

FINANCIAL SERVICES

# La inflación y su impacto en el crédito hipotecario

ADVISORY

[kpmg.com.ar](http://kpmg.com.ar)



EN  
VENTA

## Contenido

Introducción 3

La evolución del crédito hipotecario 3

La evolución del precio de las propiedades 4

La restricción financiera para la compra de inmuebles 5

El rol de la inflación en la restricción financiera 6

Reflexiones finales 7

Acerca del Foro de Servicios Financieros de KPMG en Argentina 9



# La inflación y su impacto en el crédito hipotecario

## Introducción

Entre otras consecuencias nocivas para el funcionamiento de la economía y la equidad social, la inflación afecta la configuración de los contratos financieros y su duración. Y son especialmente los compromisos financieros de largo plazo los más afectados, dado que la incertidumbre sobre el nivel de precios futuro se incrementa rápidamente cuanto más a futuro se mire. En Argentina ya hemos vivido episodios hiperinflacionarios que hicieron desaparecer los mercados intertemporales de mediano y largo plazo, e incluso impactaron en diversos mercados spot (por ejemplo, cuando diversos negocios minoristas ponían el cartel "Cerrado por falta de precios"). Sin llegar a ese extremo, en la década del 70, Estados Unidos fue testigo de la desaparición del mercado de Treasuries de 30 años, así como también el mercado de hipotecas a ese plazo con tasa fija. Y la tasa de inflación no había superado el 15%. Por ende, la inflación es una variable crucial en la prima de riesgo temporal, que eleva la pendiente de la curva de rendimientos y, eventualmente, hace desaparecer paulatinamente los puntos, desde los más lejanos hasta lo más cercanos.

El mercado inmobiliario, por otro lado, está siendo afectado por factores independientes (o al menos, con vínculos indirectos) los cuales están elevando el valor de las propiedades. Dejando de lado cuáles son estos factores para centrarnos en el aspecto financiero, lo cierto es que la relación precio/salario se incrementó de manera notable en los últimos años y ello determinó que este cociente emergiera como un problema "estructural" de la falta de acceso de crédito hipotecario, teniendo en cuenta el requisito de un valor de entre 30-35% establecido habitualmente por los bancos para la relación cuota/ingreso.

Estos dos fenómenos más o menos independientes conforman un combo que ayuda a entender gran parte de la falta de dinamismo del crédito hipotecario, incluso en el marco de una evolución del crédito total, al menos en el flujo, más vigoroso. Este informe persigue el objetivo, precisamente, de entender y cuantificar este fenómeno, resaltando el efecto de la inflación sobre el mercado del crédito hipotecario, ya sea a través del acortamiento de plazos (y el incremento de la cuota) por efecto de la incertidumbre como de, fundamentalmente, la imposibilidad de estructurar un sistema de cuota

creciente en ausencia de instrumentos indexados.

## La evolución del crédito hipotecario

Desde la salida de la recesión de 2009, los préstamos hipotecarios están creciendo a una tasa interanual sensiblemente menor a la del total de préstamos al sector privado, que ya vuelve a alcanzar niveles cercanos al 40%, si bien apenas supera el crecimiento del PBI nominal.

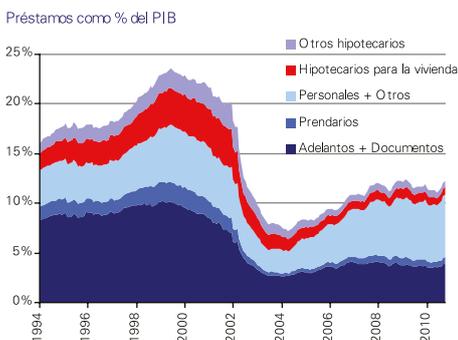


Y dentro de este magro desempeño, el crédito hipotecario para la vivienda se encuentra todavía más rezagado que el utilizado para garantizar operaciones comerciales. Luego de un año de

caídas nominales, los préstamos para la vivienda apenas retomaron levemente el crecimiento desde mediados del año 2010, alcanzando en octubre un incremento nominal interanual de sólo 2,4%.



Ampliando la dimensión temporal para efectuar una comparación histórica, vemos que una de las líneas más afectadas desde la crisis de 2001-2002 fue precisamente la de préstamos hipotecarios para la vivienda. De alcanzar más de un 4% del PIB en el año 2001, esta línea se ubicó casi siempre (con excepción de unos meses en el 2008) por debajo del 1%, mostrando un valor de 0,7% en septiembre de 2010. Por el contrario, los préstamos personales junto con el financiamiento por tarjetas de crédito ya superaron los máximos alcanzados en la Convertibilidad. En septiembre de 2010, estos préstamos superaron el 4,2% del PIB mientras que en la década anterior nunca habían superado el 3,4%<sup>1</sup>.



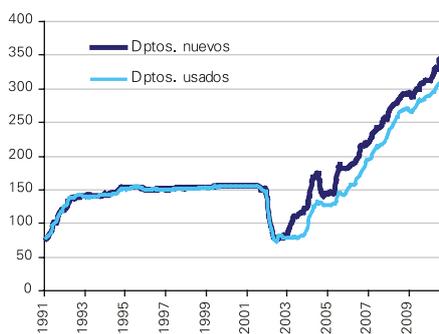
<sup>1</sup> En el gráfico, la franja correspondiente a Personales + Otros refleja también el incremento de la prefinanciación de exportaciones.



## La evolución del precio de las propiedades

Los inmuebles se han valorizado en dólares, con una tendencia relativamente uniforme, desde la crisis de 2001/2002, más que duplicando el valor vigente en la Convertibilidad durante el año 2010<sup>2</sup>.

Precios de departamentos en zona norte de CABA  
En USD - 1991=100



Fuente: Centro de Estudios Avanzados, Instituto de Economía UADE

Dentro de los factores que explican este comportamiento tan exacerbado se encuentran i) la percepción de que el mercado bancario y de capitales no sirve para emerger como una alternativa para el ahorro de los

<sup>2</sup> En todo el informe expondremos indicadores estandarizados de precios de inmuebles de la zona norte de la CABA, obtenidos del Instituto de Economía de la UADE. Por supuesto, en la realidad se han observado variaciones de precios muy heterogéneas por barrio, e incluso dentro de un mismo barrio, heterogeneidad que hacemos a un lado para un análisis más sencillo y claro.

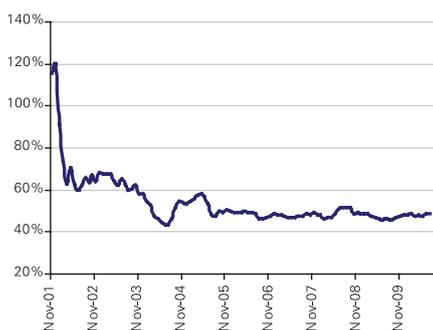
argentinos (por incumplimientos sistémicos de los contratos financieros en el pasado o por decisión de política monetaria, convalidando tasas reales negativas que impiden la cobertura del poder adquisitivo del stock acumulado de ahorros), y ii) la rentabilidad extraordinaria de parte del sector agroexportador, ya sea por la devaluación inicial post-crisis como por aumentos de los precios internacionales de los *commodities*, que se volcó, en el marco del punto i), a la compra de inmuebles, fundamentalmente en la CABA pero también en otras ciudades, como modo de inversión.

Con la devaluación de 2002, la caída de los precios en dólares de los inmuebles no fue suficiente para compensar la intempestiva desvalorización del peso contra el dólar, con lo que finalmente los precios de los inmuebles medidos en pesos subieron vigorosamente, al igual que su relación con el salario vigente<sup>3</sup>. Cuando durante los años previos a la crisis el salario promedio mensual servía para adquirir el 100% o más de un metro

<sup>3</sup> Al igual que en el caso de los precios de los inmuebles, dejamos de lado la heterogeneidad en la variación de los ingresos de la población.

cuadrado de un inmueble nuevo en un barrio de la zona norte de la capital, el salario medio pasó a ser un 50% o menos desde el 2004 en adelante.

Es interesante observar que dicha Relación Ingreso / M<sup>2</sup> Para dptos nuevos en barrios de la zona norte de CABA



Fuente: Centro de Est. Avanzados, Instituto de Economía UADE e INDEC

relación se ha mantenido relativamente constante durante todos estos años debido a que los salarios tuvieron un dinamismo similar a la evolución conjunta de los precios en dólares de las propiedades y el tipo de cambio nominal con el dólar. En otras palabras, la fuerte alteración de los precios relativos entre los salarios y el precio de los inmuebles desde los años 90 hasta la actualidad no obedeció a una continua desmejora del cociente por incrementos de los inmuebles en los últimos años sino al cambio ocurrido originalmente en la post-crisis como fruto de la devaluación.

Otro modo de leer estos datos muestra que los inmuebles han servido, hasta el momento, para preservar el poder adquisitivo (aproximado por la variación de los salarios), cosa que no ha ocurrido con la mayoría de los activos financieros, al menos los de menor riesgo implícito.

## La restricción financiera para la compra de inmuebles

¿Cómo hacen (o mejor dicho, *hacían*) España o EEUU para que el crédito hipotecario fuera dinámico? En principio, la estabilidad macroeconómica persistente por muchos años puede reducir los riesgos futuros (o al menos, la percepción de los mismos), materializándose tanto en una reducción de las tasas de largo plazo como en un incremento del porcentaje de financiamiento del valor del inmueble (*loan to value*). Además, la titulización de estos préstamos junto con el desarrollo de derivados (de tasas de interés, *default*, etc.) permite una mayor liquidez de los mismos de manera que el riesgo de liquidez y de tasas se reduce sensiblemente.

Esta es la razón por la cual, en ausencia de estas condiciones, la enorme brecha entre el precio de los inmuebles y los salarios resulta en un factor perjudicial para el desarrollo del crédito hipotecario en Argentina, mientras que esa misma brecha (incluso más amplia) es (*era*) un importante motivo dinamizador del crédito en otras regiones. En esos casos, preservando un ambiente estable y con perspectivas favorables, la única manera de poder acceder a la vivienda era a través de un préstamo a 30 o 40 años.

Y como hemos señalado en la introducción, incluso niveles de inflación moderados son suficientes para hacer desaparecer dichos mercados de largo plazo.

Para entender esto mejor, vayamos a un ejemplo numérico. En la siguiente tabla, se muestra cuál debería ser el valor de una cuota en sistema francés para un préstamo de \$300.000 a un CFT (fijo) de 20% anual<sup>4</sup>. Adicionalmente, se incorpora cuál debería ser el ingreso

necesario para cumplir con un nivel de afectación de cuota/ingreso de 35%.

Meses	Cuota	Ingreso	Relación con ingreso necesario para crédito a 5 años
60	\$ 7,948	\$ 22,709	0.0%
120	\$ 5,798	\$ 16,565	-27.1%
240	\$ 5,096	\$ 14,561	-35.9%
360	\$ 5,013	\$ 14,323	-36.9%
480	\$ 5,002	\$ 14,291	-37.1%

Se observa que extender el plazo de 5 años (60 meses) a 10 años (120 meses) hace una gran diferencia para atraer demanda, dado que la cuota y el ingreso necesario para pagarla se reducen en un 27%. Pasar de 10 a 20 años sigue siendo significativo en cuanto a nivel de cuota, pero plazos todavía mayores no aportan casi nada a las restricciones de ingreso de la demanda.

En este sentido, la extensión de plazos no es suficiente para que el salario promedio permita la compra de, por ejemplo, un inmueble de 65 m<sup>2</sup> (que podría ser un 3 ambientes mediano). Asumiendo un valor para el m<sup>2</sup> de USD 1.740<sup>5</sup>, un tipo de cambio de \$4 por dólar y un *loan to value* de 70%, ni siquiera un préstamo a 100 años permitiría que un sueldo familiar de \$15.000 mensuales alcance el porcentaje de 35% de afectación del ingreso, dado el CFT de 20% anual. Es útil recordar que, según la EPH del tercer trimestre de 2010, el ingreso familiar medio del decil más rico fue de menos de \$13.000.

Por supuesto, el análisis podría cambiar sensiblemente si aplicamos el valor del m<sup>2</sup> en otros conglomerados del país, pero la lógica seguiría siendo la misma no sólo por la magnitud de la brecha financiera que estamos mostrando, sino también por el hecho de que seguramente los ingresos familiares también sean inferiores en esos conglomerados en relación con la CABA.

<sup>4</sup> Más allá de la utilización del sistema francés para la determinación del pago de amortizaciones e intereses, se asume, para simplificar, que la cuota final que incluye el costo del seguro y los gastos administrativos también es constante, algo que no sucede habitualmente en la práctica.

<sup>5</sup> Es el valor promedio para departamentos usados a julio de 2010, en los barrios de la CABA con volumen representativo de oferta, según el Instituto de Economía de la UADE.

A fines del 2001, por el contrario, el valor del m<sup>2</sup> en los barrios seleccionados, según la misma fuente, era de USD 830. Con el mismo CFT, *loan to value* y porcentaje de afectación, un préstamo a 20 años era suficiente para que el salario familiar medio del decil 9 pudiera acceder al mismo. Asimismo, como el CFT era (para un préstamo en dólares) de aproximadamente 13% anual, el ingreso necesario era de apenas \$1.260, similar al de la media del decil 8, y apenas superior al promedio de los salarios del país.

Creemos que éste es un factor de demanda importante en la diferencia de desempeño de los préstamos hipotecarios en estos dos períodos, y porque atañe directamente a una estructura de precios relativos (entre salarios e inmuebles) que, como dijimos, se ha mantenido relativamente constante en los últimos años luego de la devaluación, podemos decir que ésta es la restricción “estructural” de la ausencia de crédito hipotecario.

### El rol de la inflación en la restricción financiera

Ya dijimos que la inflación afecta la duración de los contratos financieros pero, como también señalamos en el apartado anterior, la extensión de plazo está jugando un rol secundario en las restricciones de liquidez de los agentes.

La inflación genera inconvenientes todavía mayores en tanto que las estructuras financieras diseñadas por los bancos tienen, en general, un esquema de cuotas constantes o decrecientes (estas últimas de casi nulo uso en los préstamos hipotecarios, salvo por el efecto leve del costo del seguro y los gastos de administración).

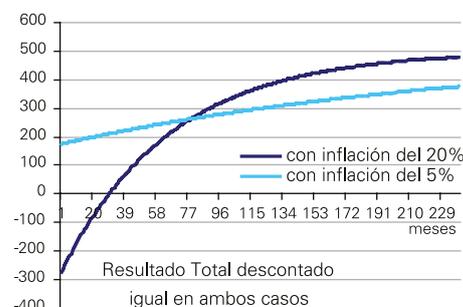
Un sistema francés con cuota fija inhibe la posibilidad de acomodar el flujo de la cuota hipotecaria con el flujo de ingresos futuros (*esperados*) del tomador, con lo cual las primeras cuotas terminan siendo demasiado restrictivas en relación con la verdadera capacidad de pago intertemporal. Por lo tanto,

incluso bajo un sendero de ingresos reales constantes, una inflación más elevada genera una brecha más amplia entre el nivel de ingresos necesario inicial y la holgura de ingresos futura, con lo cual se acota fuertemente el monto del préstamo factible para cada individuo.

El motivo está en que una tasa nominal más alta, que esté en línea con el nivel de inflación vigente, implica necesariamente un egreso más elevado en las primeras cuotas, cuando el ingreso del individuo todavía no creció lo suficiente por los efectos de la inflación. En las cuotas más lejanas, la tasa de interés nominal ya no va a ser tan onerosa en relación con los ingresos que se fueron ajustando con la inflación.

En el siguiente gráfico se muestra precisamente cómo evoluciona el flujo de ingresos y egresos de un individuo, con ingresos por \$1000 y egresos por \$500, que evolucionan al mismo ritmo de la inflación, y el pago de la cuota en sistema francés a tasa fija de un préstamo de \$50.000 a 20 años, con una tasa que equivale al porcentaje de inflación (tasa real 0%), en dos escenarios de inflación. Se ve claramente que las restricciones más fuertes en las primeras cuotas para un escenario de inflación más alta pueden generar un significativo racionamiento de crédito.

Resultado neto mensual real para un tomador en sistema francés - para una tasa real de 0%



En una situación así, la posibilidad de un crédito indexado por inflación o un esquema financiero de tasas crecientes (*step-up*) pueden facilitar el acceso al crédito al acomodar mejor los flujos de ingresos y egresos.





## Reflexiones finales

• Destacamos que hay un problema estructural para la demanda de crédito hipotecario que es la relación precios de los inmuebles y salarios, fruto de la devaluación en 2002. A partir del año 2004, esa relación se viene manteniendo relativamente constante.

• En ese marco, la inflación importa y mucho, pero no tanto por el acortamiento de plazos (el cual no incide mucho en el valor de la cuota) sino por el efecto de la restricción de liquidez en las primeras cuotas. Hay una “sobreactuación” que no se ajusta plenamente a la verdadera solvencia del tomador, es decir, a su capacidad de pago intertemporal. Y el crédito indexado fue aniquilado por el manoseo del CER y por la correlación no perfecta entre ingresos individuales y el índice general de precios en el marco de una fuerte volatilidad de precios relativos.

• En otras palabras, el tomador no siempre va a querer endeudarse en instrumentos indexados cuando la correlación entre los salarios propios y el índice general de precios es percibida como baja (Dreizzen, 1985)<sup>6</sup>. Esto último puede presentarse con mayor frecuencia en contextos de inflación crónica, donde existe una gran variabilidad de los precios relativos y, por lo tanto, los cambios de precios individuales presentan una reducida correlación con la tasa inflacionaria.

• Por otro lado, la tasa variable no necesariamente se acomoda a la capacidad de pago del tomador: tasas altas que reduzcan efectivamente la inflación pueden provocar mayor tensión en la restricción financiera de los agentes en el corto plazo.

• En este sentido, reducir la inflación resulta crucial para el desarrollo del mercado hipotecario y del mercado de capitales en general. Bajo un proceso inflacionario moderado/alto difícilmente el crédito se haga más profundo, incluso con el desarrollo de instrumentos financieros más acordes a dicho proceso.

• Menor inflación y mayor certidumbre sobre los precios relativos pueden incentivar, a la vez, mayores niveles de afectación y un *loan to value* más elevado. Esto redundaría en una mejora en la relación cuota/ingresos. Sería más riesgoso, pero todavía hay margen para que el nivel de riesgo siga siendo acotado.

• Este informe trató fundamentalmente con aspectos de la demanda de crédito, y no abundamos en aspectos que dificultan la oferta: la gestión de riesgos es compleja bajo incertidumbre para las entidades crediticias, los mercados de derivados son, sin dudas, poco profundos, y existen pocos inversores, locales y externos, interesados en eventuales notas estructuradas o cédulas de los bancos, aspecto que se profundizó desde la desaparición de las AFJPs, para nombrar sólo algunos.

• En este sentido, la evolución de crédito hipotecario fue relativamente más vigorosa en bancos públicos, por el mandato de los distintos Estados que poseen su capital. La banca privada, más atenta a las relaciones financieras, estuvo mucho más parada en este segmento, lo cual indicaría que el *cross-selling* asociado no alcanza para que los préstamos hipotecarios sean una línea atractiva.

• Desde el punto de vista de la gestión pública, dejando de lado la obvia atención al proceso inflacionario, los subsidios a la tasa de interés o una cobertura de riesgos subsidiada para los bancos, como se realiza en varios países como Colombia o Chile, pueden llegar a ser efectivos.

• ¿Cómo afectaría un descenso de la inflación en el mercado inmobiliario y en el precio de los inmuebles? Dejamos este punto para un análisis futuro, pero a priori vemos un efecto ambiguo. Por un lado, menor inflación acerca a la demanda de crédito hipotecario por lo descrito anteriormente en relación con el nivel de las cuotas iniciales. Por otro lado, menor inflación y tasas reales positivas harán que algunos agentes no pretendan ahorrar en inmuebles sino en el sistema financiero, con lo cual la demanda mermaría. Dependiendo del uso que haga el sistema financiero de esos fondos adicionales, la demanda de propiedades será mayor o menor a lo que es en la actualidad.

**Este artículo fue elaborado por Ricardo De Lellis junto al equipo de economistas de KPMG en Argentina.**

<sup>6</sup> Julio Dreizzen (1985), “Fragilidad Financiera y Sistemas de Crédito Indexado”, Desarrollo Económico Vol. XXV N° 97 1985.

## Acerca del Foro de Servicios Financieros de KPMG en Argentina

**Foro de Servicios Financieros de KPMG en Argentina** es un sitio de KPMG en Argentina que contiene información relevante vinculada a la industria de Servicios Financieros que abarca desde bancos y otras entidades financieras hasta seguros. El material disponible incluye publicaciones, eventos, noticias vinculadas al sector y podcast elaborados por los profesionales de KPMG, quienes cuentan con una amplia experiencia y conocimiento de la industria de Servicios Financieros. El objetivo del Foro es brindar información de interés a los ejecutivos del sector para que puedan lograr un mayor entendimiento de los temas que afectan al sistema financiero argentino, así como también a la industria a nivel mundial.

**Para más información sobre la práctica de Servicios  
Financieros de KPMG en Argentina contactarse con:**

**Ricardo De Lellis**

**Socio a cargo de Servicios Financieros**

**T:** +54 11 4316 5802

**E:** ricardodelellis@kpmg.com.ar