones.

Conclusión técnica

La incorporación de un FCP no solo permite duplicar el volumen de viviendas construidas, sino que mejora significativamente los indicadores de rentabilidad y eficiencia. El modelo propuesto habilita una estructura de capital más robusta, con retornos que superan ampliamente el costo de capital, y una valoración más razonable frente a la utilidad generada. Esto posiciona a la compañía constructora seleccionada como un vehículo atractivo para inversionistas institucionales y estratégicos.

5. Conclusiones y Recomendaciones

5.1 Conclusiones

La participación de fondos de inversión privados, análogos a los REIT, en mercados internacionales, constituye una oportunidad estratégica para ampliar las fuentes de financiación de proyectos inmobiliarios en Colombia y, en consecuencia, contribuir a la reducción del déficit habitacional. Este mecanismo no solo incrementa la disponibilidad de capital, sino que introduce prácticas de gobierno corporativo y estándares de transparencia que fortalecen la estructura financiera del sector de la construcción.

La viabilidad y rentabilidad de estos modelos depende, de manera crítica, de una adecuada gestión del riesgo y del diseño de mecanismos de alineación de los intereses entre los desarrolladores y los inversionistas. La incorporación de fondos de inversión permite aumentar significativamente el número de unidades construidas, al tiempo que mejora los indicadores de eficiencia operativa y rentabilidad para las empresas constructoras, gracias a las economías de escala y la optimización del apalancamiento.

La expansión de estos instrumentos exige un marco robusto de regulación, transparencia y control del apalancamiento, a fin de mitigar los riesgos sistémicos y garantizar un crecimiento sostenible del sector inmobiliario. En este sentido, la disponibilidad de información pública sobre los fondos inmobiliarios en Colombia se configura como una condición necesaria para fomentar la confianza del mercado y potenciar su participación en proyectos de vivienda social y privada.

5.2 Recomendaciones

Desarrollar un marco regulatorio específico para los REIT y los fondos de inversión inmobiliaria que facilite su ingreso y operación en el mercado colombiano, incentivando la participación de inversionistas institucionales. Paralelamente, impulsar programas y alianzas público-privadas orientadas a fortalecer la gestión del riesgo y mejorar la percepción de seguridad entre los inversionistas, especialmente en proyectos de vivienda social y de interés prioritario.

Promover mecanismos de mitigación de riesgos como garantías, seguros y estrategias de diversificación de los portafolios, a fin de reducir la volatilidad y mejorar la rentabilidad esperada. De igual forma, es imperativo fomentar la institucionalización y la transparencia de los fondos inmobiliarios mediante la divulgación de información pública y la participación activa del Estado en la regulación del mercado.

Incentivar la inversión en proyectos sostenibles y con enfoque social, a través de beneficios fiscales y acceso a líneas de financiamiento con condiciones preferenciales.

Finalmente, capacitar a los actores del sector en nuevas estructuras financieras, gestión de riesgos y estándares regulatorios internacionales, a fin de incrementar la competitividad y facilitar el acceso a los mercados globales.

Referencias

- Aalbers, M. B. (2008). The financialization of home and the mortgage market crisis. *Competition & Change*, 12(2), s. pp. <https://doi.org/10.1179/102452908X289802>
- Aalbers, M. B. (2016). *The financialization of housing: A political economy approach*. Routledge.
- Aalbers, M. B., Rolnik, R., & Krijnen, M. (2020). The financialization of housing in capitalism's peripheries. *Housing Policy Debate*, 30(4), 481-485. DOI 10.1080/10511482.2020.1783812
- Aalbers, M. B., Van Loon, J., & Fernández, R. (2017). The financialization of a social housing provider. *International Journal of Urban and Regional Research*, 41(4), 572-587. <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12520>
- Acosta, J. (2024, 14 de marzo). Cuántas viviendas necesitaría construir Colombia al año, según su dinámica poblacional. *Portafolio*. <https://www.portafolio.co/mis-finanzas/vivienda/cuantas-viviendas-necesitaria-construir-colombia-al-ano-segun-su-dinamica-poblacional-600543>
- Alexandri, G., & Janoschka, M. (2020). 'Post-pandemic' transnational gentrifications: A critical outlook. *Urban Studies*, 57(15), s. pp. <https://doi.org/10.1177/0042098020946453>
- Alexandri, G., & Janoschka, M. (2024). Local housing policies and corporate social financial logics: Insights from the financialization of housing in Barcelona. *Housing, Theory and Society*, 42(1), 41-59. <https://doi.org/10.1080/14036096.2024.2328633>
- Arraigada Luco, C. (2023, octubre). *América Latina: información y herramientas sociodemográficas para analizar y atender el déficit habitacional*. ONU, CEPAL, Celade. <https://repositorio.cepal.org/entities/publication/58df5c1e-7c0b-425e-ba88-fabb2ef8876b>
- Banco Interamericano de Desarrollo, BID. (2012, 14 de mayo). *Estudio del BID: América Latina y el Caribe encaran creciente déficit de vivienda*. <https://www.iadb.org/es/noticias/estudio-del-bid-america-latina-y-el-caribe-encaran-creciente-deficit-de-vivienda>
- BBVA Research. (2025). *Situación Inmobiliaria 2025*. https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2025/04/20250428_SituacionInmobiliaria2025.pdf
- Bloomberg. (2025, 18 de enero). *Bloomberg introduce los Índices Bloomberg REIT e Inmobiliarios Globales que aumentan la accesibilidad de los inversionistas a este sector*. <https://www.bloomberg.com/latam/blog/bloomberg-introduce-los-indices-bloomberg-reit-e-inmobiliarios-globales-que-aumentan-la-accesibilidad-de-los-inversionistas-a-este-sector/>
- Brasil, Fundación João Pinheiro (s. f.). *Déficit Habitacional no Brasil*. <https://fjp.mg.gov.br/deficit-habitacional-no-brasil/>
- Brown, D. T., & Riddiough, T. J. (2023). Financing choice and liability structure of real estate investment trusts. *Real Estate Economics*, 31(3), 313-346. <https://doi.org/10.1111/1540-6229.00068>
- Brueggeman, W. B., & Fisher, J. D. (2022). *Real estate finance and investments*. McGraw-Hill.
- Cámara Colombiana de la Construcción, Camacol, & Tendencia Urbana. (2020, septiembre). *Tendencias de las Construcción*, n.º 18. Bogotá: Camacol & Tendencia Urbana.

- <https://camacol.co/sites/default/files/descargables/Tendencias%20de%20la%20Construcci%C3%B3n%2018.pdf>
- Cámara Colombiana de la Construcción, Camacol. (2025, 24 de junio). Marco fiscal de mediano plazo 2025: Luces y sombras. *Datos que construyen*, n.º 12. <https://camacol.co/sites/default/files/descargables/Datos%20que%20construyen-24jun2025.pdf>
- Centro Latinoamericano y Caribeño de Demografía, Celade. (1996). *Déficit habitacional y datos censales sociodemográficos: una metodología*. Santiago de Chile: Celade. <https://ideas.repec.org/p/ecr/col048/9781.html>
- Chile, Ministerio de Desarrollo Social y Familia. (2023, 21 de noviembre). *Ministros Toro y Montes presentaron los resultados de la encuesta Casen: el déficit habitacional cuantitativo alcanza las 552.046 viviendas en el país*. <https://www.desarrollosocialyfamilia.gob.cl/noticias/ministros-toro-y-montes-presentaron-los-resultados-de-la-encuesta-casen-el-deficit-habitacional-cuan>
- Chile, Centro de Estudios de Ciudad y Territorio. (s. f.). *Déficit habitacional en Chile*. <https://centrodeestudios.minvu.gob.cl/deficit-habitacional/>
- Ciudad Sostenible. (2022, 11 de abril). *Tatiana Gallego, jefa del HUD (BID): «La región ALC puede perder sobre el 4 % del PIB por el cambio climático»* [entrevista]. <https://www.ciudadesostenible.eu/miradas-urbanas/urbanamerica/entrevista-a-tatiana-gallego-bid/>
- Clayton, J., & MacKinnon, G. (2001). La naturaleza variable en el tiempo del vínculo entre los REIT, los bienes raíces y la rentabilidad de los activos financieros. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 7(1), 43-54. DOI 10.1080/10835547.2001.12089632
- Colombia, Banco de la República. (s. f.). *Precios e inflación*. <https://uba.banrep.gov.co/htmlcommons/SeriesHistoricas/precios-inflacion.html>
- Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE. (2022, 4 de mayo). *Boletín técnico, déficit habitacional, Encuesta Nacional de Calidad de Vida (ECV) 2021*. DANE. <https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/deficit-habitacional/Boletin-tec-deficit-hab-2021.pdf>
- Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE. (2024, 24 de abril). *En 2023, cada hogar estaba conformado en promedio por 2,90 personas, y el 45,4 % de los hogares tenían a una mujer como jefa*. DANE, Comunicado de prensa. <https://www.dane.gov.co/files/operaciones/ECV/cp-ECV-2023.pdf>
- Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE. (s. f.). *Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH), Mercado laboral*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/mercado-laboral/empleo-y-desempleo>
- Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE. (s. f.). *Déficit habitacional*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/demografia-y-poblacion/deficit-habitacional>

- Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL. (2015). *Redatam*. CEPAL. <https://www.cepal.org/es/temas/redatam>
- Consejo de Administración del Programa de las Naciones Unidas para los Asentamientos Humanos. (2015, 17 de abril). *ONU-Hábitat*. <https://unhabitat.org/sites/default/files/2015/01/Draft-report-of-the-Committee-of-the-Whole-S.pdf>
- Daude, C., Fajardo, G., Brassiolo, P., Estrada, R., Goytia, C., Sanguinetti, P., ... Vargas, J. (2017, 13 de septiembre). *RED 2017. Crecimiento urbano y acceso a oportunidades: un desafío para América Latina*. Bogotá: Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe (CAF). <https://scioteca.caf.com/handle/123456789/1090>
- Dennis, M. W., & Pinkowish, T. J. (2004). *Residential mortgage lending: Principles and practices*. Mason, OH: Thomson/South-Western.
- Diniz Alvez, J. E. (2011). Medición del déficit y de la demanda habitacional a partir de los censos de Brasil. *Notas de Población CEPAL*, 93, s. pp. <https://ideas.repec.org/a/ecr/col071/12894.html>
- El Nuevo Siglo. (2022, 5 de mayo). Déficit habitacional en el país bajó 0,4 % durante 2021. *El Nuevo Siglo*. <https://www.elnuevosiglo.com.co/economia/deficit-habitacional-en-el-pais-bajo-04-durante-el-2021>
- Estrenarvivienda.com (s. f.). *Mi Casa Ya: conoce en qué consiste este programa*. <https://n9.cl/fdr1v>
- Feng, Z., Price, S. M., & Sirmans, C. (2011). Panorama general de los fideicomisos de inversión inmobiliaria (REIT): 1993-2009. *Journal of Real Estate Literature*, 19(2), 307-343. <https://doi.org/10.1080/10835547.2011.12090304>
- Glascok, J. L., Lu, C., & So, R. W. (2000). Más evidencia sobre la integración de los rendimientos de los REIT, los bonos y las acciones. *Revista de Finanzas y Economía Inmobiliaria*, 20(2):177-194. DOI 10.1023/A:1007877321475
- Letdin, M., Sirmans, C. S., Sirmans, G. S., & Zietz, E. N. (2019). Explicación de la rentabilidad de los REIT. *Journal of Real Estate Literature*, 27(1), 1-25. <https://doi.org/10.1080/10835547.2019.12090493>
- Logan Valuation. (2024). *Investment report Colombia – 2024*. <https://loganvaluation.com/wp-content/uploads/2024/10/IR-2024-INVESTMENT-REPORT-CO-ESP.pdf>
- México, Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (s. f.). *Rezago habitacional ampliado en México*. https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/846695/Rezago_habitacional__2022-2020.pdf
- Muñoz Arroyave, E, López Martínez, A., & Ruiz Arias, M. (2023). Financiarización de la vivienda para alquiler y la precarización de las familias de bajos ingresos en Medellín (Colombia). *Asociación de Geógrafos Españoles*, pp. 1-38. <https://dspace.tdea.edu.co/handle/tdea/3068>

- Organización de las Naciones Unidas, ONU. (2015). *Objetivos de desarrollo sostenible*. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/2015/09/la-asamblea-general-adopta-la-agenda-2030-para-el-desarrollo-sostenible/>
- Organización de las Naciones Unidas, ONU. (s. f.-a). *Objetivo 1: Poner fin a la pobreza en todas sus formas en todo el mundo*. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/poverty/>
- Organización de las Naciones Unidas, ONU. (s. f.-b). *Objetivo 8: Promover el crecimiento económico inclusivo y sostenible, el empleo y el trabajo decente para todos*. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/economic-growth/>
- Plataforma Urbana y de Ciudades de América Latina y el Caribe. (s. f.). *Foro de Ministros y Autoridades Máximas de la Vivienda y el Desarrollo Urbano de América Latina y el Caribe – Minurvi*. <https://plataformaurbana.cepal.org/es/minurvi>
- Programa de las Naciones Unidas para los Asentamientos Humanos, ONU-Hábitat. (2015). *Déficit habitacional en América Latina y el Caribe. Una herramienta para el diagnóstico y el desarrollo de políticas efectivas en vivienda y hábitat*. ONU-Hábitat <https://unhabitat.org/sites/default/files/download-manager-files/D%C3%A9ficit%20habitacional.pdf>
- Stephens, M. (2007). Mortgage market deregulation and its consequences. *Housing Studies*, 22(2), 201-220. DOI 10.1080/02673030601132797