

REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

Bogotá, D. C., abril
de 2007 - Núm. 95

EDITORIA:
Diana Margarita Mejía A.

ISSN
0124-0625

REPORTES DEL EMISOR es una publicación del Departamento de Comunicación Institucional del Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

REPORTES DEL EMISOR puede consultarse en la página electrónica del Banco de la República: http://www.banrep.gov.co/publicaciones/pub_emisor.htm

Diseño:
Asesores Culturales Ltda.



Provisiones contracíclicas para el sistema financiero colombiano*

La estrecha relación existente entre el desempeño del sistema financiero y el del sector real se manifiesta en la prociclicidad del mercado de crédito¹. En períodos de expansión económica esto se refleja en crecimientos altos en la cartera de créditos, un entorno optimista donde suelen presentarse precios altos en los activos y el relajamiento en las políticas de otorgamiento del crédito. A medida en que se deterioran los indicadores y la capacidad de pago de los deudores, se materializan los riesgos adquiridos en la fase expansiva. En Colombia el comportamiento histórico de las provisiones de cartera de las entidades financieras ha mostrado ciclos de bajas provisiones, acordes con un favorable comportamiento económico, seguido por fuertes provisiones cuando se revierte el ciclo económico, propiciando el debilitamiento del estado de pérdidas y ganancias (P y G) y el quebranto patrimonial de algunas entidades (Gráfico 1). El objetivo de las provisiones contracíclicas es mantener un nivel de provisiones de P y G a cartera estable a lo largo del ciclo

crediticio, evitando el alto nivel registrado para esta relación durante la fase recesiva del ciclo y el bajo nivel de la parte expansiva.

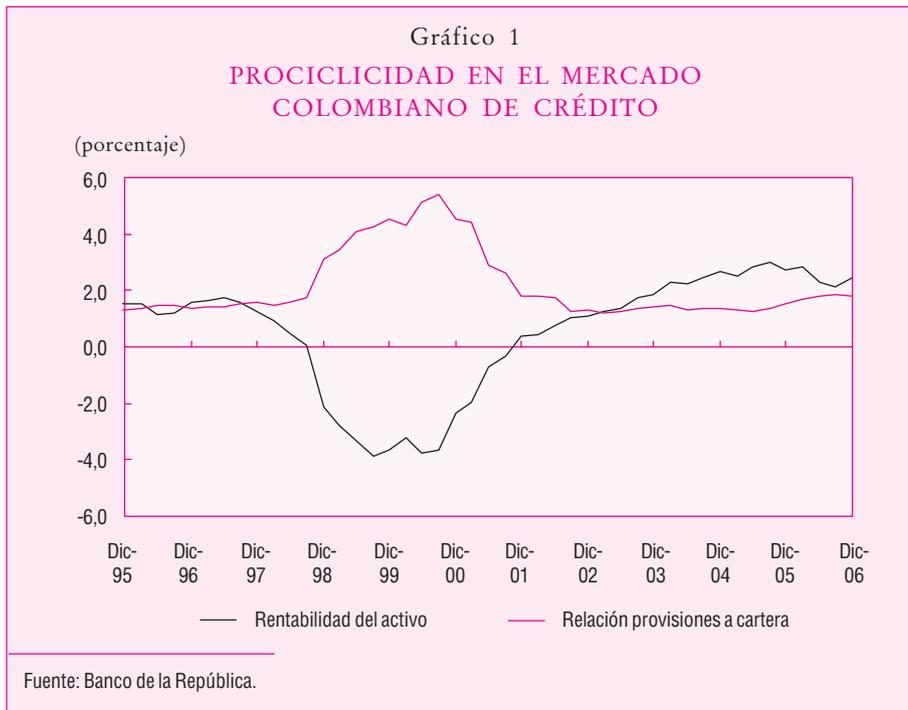
La Superintendencia Financiera de Colombia propone aplicar un esquema de provisiones contracíclicas con base en el modelo implementado en España en el año 2000². La provisión contracíclica se calcula como la diferencia entre las provisiones específicas del período y las de largo plazo³; de esta forma, cuando el nivel de provisiones específicas a cartera es menor al promedio histórico (lo que usualmente ocurre en la parte expansiva del ciclo o auge económico), la provisión contracíclica será positiva y se acumulará a un fondo que se establece en el balance

* Artículo publicado en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, marzo de 2007, disponible en: http://www.banrep.gov.co/documentos/junta-directiva/informe-congreso/2007/congreso_mar_07.pdf

¹ Para una explicación más amplia acerca de la naturaleza procíclica del crédito y la aplicación del sistema de provisiones contracíclicas, véase Martínez, Pineda y Salamanca (2005).

² A este respecto hay un proyecto, a manera de circular reglamentaria, en la página electrónica de la Superintendencia Financiera de Colombia.

³ Cuando se habla de provisiones específicas nos estamos refiriendo a las provisiones específicas netas de recuperación, no a las voluntarias, del P y G, a menos que se especifique otra cosa.



propuesta combina las ventajas del sistema de provisiones contracíclicas con la estabilización en el crecimiento del crédito, dos objetivos consistentes con la estabilidad del sistema financiero.

El modelo de provisiones contracíclicas propuesto retiene utilidades en la fase expansiva del ciclo y permite la utilización de estos fondos en la parte recesiva; al final, el valor neto de las provisiones contracíclicas será cero, y el gasto en provisiones específicas como porcentaje de la cartera a lo largo del ciclo será estable. Incluyendo un componente que desestime el rápido crecimiento en cartera, las entidades con crecimientos acelerados en el crédito deberán constituir más rápidamente el fondo contracíclico. Al reducir la prociclicidad en las utilidades, y dando estabilidad al crecimiento del crédito de la entidad, se brinda mayor estabilidad al sistema financiero (propiedad deseable para el regulador) y menor incertidumbre con respecto a los dividendos o rentabilidad futura (deseable para el accionista). ■

de la entidad. Cuando las provisiones específicas tienden a ser mayores a las históricas, se desacumula de este fondo del balance (provisiones contracíclicas negativas).

Las provisiones anticíclicas desestiman indirectamente el crecimiento de la cartera; sin embargo, también es posible incorporar dentro del modelo el objetivo explícito de estabilización del crecimiento del crédito. Este objetivo también es deseable en la medida en que los crecimientos atípicos del crédito preceden las fases descendentes del ciclo crediticio (Borio y Lowe, 2002). La reducción temprana de altos crecimientos en el crédito previenen deterioros posteriores en la calidad de la cartera, la rentabilidad y la estabilidad del sistema financiero. Desde este esquema las entidades acumulan provisiones contracíclicas adicionales en

forma proporcional a la diferencia entre el crecimiento observado en cartera y su crecimiento promedio histórico. Al incluir un desestímulo directo al crecimiento del crédito en el modelo de provisiones contracíclicas, se acelera el nivel de provisiones requeridas a las entidades con crecimientos rápidos en su cartera; por tanto, las entidades con crecimientos rápidos en cartera deberán llenar el fondo contracíclico de una manera más rápida que el resto. Esta

Sobrevaloración en el precio de los activos*

Una de las principales fuentes de inestabilidad económica y financiera radica directa e indirecta-

mente en los ciclos de los precios de los activos y el crédito. La literatura especializada en el

tema¹ parece coincidir en que el desequilibrio en alguna de estas variables (visto como subidas súbitas seguidas de correcciones a los niveles originales) por sí solo no es la causa de la inestabilidad financiera que se presenta en los mercados, por lo que la realización *conjunta* de desequilibrio en dichas variables financieras debe monitorearse.

El mecanismo a través del cual los desequilibrios en estas variables pueden terminar afectando la estabilidad del sistema financiero es conocido como el acelerador financiero. En momentos de condiciones macroeconómicas favorables las expectativas de los agentes son muy optimistas con respecto a sus flujos de ingreso esperados, generando, así, aumentos en los precios de los activos². Ante dicho incremento, tanto los hogares como las firmas percibirían un aumento de su riqueza, alterando su patrón de consumo (inversión) y sus necesidades de financiamiento; adicionalmente, el incremento en el valor de los activos contribuye a que los colaterales requeridos a la hora de financiarse sean mejores, y por ende, conlleva a mayores niveles de crédito. El aumento en los recursos disponibles en la economía estimula la demanda y genera incrementos adicionales en los precios de los activos, reforzando así el efecto inicial.

Si el incremento inicial en los precios de los activos no está sustentado en expectativas de rentabilidad

futura plausibles, los agentes eventualmente revisarán sus pronósticos iniciales, corrigiendo los precios a la baja. En ese momento la riqueza de hogares y firmas disminuye, así como su habilidad para conseguir nuevos créditos, afectando severamente las decisiones de gasto de ambos agentes y la estabilidad financiera y macroeconómica.

Dado esto, se hace necesario monitorear el comportamiento conjunto de estas variables, para verificar si posibles incrementos en el precio de los activos se reflejan en un mayor endeudamiento, lo que podría comprometer la capacidad de pago de los deudores de darse un revés en la situación actual. La presente sección se centra en buscar evidencia de sobrevaloración en el precio de los activos en Colombia tanto para el mercado hipotecario como para el de valores, a la vez que se analiza el crecimiento del crédito a través de la razón crédito / PIB³.

1. Crédito

Para analizar el comportamiento actual del crédito total, las carteras de consumo e hipotecaria, y los desembolsos de esta última, se utiliza un filtro de Hodrick y Prescott, el cual estima la tendencia suavizada de largo plazo de estas series⁴. Dicha tendencia se compara con el nivel observado del indicador, para así calcular la desviación de cada serie con respecto a su valor de largo plazo.

Los gráficos 1 y 2 muestran que, en promedio, la cartera total y la cartera de consumo como porcentaje del PIB se encontraron 8% y 12% por encima de su valor de largo plazo durante 2006. Lo anterior representa un ligero incremento frente al promedio observado en el período que antecedió la crisis financiera de 1999 (7,8% y 11,4%, respectivamente).

Por su parte, la cartera hipotecaria presenta una desviación promedio frente a su tendencia de 30% durante 2006, lo cual es incluso superior a lo observado en el período 1997-1998 (8%) (Gráfico 3). Lo anterior ocurre por dos razones: en primera medida, la recuperación de esta cartera se dio desde mediados de 2006, por lo que es de esperar que el valor de largo plazo calculado esté sesgado a un nivel inferior al que se pueda esperar en los próximos

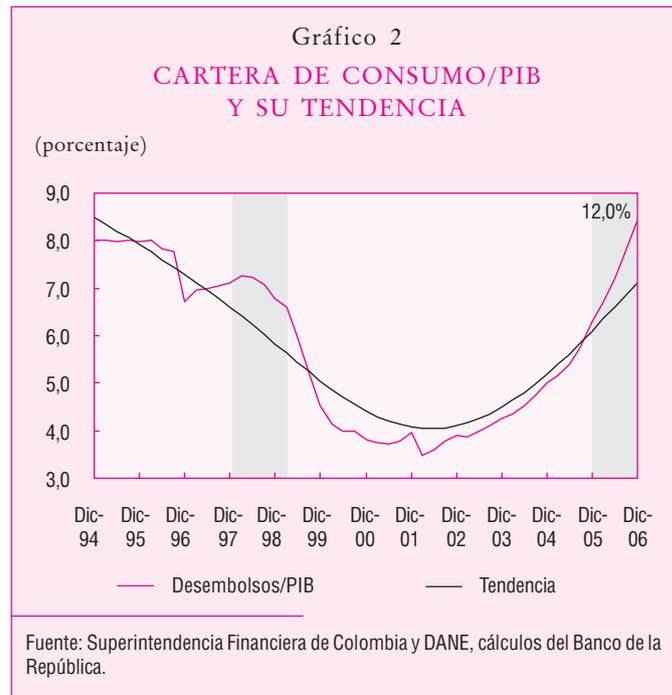
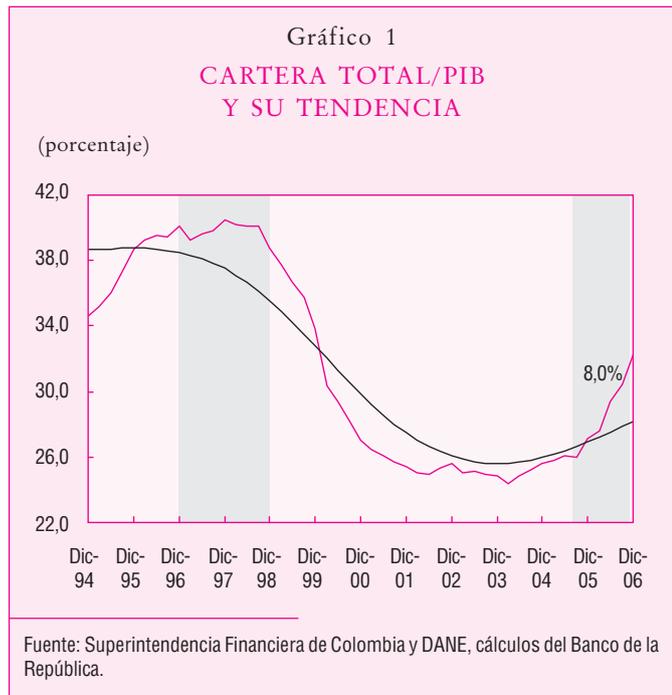
* Artículo publicado en el *Reporte de Estabilidad Financiera*, marzo de 2007, disponible en: <http://www.banrep.gov.co/documentos/publicaciones/report_estab_finan/2007/mar_07.pdf>

¹ Véase, entre otros, Borio y Loewe (2002) «Imbalances or 'Bubbles'? Implications for Monetary and Financial Stability», *Asset Price Bubbles*, MIT Press; Londres, y Sopanha (2006) «Capital Flows and Credit Booms in Emerging Market Economics», *Financial Stability Review*, núm. 9.

² Es importante anotar que en el caso acá referido el incremento en los precios se da porque los agentes esperan un comportamiento determinado de los ingresos futuros. Si sus expectativas son acertadas, entonces el incremento en los precios habrá respondido a un cambio en los fundamentales que lo determinan, de lo contrario, la subida es una desviación del valor determinado por los fundamentales, lo cual se conoce comúnmente como una *burbuja* en los precios de los activos.

³ Se excluye el análisis del precio de los títulos de deuda pública TES, debido a su poca participación en la riqueza total de los hogares y las firmas, caso contrario a la vivienda y las acciones.

⁴ Se utilizan las series de cartera total y cartera de consumo como porcentaje del PIB desde diciembre de 1994 a diciembre de 2006.



meses; en segunda instancia, el rápido crecimiento de este indicador está asociado con la fuerte dinámica de los desembolsos, los cuales se encuentran cerca de 25% por encima de su valor de largo plazo, aunque aún lejos de los niveles observados antes de la crisis, que incluso superaron el 100% en algunos trimestres (Gráfico 4).

2. Mercado hipotecario⁵

Para detectar posibles sobrevaloraciones en el mercado hipotecario se construyen dos indicadores: i) la razón entre el índice de precios de vivienda nueva (IPVN), del Departamento Nacional de Planeación (DNP), y el índice de arriendos del Banco de la República⁶ (*price to earnings*), y ii) se le aplica un filtro de Hodrick y Prescott a la serie de precios de

vivienda para detectar desviaciones frente al valor de largo plazo.

En el Gráfico 5 se ilustra el primero de estos indicadores en términos de su desviación sobre el promedio de la muestra. El valor del indicador se encuentra en niveles cercanos al promedio de largo plazo desde 2004, aunque a partir de agosto de 2006 presenta una leve tendencia positiva y en octubre alcanza un nivel de sobrevaloración cercano al 3,5%. Este nivel no es significativo si se compara con los observados entre 1994 y 1995 (cerca de 30%); sin embargo, la tendencia actual del indicador podría ser muestra de un efecto rezagado del crecimiento de la cartera hipotecaria sobre el precio de la vivienda. Es necesario tener en cuenta que estos resultados deben tomarse con cautela, ya que

para la construcción de esta razón se toma información agregada.

El segundo indicador se presenta en el Gráfico 6, en donde se muestra que el IPVN se encuentra en niveles cercanos al de largo plazo: es interesante notar que ambos indicadores coinciden en los altos niveles de los precios de vivienda en el período 1995-1997, así como en la convergencia al nivel de largo plazo en los últimos años.

3. Mercado bursátil

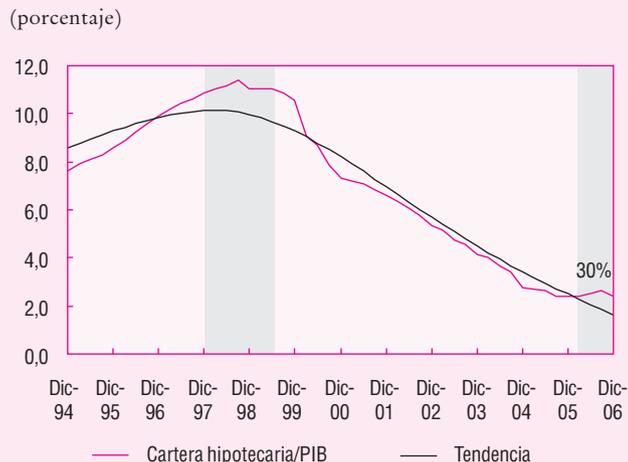
Para evaluar la existencia de sobrevaloración en el mercado bursátil,

⁵ En esta edición no se incluye información con respecto a una sobrevaloración en el índice del precio de la vivienda usada (IPVU), por no contar con información distinta a la presentada en la pasada edición del *Reporte de Estabilidad Financiera*.

⁶ El índice de arriendos corresponde al componente de vivienda del IPC.

Gráfico 3

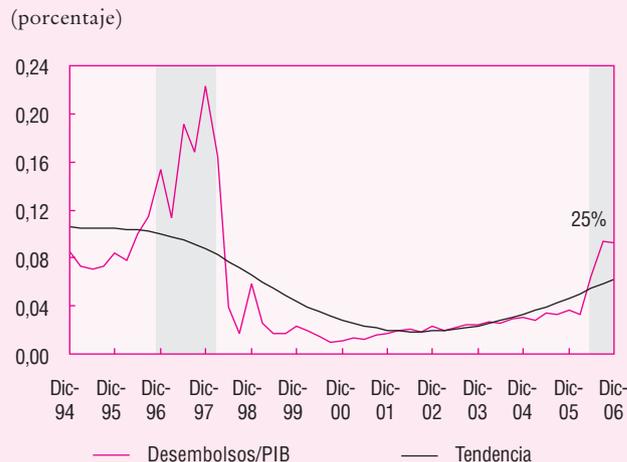
CARTERA HIPOTECARIA/PIB Y SU TENDENCIA



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4

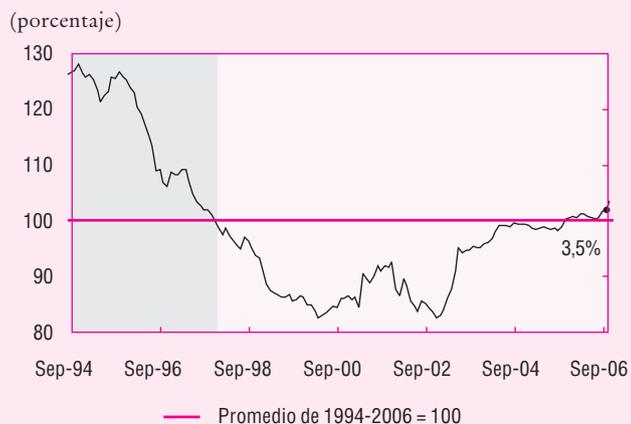
DESEMBOLSOS/PIB Y SU TENDENCIA



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE e ICAV, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 5

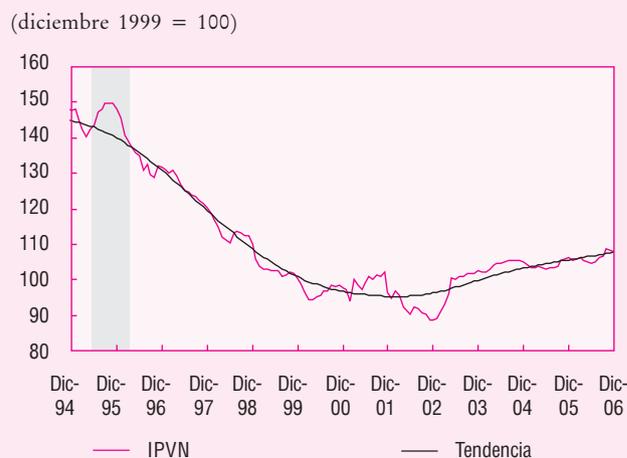
RAZÓN DE PRECIOS DE VIVIENDA NUEVA A ARRENDAMIENTOS



Fuente: DNP y Banco de la República, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 6

IPVN Y SU TENDENCIA



Fuente: DNP, cálculos del Banco de la República.

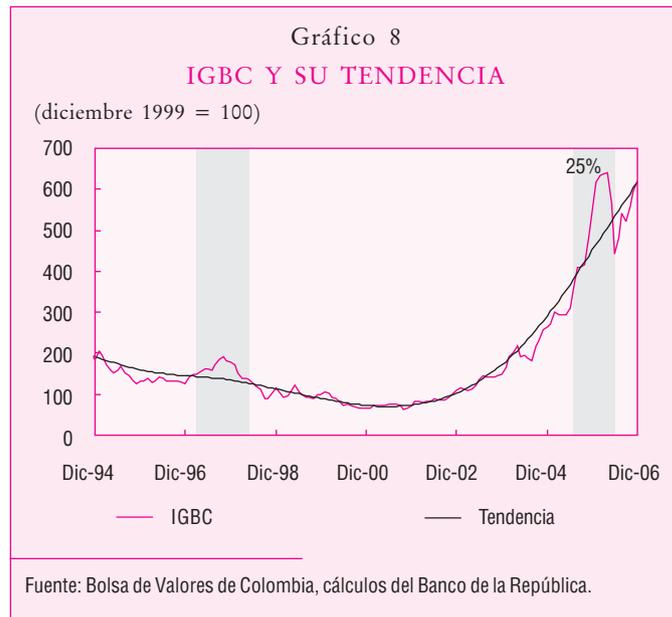
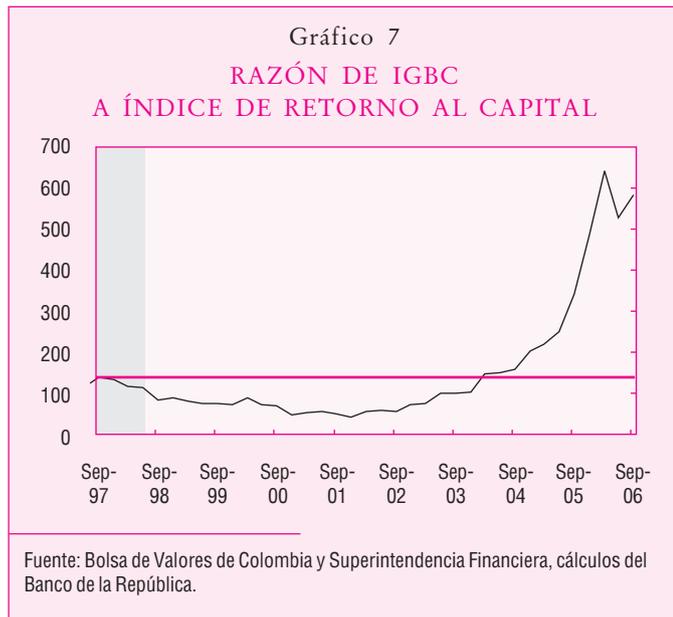
se utiliza la razón entre el índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) y un indicador de retorno del capital de las firmas cotizantes⁷ (Gráfico 7).

En el Gráfico 7 pueden observarse los importantes niveles de sobre-

valoración que se vienen registrando desde comienzos de 2005, alcanzando su máximo durante el primer trimestre de 2006, para luego presentar una caída durante el segundo trimestre, a causa de la incertidumbre sobre los aumentos

de la tasa de interés en los Estados Unidos y el consecuente desplome de las principales bolsas del mundo. Aunque a finales del año

⁷ La metodología que describe el cálculo de este indicador se encuentra en la edición de septiembre de 2006 del *Reporte de Estabilidad Financiera*.



el indicador vuelve a aumentar, los niveles de sobrevaloración deben leerse con cautela, ya que este indicador tiene algunos supuestos y limitaciones inherentes a su forma de cálculo⁸.

Adicionalmente, se aplica el filtro de Hodrick y Prescott al IGBC para contrastar el nivel de este índice con su tendencia de largo plazo: los resultados arrojan una sobrevaloración cercana al 25% en el período comprendido entre diciembre de 2005 y mayo de 2006. Esta tendencia se revirtió a comienzos del segundo semestre, cuando el IGBC se ubicó, inclusive, por debajo del nivel de largo plazo, para luego converger lentamente a éste en los últimos meses de 2006 (Gráfico 8).

Es interesante notar que ambas metodologías mostraban altos niveles de sobrevaloración en 2005, algo que había sido destacado en

pasadas ediciones del *Reporte de Estabilidad Financiera*.

4. Conclusiones

En síntesis, los resultados sugieren que el mercado hipotecario no presenta aún niveles de sobrevaloración significativos a nivel agregado; sin embargo, es importante señalar que, si continúa la tendencia creciente en la cartera hipotecaria y en los desembolsos para vivienda, se podría afectar eventualmente el precio de la vivienda. Con respecto al mercado de valores, si bien las metodologías difieren con respecto al grado de sobrevaloración presente en 2006, ambas coinciden en los altos niveles existentes en 2005, a la vez que esquematizan el efecto que tuvo la volatilidad del segundo semestre sobre estos activos. A futuro, el desempeño del mercado bursátil estará sujeto a la volatilidad de

los mercados internacionales, así como al grado de aversión al riesgo de los inversionistas y el comportamiento de la inflación local.

Cabe resaltar que todos los indicadores de cartera muestran niveles importantes de desviación frente al nivel de largo plazo en 2006, lo cual corrobora lo que se ha dicho en el presente *Reporte de Estabilidad Financiera* con respecto al vigoroso crecimiento de la cartera de créditos y la necesidad de monitorear esta tendencia de cerca. ■

⁸ Entre las principales limitaciones se tiene que, i) el indicador incluye todo el período de crisis y solo parte de la fase ascendente del ciclo, lo que sesga el promedio de largo plazo a niveles inferiores a los que se tendrían con un ciclo económico completo, ii) a lo largo de la muestra, las firmas utilizadas para el cálculo del indicador han cambiado de manera importante, dada la entrada y salida de firmas al mercado bursátil local, lo que hace que la comparación entre distintos periodos no sea muy precisa y iii) el comportamiento alcista de la bolsa de valores también responde a la mayor profundización de este mercado en un contexto de alta liquidez mundial.