

NOTA EDITORIAL

POLÍTICAS PARA EVITAR BURBUJAS ESPECULATIVAS EN FINCA RAÍZ

Se ha presentado al sistema UPAC como el principal causante de la crisis que se registró entre 1995 y 1999 en la finca raíz y la construcción. Sin embargo, al estudiar las ocurridas en la finca raíz de otros países, se encuentran características muy similares a las que se observan en Colombia. Aunque en todos los demás países analizados, el crédito de vivienda se hace con tasas de interés de mercado, sin embargo, cuando sobrevinieron las crisis, éstas no fueron causadas por altas tasas de interés, sino por burbujas especulativas en la financiación y los precios de la finca raíz.

En Colombia también se presentó una explosión del crédito para la construcción y de los precios de la finca raíz entre 1992 y 1995. La experiencia internacional muestra que después de una burbuja especulativa de este tipo se deteriora significativamente la cartera hipotecaria, y se genera una crisis financiera con altos costos sociales.

En esta Nota se analizarán las causas de las crisis de la finca raíz en Colombia y en otros países, y los tipos de políticas que se pueden adoptar para evitarlas.

I. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

En las últimas dos décadas se han producido burbujas especulativas de finca raíz que han generado crisis financieras, entre otros casos, en Suecia, Japón, Massachusetts y Texas en los Estados Unidos, Inglaterra y Tailandia. En todos ellos la burbuja especulativa tuvo algunas características comunes, las cuales han sido bien analizadas por Richard J. Herring y Susan M. Wachter¹.

Una característica del mercado de tierra y finca raíz, que puede llevar a una burbuja especulativa, es que su oferta es fija en el corto plazo. Un aumento en la demanda puede producir, entonces, un incremento rápido en los precios. Como la construcción toma tiempo, la oferta reacciona con rezago a estos aumentos.

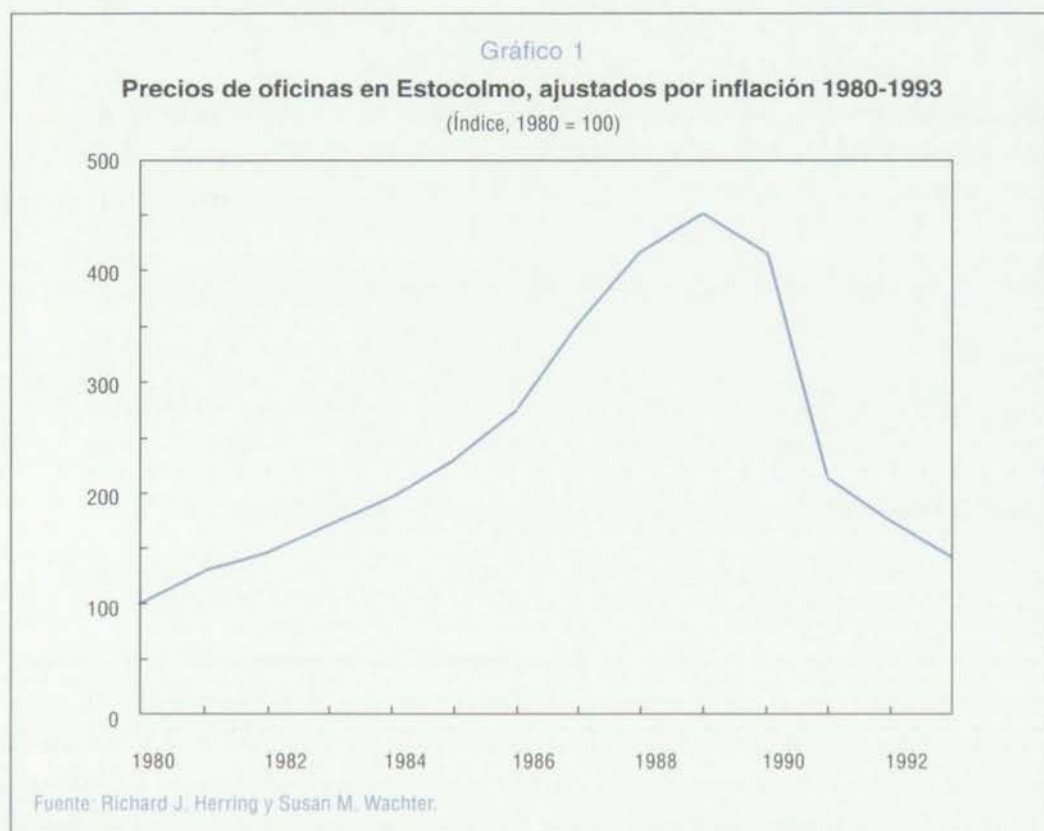
La bonanza en la construcción ocurre si el sector financiero aumenta la financiación de finca raíz; suponiendo que los precios van a seguir subiendo, y si acepta como garantía para nuevos préstamos tierra o finca raíz valorada a los nuevos precios.

La experiencia internacional muestra que ha habido un largo período sin una crisis en finca raíz, cuando los precios de ésta aumentan los banqueros tienden a tener el siguiente comportamiento: aumentan la proporción de cartera destinada a finca raíz, comienzan a financiar una mayor proporción de los proyectos y valoran las garantías hipotecarias (para todo tipo de crédito) a precios altos. En situaciones normales, un banquero sólo financia el 65% de un proyecto de finca raíz; durante la bonanza esa proporción va subiendo hasta llegar a 90% antes de la crisis.

Los procesos de toma de decisiones en el sector financiero favorecen estos comportamientos. El oficial de préstamo típico, que tiene que mostrar crecimiento en el negocio, se escuda en el hecho de que todos los bancos están aumentando los préstamos para finca raíz para hacer lo mismo. Si se dañan los préstamos se afectan los de todos y no es clara su responsabilidad personal. Dada la rotación laboral en el sector financiero, tampoco es probable que cuando se dañe el préstamo de finca raíz el oficial de préstamo siga en la misma sección del banco o aún en la misma institución.

En todos los casos estudiados se han dado los fenómenos descritos. Los gráficos 1 a 4 muestran las burbujas especulativas en varios de los países nombrados.

El Gráfico 1 muestra los precios ajustados por inflación de la propiedad comercial en Estocolmo entre 1980 y 1993. La burbuja se desinfla a partir de 1989, y la crisis bancaria sueca se produce en 1992. Entre 1986 y 1990 la proporción entre cartera y PIB en Suecia aumentó de 43% a 68%.



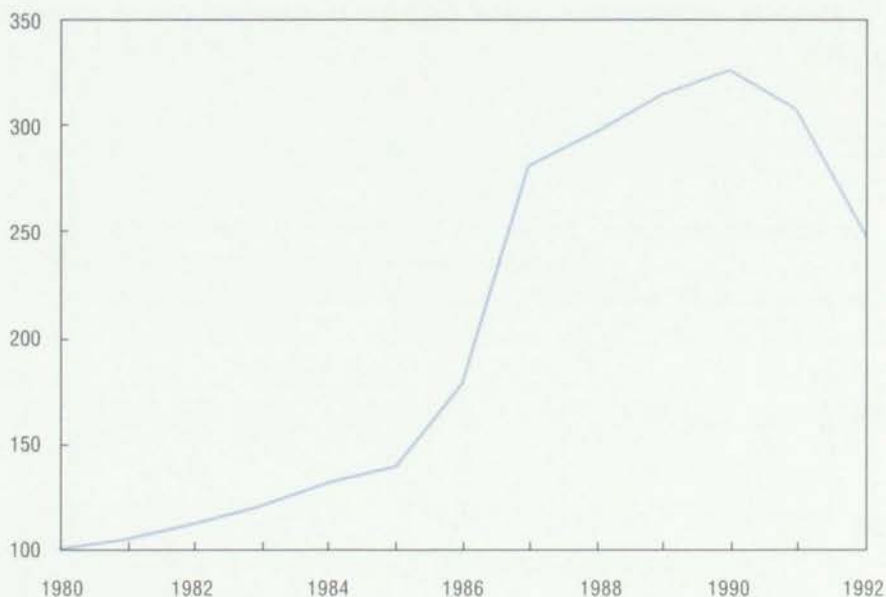
El Gráfico 2 registra la burbuja en precios de finca raíz en Japón entre 1985 y 1990. En la última fecha se inició la larga crisis del sector financiero japonés, que tan graves consecuencias ha tenido para la economía mundial.

Tanto en Suecia como en Japón un aumento inicial en la demanda de finca raíz generó una burbuja de precios debido a reformas recientes en el sector financiero, en el sentido de liberalizarlo, las cuales llevaron a los bancos a sustituir el crédito tradicional para empresas, que ahora se financiaban en el mercado de capitales, hacia préstamos de finca raíz. El aumento de crédito hacia el sector alimentó la burbuja en los precios.

Gráfico 2

Índice de precios de propiedad comercial en Tokio, 1980-1992

(Índice, 1980 = 100)



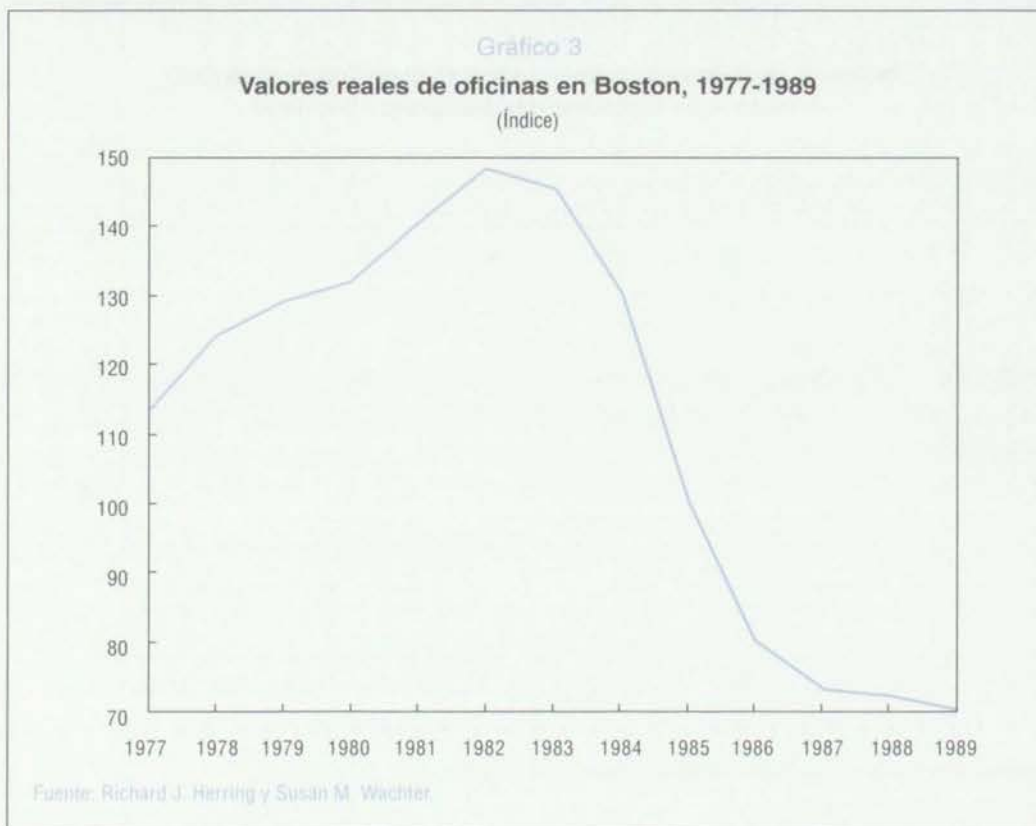
Nota: Los datos de 1980 a 1985 son una interpolación con base en el promedio del período.

Fuente: Herring y Wachter.

En Boston, como en Suecia, un incremento en la demanda de oficinas, que acompañó a un rápido crecimiento en el sector de servicios, llevó a un aumento inicial en los precios de este tipo de finca raíz. La bonanza se alimentó con una expansión muy rápida del crédito hacia el sector. El Gráfico 3 muestra la burbuja en los precios, y el dramático desinflé de ésta.

Es claro que la burbuja en los precios inmobiliarios en los Estados Unidos fue alimentada por el sector financiero. Entre 1982 y 1983 los flujos de capital al sector de finca raíz crecieron al 14,6% contra un avance del PIB nominal de 11,8%. Entre 1983 y 1988 los flujos al sector aumentaron al 15,1% contra un crecimiento de 7,5% del PIB nominal. A principios de los años ochenta un constructor norteamericano tenía que aportar el 30% del capital de su proyecto, mientras que en 1990 se le financiaba el 90% del mismo.

La crisis financiera en Boston siguió muy de cerca a la crisis en finca raíz. Lo mismo ocurrió en Texas, donde desaparecieron varios bancos importantes.



La crisis de finca raíz de Tailandia no sólo llevó a la crisis financiera de ese país, sino que fue el disparador de la ocurrida en Asia en 1997.

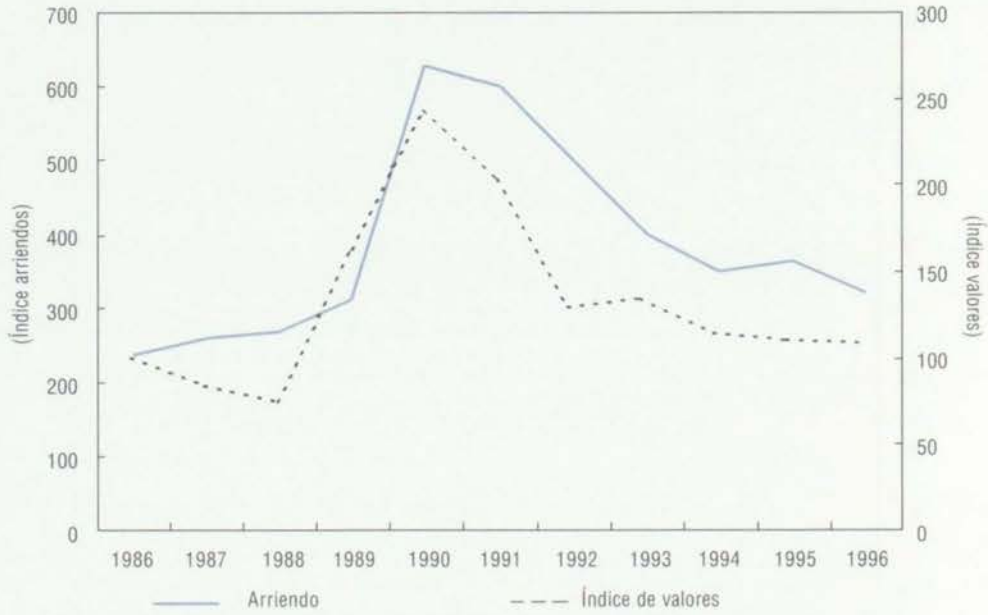
Los gráficos 4 y 5 muestran el aumento en arriendos y en el precio por metro cuadrado de oficinas en Bangkok entre 1986 y 1996. El valor del metro cuadrado, después de corregir por inflación, más que se duplicó entre 1988 y 1990. Allí, lo mismo que en Colombia, esos valores después cayeron aun en términos nominales.

El Gráfico 6 muestra el papel que jugó el crédito en esta burbuja especulativa. La proporción de crédito de los bancos destinado al sector de finca raíz se quintuplicó entre 1982 y 1990. Este tipo de crecimiento obviamente no era sostenible, y la calidad de la cartera tenía que deteriorarse.

El sector financiero tailandés también cometió el grave error de endeudarse en divisas para hacer préstamos en moneda local. La devaluación de 1997 tomó a los bancos sin cobertura en moneda extranjera, y esto ahondó la crisis financiera².

Gráfico 4

Valores nominales de los arriendos de propiedad comercial e índices de estos valores Bangkok, 1986-1996

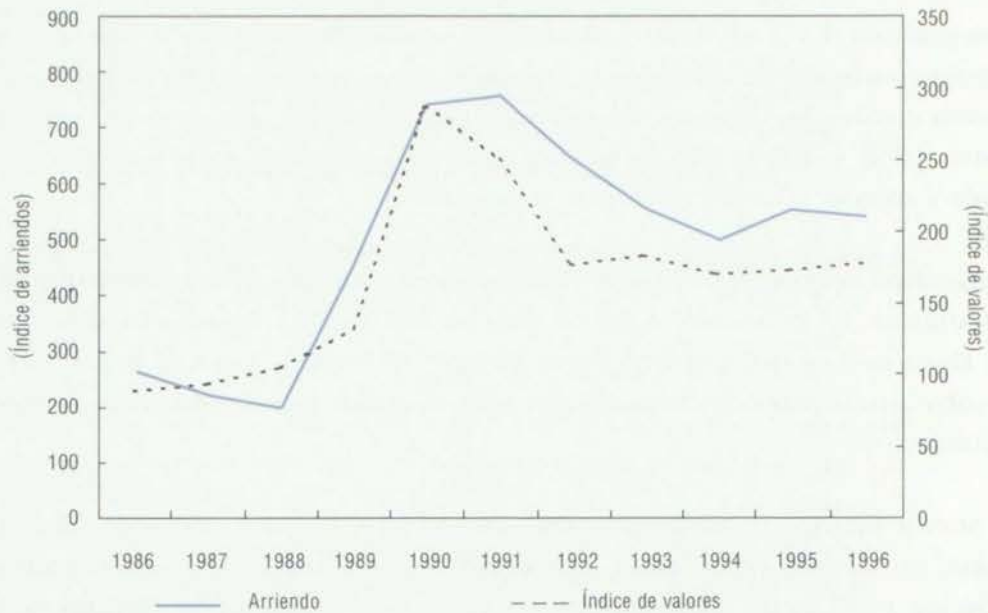


Nota: Propiedad comercial comprende: oficinas, almacenes, bodegas.

Fuente: Herring y Wachter.

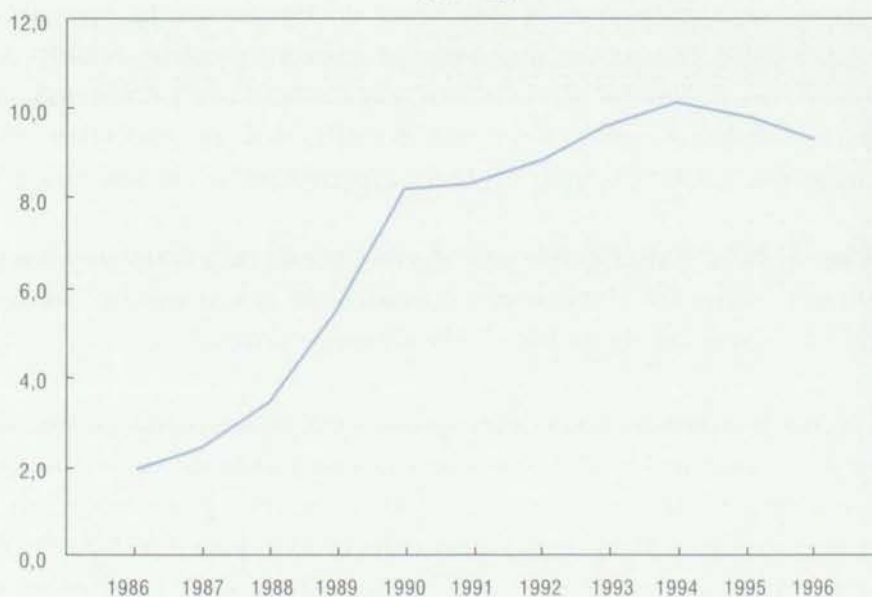
Gráfico 5

Arriendos y valores de propiedad comercial en términos reales Bangkok, 1986-1996



Fuente: Richard J. Herring y Susan M. Wachter.

Gráfico 6
Préstamos finca raíz como proporción del PIB, Tailandia, 1986-1996
(Porcentaje)



Fuente: Richard J. Herring y Susan M. Wachter.

En Tailandia también la explosión del crédito hipotecario siguió a una liberalización del sector financiero que redujo las regulaciones que dificultaban el crecimiento de cartera al sector de crédito hipotecario.

II. LA BURBUJA COLOMBIANA

También en los años noventa se presentaron en Colombia varios de los fenómenos relacionados con las burbujas de precios de finca raíz que se han identificado en el caso de otros países que terminaron en crisis financiera.

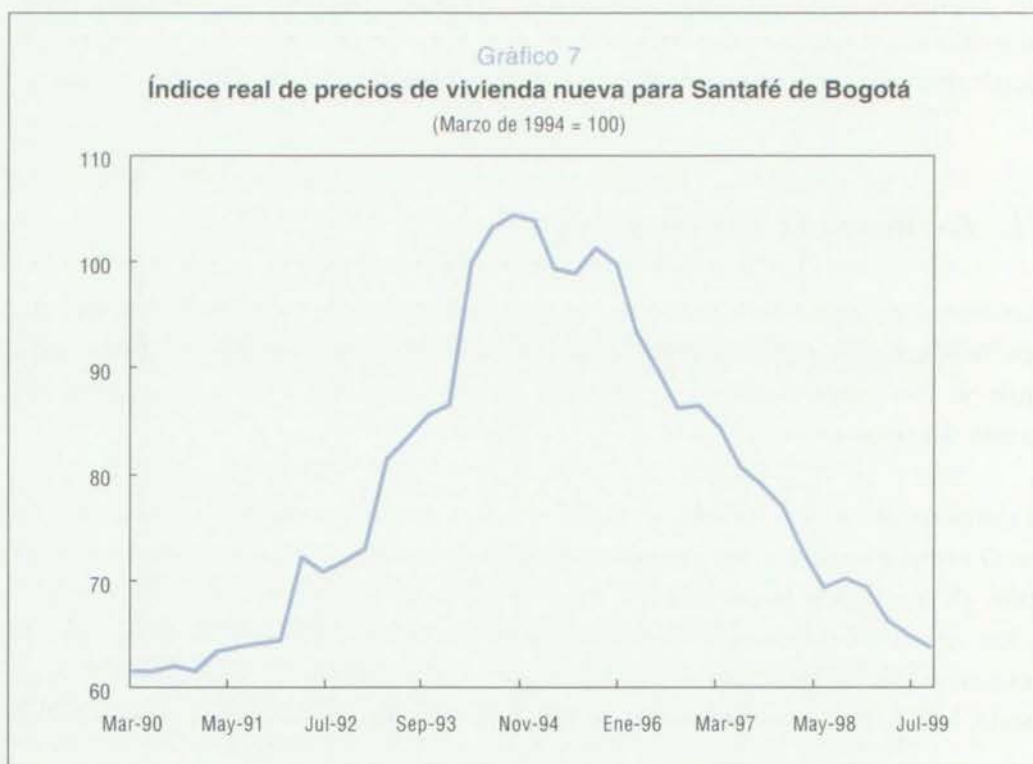
A principios de la década se llevó a cabo una reforma financiera que le creó competencia a las corporaciones de ahorro y vivienda en la captación de recursos prestables, y que dio acceso a otras fuentes de fondos a las grandes empresas. En particular, dichas empresas tuvieron la alternativa de financiarse en el exterior con menores costos que en moneda local. Las entidades financieras nacionales comenzaron entonces

a buscar nuevos clientes en desarrollo del crédito de consumo y para aumentar la cartera hipotecaria.

Por otra parte, se incrementó la demanda de finca raíz. La apertura financiera y las expectativas de una tasa de cambio estable debido a las previsiones de entradas de divisas por exportaciones petroleras, más una amnistía tributaria, generaron una repatriación de capitales. Estos recursos externos se invirtieron en buena proporción en finca raíz.

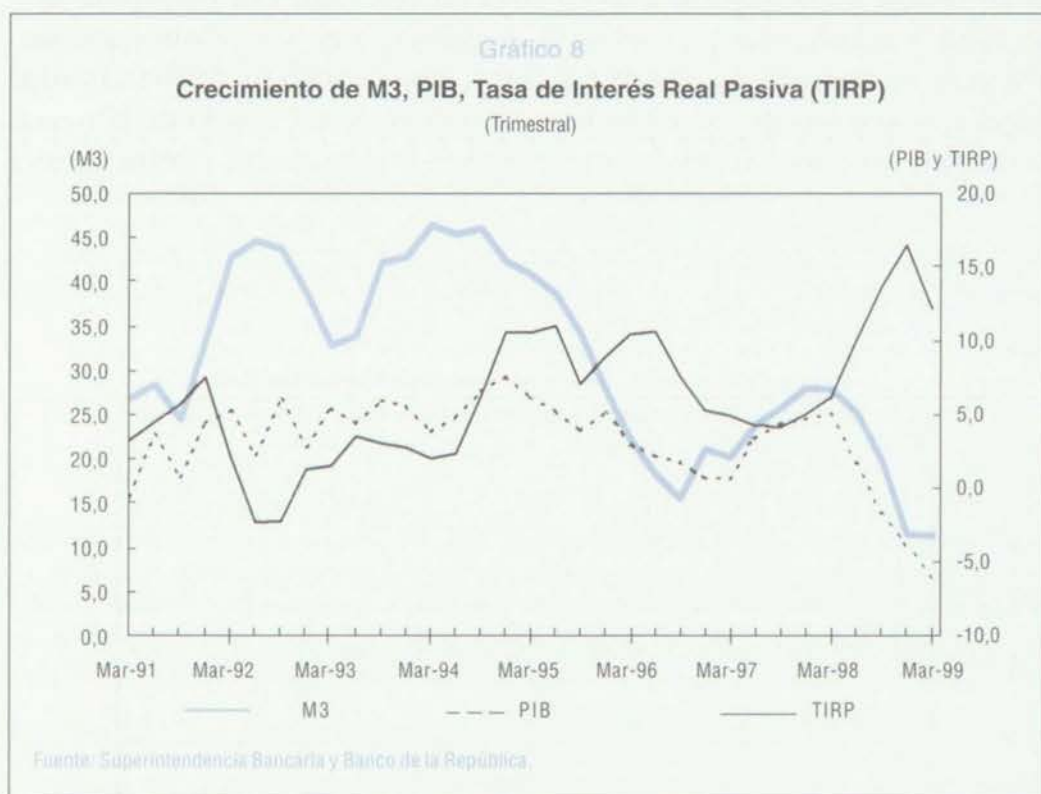
La última vez que se había generado algún exceso de oferta de vivienda y oficinas había sido en 1974, y por lo tanto, la gente estaba acostumbrada a que los precios de la finca raíz siempre subían.

La aceleración del crecimiento económico en la segunda parte de la década de los ochenta, la urbanización y la búsqueda de oportunidades de inversión de los dineros que retornaban al país generaron un aumento en precios de la finca raíz a partir de 1991 (véase Gráfico 7). Esto canalizó crecientes flujos de recursos hacia la finca raíz, fenómeno que a su vez alimentó el crecimiento en los precios. Tanto inversionistas como banqueros se convencieron de que los precios seguirían creciendo, y aumentaron aún más las inversiones en finca raíz.



Adicionalmente, la Ley 50 de 1990 llevó a buena parte del sector privado a liquidar las cesantías de sus empleados y a dar bonificaciones para inducir su paso al nuevo régimen laboral. Durante 1991-1993 muchos miembros de la clase media recibieron sumas considerables que invirtieron en bienes durables (automóviles) y vivienda. Este fenómeno también alimentó la burbuja especulativa.

Debido al flujo de capitales del exterior y al intento del Banco de la República de evitar una revaluación nominal de la tasa de cambio, M3 creció aceleradamente por la compra de reservas internacionales en 1992-1993, y la tasa de interés pasiva estuvo por debajo de 5% real entre 1992 y mediados de 1994 (véase Gráfico 8). Esa baja tasa de interés real también fomentó la inversión en vivienda.



Un segundo factor que llevó a un rápido crecimiento en los fondos prestables (M3 más bonos) fue la existencia de altos diferenciales en los encajes para diferentes tipos de depósitos en el sector financiero. Estos diferenciales estimularon a los intermediarios a recomponer sus pasivos, de depósitos a la vista y de ahorro hacia los CDT, los cuales

tenían encajes muy bajos. El resultado fue un encarecimiento en el costo promedio de captación, pero también un mayor apalancamiento para crecer la cartera.

Si se suponía calidad constante en la cartera, esta recomposición de activos parecía rentable, pues disminuía el activo sin remuneración (el encaje) y aumentaba el activo remunerado. Esta recomposición llevaba a un crecimiento moderado en la base monetaria, paralelo a un crecimiento acelerado en M3 más bonos y en cartera. Los encajes diferenciales aceleraron de manera perversa el crédito, aunque conviene recordar que durante todo el período el Banco de la República redujo esos diferenciales para eliminar estas distorsiones y hacer el sistema financiero colombiano más competitivo en términos internacionales.

La gestación de la burbuja especulativa en finca raíz era previsible desde 1992. Un indicador de esto es el crecimiento de los créditos aprobados pero no desembolsados de las CAV (véase Gráfico 9). Otro indicador era el crecimiento del costo de la construcción y del precio de la tierra. El Gráfico 10 también muestra el crecimiento desaforado de la cartera

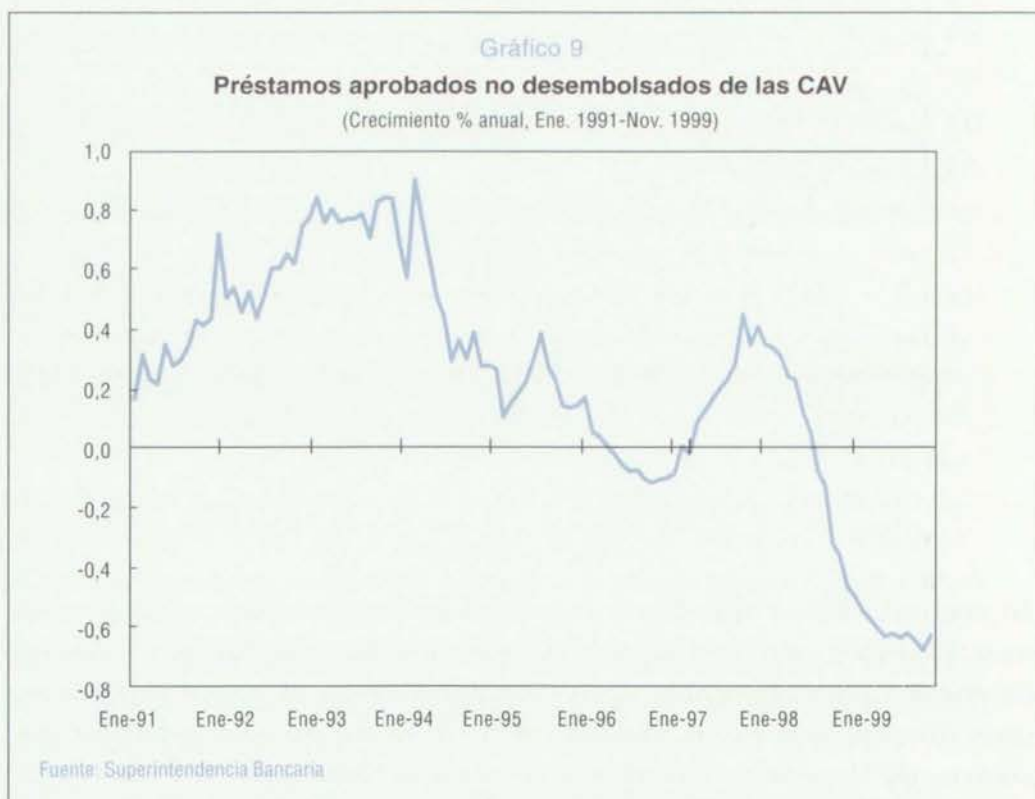
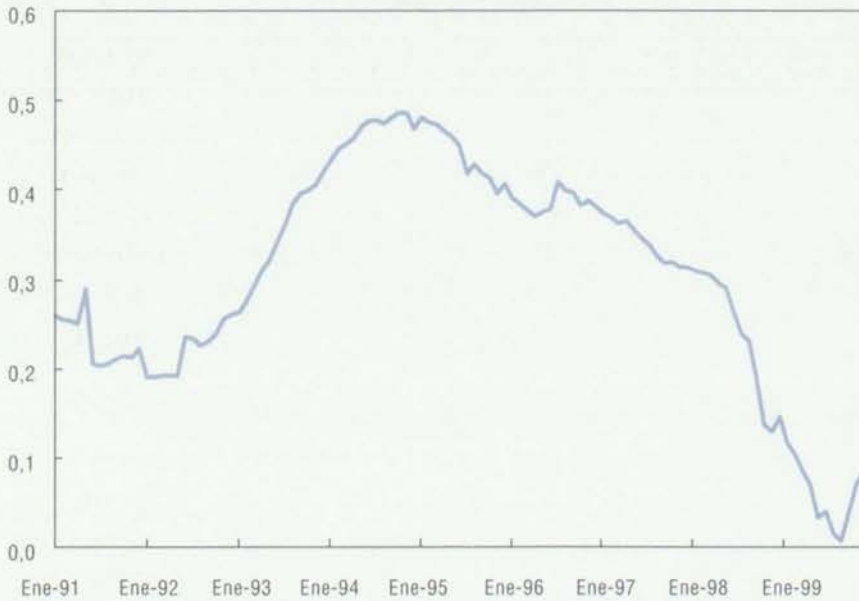


Gráfico 10

Cartera hipotecaria de las CAV
(Crecimiento % anual, Ene. 1991-Nov. 1999)



Metodología de cálculo: Sólo a partir de 1994 se encuentra de manera desagregada el crédito hipotecario de los establecimientos de crédito. Para estos cálculos se supuso que en 1990 el 95% de la cartera de las CAV era hipotecaria. Se calculó el valor de la cartera hipotecaria en enero de 1994 para cada CAV, y se supuso una disminución lineal de la proporción de cartera hipotecaria entre 1990 y 1994.

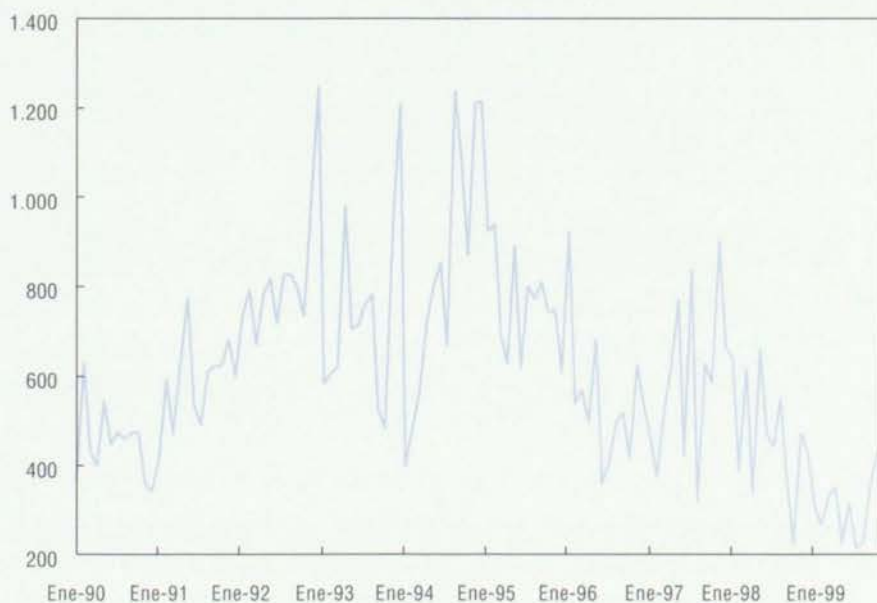
Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República

hipotecaria en el período 1993-1997. Como en todas las crisis de finca raíz, la cartera hipotecaria siguió creciendo aún después de que comenzaran a bajar los precios de la misma.

El Gráfico 7 muestra que la descolgada en los precios se produjo a mediados de 1994. El Gráfico 11 señala que los metros cuadrados de licencias de construcción aprobadas cayeron en 1995, y muy dramáticamente en 1996. La cartera hipotecaria, sin embargo, siguió creciendo para financiar obras iniciadas antes de 1995. Los costos de construcción también bajaron en 1995, pero sorprendentemente volvieron a aumentar en 1996, para luego descender en 1997 (véase Gráfico 12).

La cartera vencida de las CAV comenzó a crecer desde 1994, pero el deterioro se aceleró a partir de 1998 (véase Gráfico 13).

Gráfico 11
Edificaciones según licencias aprobadas, cuatro áreas metropolitanas
Información mensual, Ene. 1990-Oct. 1999
 (Miles de metros cuadrados)



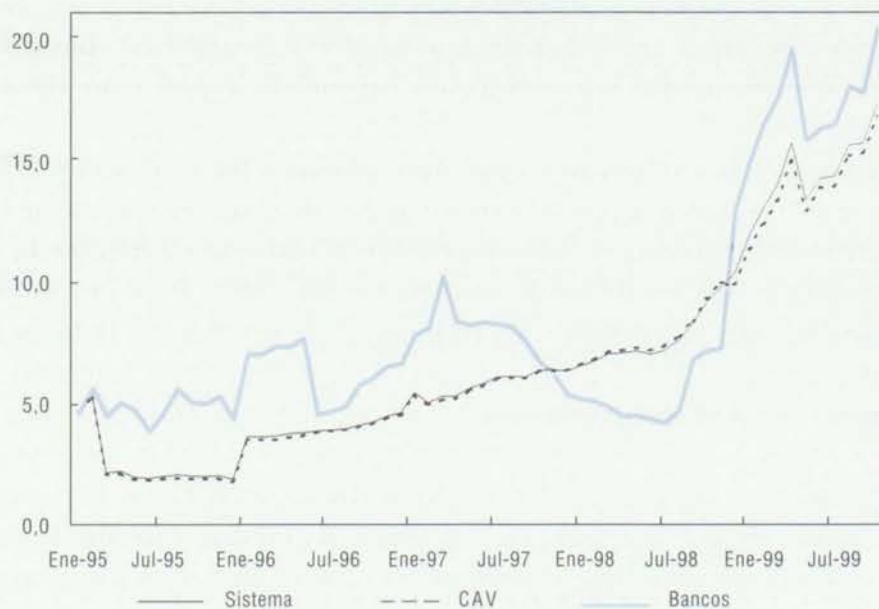
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

Gráfico 12
Índice real de costos para la construcción de vivienda en Santafé de Bogotá
Información mensual, Dic. 1989-Nov. 1999
 (Base: Dic 1989 = 100)



Fuente: Cámara Colombiana de la Construcción (CAMACOL), Seccional Cundinamarca.

Gráfico 13
Cartera hipotecaria vencida / Cartera hipotecaria total
 (Enero 1995 - Octubre 1999)



Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República

III. CAUSAS DE LA BURBUJA ESPECULATIVA DE FINCA RAÍZ EN COLOMBIA

Las causas de la burbuja especulativa en Colombia, como se ha señalado, son las mismas que se identificaron en los casos internacionales analizados en la primera parte de esta Nota.

El aumento inicial en precios se produjo por un aumento en la demanda ante una oferta inelástica. En Colombia el aumento en la demanda se explica por los factores que se han enumerado en la sección anterior.

El aumento en la demanda se multiplicó por el suministro creciente de crédito de vivienda. Con precios al alza, las corporaciones de ahorro y vivienda se comprometieron a financiar un mayor número de proyectos, y comenzaron a otorgar préstamos para cubrir una mayor proporción de los mismos. Tradicionalmente en Colombia se financiaba hasta 70% a compradores, este valor es para constructores de la vivienda, pero en 1995 ya había planes que financiaban hasta el 90% del proyecto.

Más grave aún, se desarrollaron los planes de cuotas supermínimas, que tienen cuotas crecientes a través del tiempo. El inversionista fue atraído a la inversión por la baja cuota al inicio del crédito, pero rápidamente el saldo de su deuda sobrepasó el valor de la vivienda y se perdió el incentivo a servir el crédito. Este fenómeno se generalizó cuando los precios de los inmuebles comenzaron a disminuir, a partir de 1996.

La ilusión de precios permanentemente crecientes llevó al sector financiero a otorgar crédito para proyectos de finca raíz cada vez más riesgosos. El deterioro en la cartera se hizo inevitable y comenzó a afectar la solvencia de las entidades financieras a partir de 1997. Pero no sólo se deterioró la cartera hipotecaria. La reducción de precios de la finca raíz afectó las garantías de créditos comerciales, y fue causa también del deterioro en ese tipo de préstamos.

La crisis financiera de 1998-1999 sin duda tuvo que ver con la ocurrida en la finca raíz; pero el crecimiento excesivo del crédito durante la década, inevitablemente tenía que deteriorar la cartera en todos los sectores.

Como vimos en el caso de Suecia, donde antes de la crisis financiera, la cartera creció de 43% del PIB a 68%, en Colombia esa relación pasó de 23% en 1991 a 35% en 1995 (véase Gráfico 14). La cartera para construcción también creció significativamente (Gráfico 15). Este tipo de crecimiento en la cartera no era sostenible e inevitablemente tenía que generar un deterioro en el sector financiero.

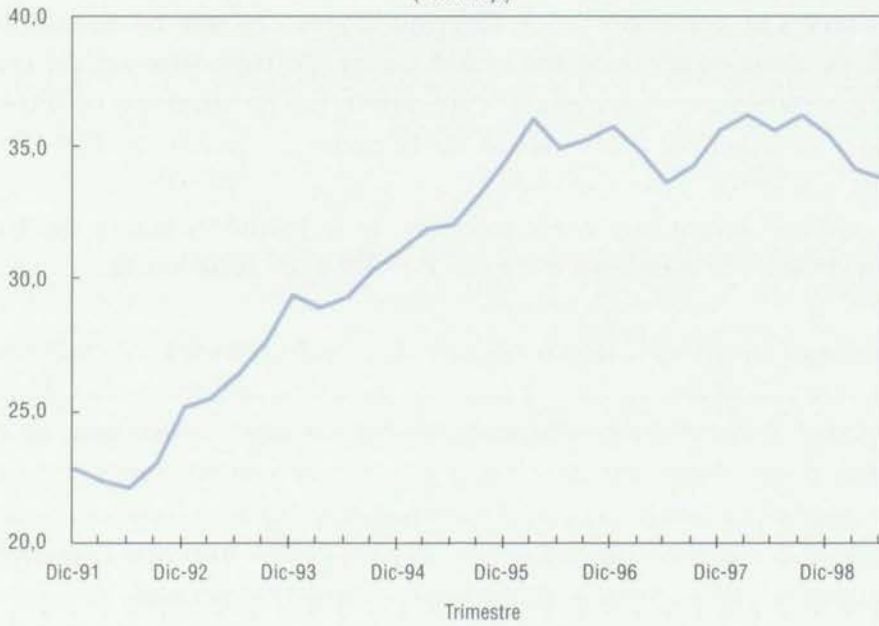
IV. MEDIDAS PARA EVITAR LAS BURBUJAS ESPECULATIVAS DE FINCA RAÍZ

Aunque el Banco de la República reiteradamente les solicitó a los banqueros reducir el crecimiento de la cartera, ellos ignoraron sistemáticamente las advertencias. En una reunión el presidente de uno de los principales bancos del país le respondió al Gerente del Banco de la República que la función de un banco es prestar, y que no tenía sentido pedir moderación en el crecimiento del crédito.

En varios Informes al Congreso de la República, el Banco de la República también advirtió sobre el peligro de un crecimiento excesivo del crédito y también lo hizo en informes técnicos y en Notas Editoriales de su Revista ³.

Gráfico 14

Cartera total del sistema financiero como proporción del PIB nominal 1/
(Porcentaje)

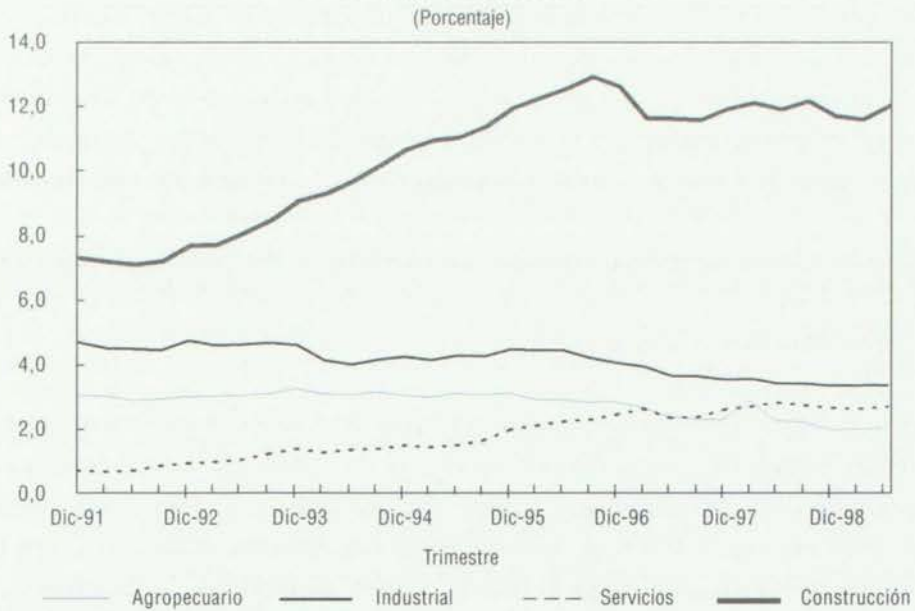


1/ No incluye las entidades financieras especiales, la FEN ni Banco de la República.

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15

Participación de la cartera por destino económico en el PIB 1/
Principales sectores



1/ No incluye las entidades financieras especiales, la FEN ni Banco de la República.

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República.

Ante el fracaso de las advertencias el Banco de la República en marzo de 1994, tomó la decisión de imponer límites al crecimiento de la cartera. Infortunadamente este instrumento es bastante burdo en un sistema financiero liberalizado y los intermediarios del sector encontraron maneras de evadir los controles establecidos. Se tuvo que acudir entonces a la restricción de liquidez y a un aumento gradual en las tasas de interés para reducir el crecimiento en la cartera a partir de 1994.

Ello se explicó claramente en el Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso en julio de 1994, el cual decía:

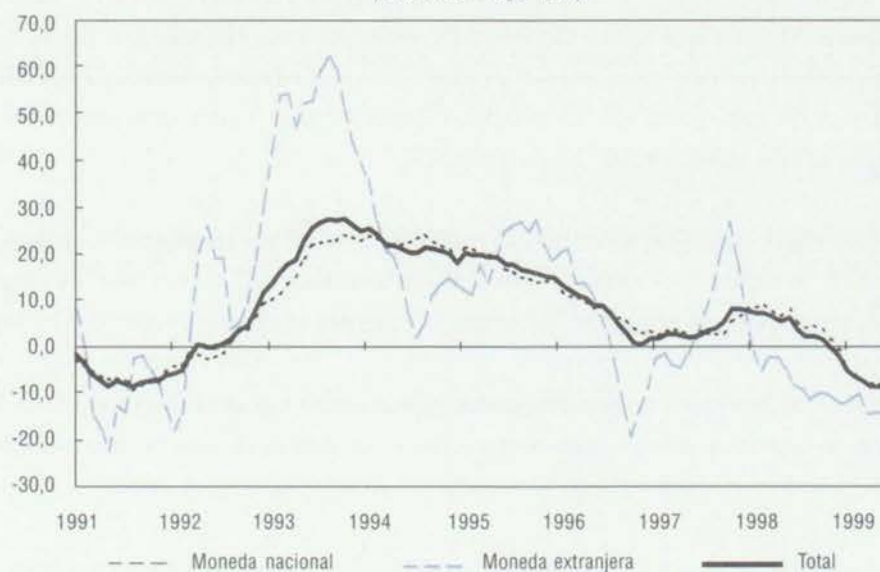
“Frente al comportamiento registrado por la cartera, el cual resulta superior al coherente con el logro de la meta inflacionaria, la Junta Directiva no permaneció pasiva. En primer lugar, mediante su Resolución 6 de marzo 15 de 1994, fijó un tope máximo al crecimiento mensual de la cartera con el fin de que ésta creciera a tasas más acordes con las pautas dictadas por la programación. Sin embargo, la efectividad del control a la cartera no fue la esperada, lo cual hizo necesario hacer efectivas decisiones que se tomaron paralelamente, tendientes a corregir los excesos de liquidez de la economía. En efecto, a partir de principios de mayo, el Banco de la República ha intervenido en el mercado monetario elevando en cerca de 3 puntos las tasas de interés de las operaciones de mercado monetario”.

El aumento en las tasas de interés a partir de mayo de 1994 llevó, con un rezago, a la caída en la tasa de crecimiento de la cartera, como se observa en el Gráfico 16. Sin embargo, el efecto de los aumentos en tasa de interés sobre el crecimiento de la cartera es gradual, y dicho aumento además de reducir la cartera, también crea factores de riesgo para su deterioro.

Por lo tanto, vale la pena considerar otro tipo de políticas para evitar que un crecimiento excesivo en el crédito hipotecario lleve a una burbuja especulativa en finca raíz.

En primer lugar, la Superintendencia Bancaria debe estar muy vigilante de que las entidades financieras no creen sistemas de amortización con cuotas crecientes en términos reales. No se deben reversar las prohibiciones, hoy en vigor, a los sistemas de cuotas mínimas. Esta recomendación es importante, pues la tentación que tienen los gobiernos para crear empleo en construcción es grande, y reducir la cuota inicial es un sistema efectivo para lograrlo.

Gráfico 16
Cartera del sistema financiero
 Tasas de crecimiento real anual
 (Enero 1991-Mayo 1999)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

En segundo lugar, la Superintendencia debe establecer normas claras sobre la máxima proporción que se puede financiar de una obra. Dada la volatilidad de los precios de la finca raíz y la vivienda, no se deberían autorizar financiaciones de más del 65% de los proyectos.

En momentos en que el crédito hipotecario esté creciendo muy rápidamente y los costos de construcción también, las autoridades podrían considerar un aumento en la cuantía de capital de riesgo de la entidad financiera que se le debe asignar a los nuevos préstamos hipotecarios.

La buena información también es esencial. Las autoridades deben tener estadísticas corrientes sobre precios de finca raíz, y de la cuantía que las entidades financieras tienen en préstamos hipotecarios en general.

La autoridad monetaria también debe estudiar cómo hacer posible límites al crecimiento de ciertos tipos de cartera, sin que se creen graves distorsiones en los mercados. En situaciones como las presentadas en 1993-1994, límites bien diseñados al crecimiento de cartera pueden ser un instrumento válido de protección al sistema financiero.

V. CONCLUSIONES

En muchos países se presentan crisis en los mercados de finca raíz que generan costosas crisis financieras. Estas crisis tienen muchas causas, pero el aumento en las tasas de interés es sólo una de ellas y tal vez no la más importante. Por otra parte, todas las crisis han estado precedidas de un aumento excesivo en el crédito hipotecario y un crecimiento no sostenible en los precios de la finca raíz.

Evitar estas burbujas especulativas en finca raíz es necesario, pues su desaparición siempre ocasiona graves traumatismos en el sector financiero, con altos costos sociales. El tema, sin embargo, no es de fácil manejo. Recientemente, en los bancos centrales de la OECD se ha debatido mucho sobre si un banco central debe garantizar estabilidad en el índice de precios al consumidor solamente, o si también debe ocuparse de la estabilidad de los precios de activos como finca raíz o acciones.

Si bien aunque se reconoce que todas las burbujas especulativas en finca raíz y otros activos se alimentan con crecimientos anormales en la cantidad de dinero y el crédito, entidades como el Federal Reserve han sido renuentes a manejar la política monetaria con el objetivo de estabilizar los precios de los activos.

Aunque las bonanzas en los precios de las acciones pueden generarse por aceleraciones en la productividad de las empresas, los rápidos aumentos en los precios de finca raíz tienen una relación más estrecha con fenómenos monetarios y crediticios. Para evitar burbujas especulativas en finca raíz, y las crisis financieras que éstas generan, tiene lógica evitar el crecimiento excesivo en los agregados monetarios y crediticios.

En el caso colombiano, el intento de evitar la revaluación del peso comprando el banco central reservas internacionales llevó a un crecimiento monetario y crediticio excesivo en 1992 y 1993, el cual pudo alimentar la burbuja especulativa en finca raíz. En el futuro, este tipo de política debe evitarse. Aunque muy criticada, la política de aumentar las tasas de interés en 1994 evitó mayores descalabros. Se podría argumentar que el endurecimiento de la política monetaria ha debido iniciarse antes.

Pero dadas las fallas en el mercado de tierra y crédito hipotecario, también se deben tomar otras medidas prudenciales, como las descritas en esta Nota, para evitar que el crédito hipotecario se desboque.

Vale la pena anotar, sin embargo, que al Banco de la República se le ha criticado por dejar crecer en demasía los agregados monetarios en 1992-1993, y al mismo tiempo por haber permitido que la tasa real de cambio se revaluara. Estas críticas son absurdas, pues no haber comprado reservas habría llevado a una mayor revaluación. Aunque también ha sido muy criticada, la política actual de no intervenir activamente en la fijación de la tasa de cambio facilita un mejor control monetario, y evitará en el futuro crecimientos excesivos en los agregados monetarios que pudieran alimentar otra burbuja especulativa en finca raíz.

Un banco central debe entonces no sólo adecuar la política monetaria a la estabilidad de los precios al consumidor, sino que también debe buscar un crecimiento razonable en los precios de los activos.

*Miguel Urrutia Montoya**
Gerente General

- * Las opiniones de esta Nota Editorial no comprometen a la Junta Directiva y son de la responsabilidad del Gerente General.

NOTAS

- ¹ Richard J. Herring and Susan M. Wachter, "Real Estate Booms and Banking Busts-An International Perspective". Group of Thirty, Occasional Paper 58, (Washington D.C., 1999).
- ² Se sabe que algunos bancos colombianos tramitaron en sus sucursales en el exterior préstamos hipotecarios en divisas para clientes colombianos.
- ³ Véase, por ejemplo, la ponencia de Alberto Carrasquilla en el Simposio de Mercado de Capitales, noviembre de 1994, y la Nota Editorial de junio 1995.