

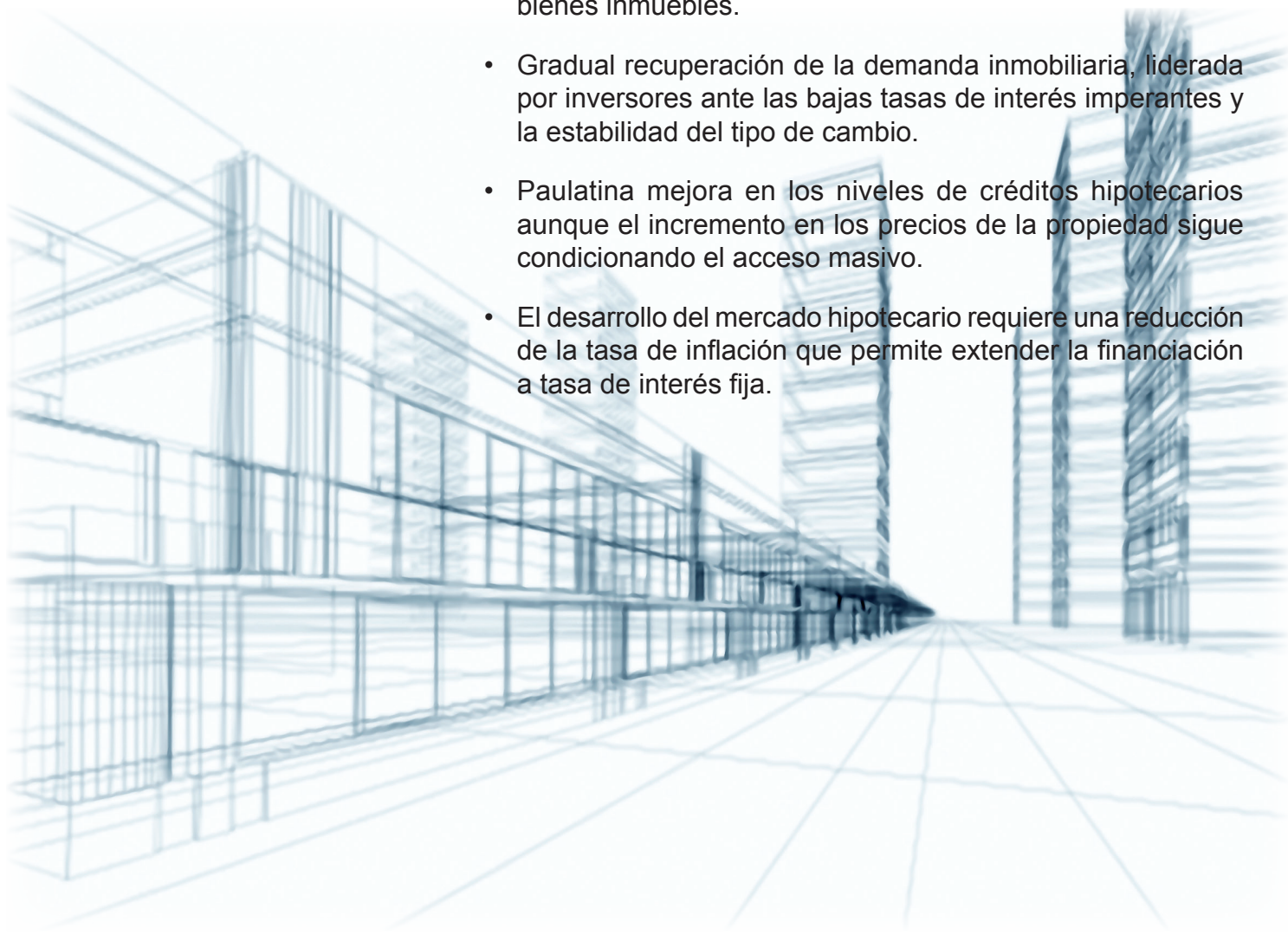
Argentina

# Situación Inmobiliaria

Informe anual 2010

## Análisis Económico

- Señales de recuperación en la construcción de viviendas, aunque el ritmo será menos intenso que en otros ciclos.
- Pese al incremento en los costos internos, principalmente salarios, todavía hay incentivos para ampliar la oferta de bienes inmuebles.
- Gradual recuperación de la demanda inmobiliaria, liderada por inversores ante las bajas tasas de interés imperantes y la estabilidad del tipo de cambio.
- Paulatina mejora en los niveles de créditos hipotecarios aunque el incremento en los precios de la propiedad sigue condicionando el acceso masivo.
- El desarrollo del mercado hipotecario requiere una reducción de la tasa de inflación que permite extender la financiación a tasa de interés fija.



# Índice

1. Se recupera la oferta de viviendas, pero a ritmo lento.....	3
2. Pese a los aumentos de costos, siguen los incentivos a la inversión en construcción .....	4
3. La demanda de viviendas es sostenida por los inversores.....	5
4. Los precios relativos limitan el desarrollo del mercado hipotecario.....	5
5. El desarrollo a mediano plazo requiere una baja de la inflación .....	7

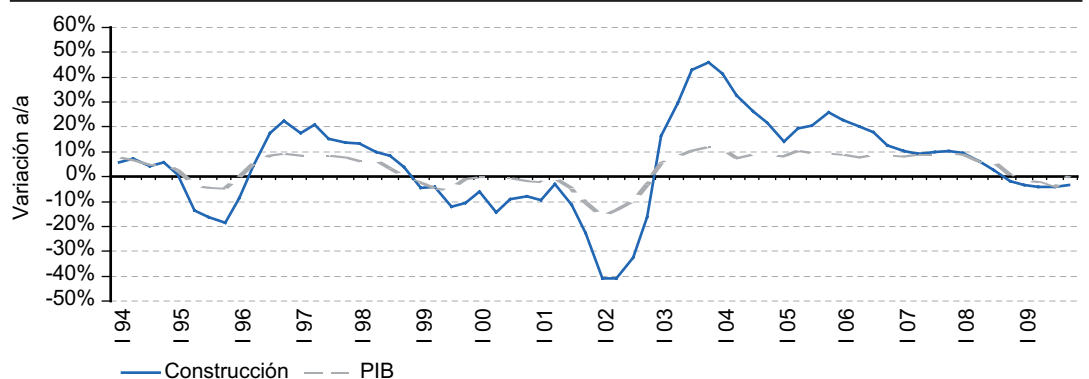
**Fecha de cierre: 22 de junio de 2010**

# 1. Se recupera la oferta de viviendas, pero a ritmo lento

La mayor incertidumbre y la volatilidad financiera resultantes de la crisis internacional de fines de 2008 produjo un retroceso en el PIB de la construcción de 3,8% a/a en 2009. Sin embargo, a diferencia de otros ciclos, el sector no amplificó la caída de la actividad en general (ver Gráfico 1). Esto fue consecuencia, en parte, de la presencia de la inversión pública, tanto en la ampliación de los planes de vivienda como en la realización de distintas obras de infraestructura. El Estado Nacional canalizó a través de la inversión en Viviendas y Obras de Infraestructura Habitacional un total de \$MM 5,3 frente a los \$MM 3,8 de un año atrás, lo que significó casi un 40% de incremento en los recursos asignados. Este impulso equivale al 0,5% del PIB, con un alza del 0,1% con relación al registrado un año atrás. Estimamos que sin los planes de vivienda estatales, la contracción del sector construcción hubiera superado el 6%.

Gráfico 1

## Variaciones PIB Construcción y PIB total

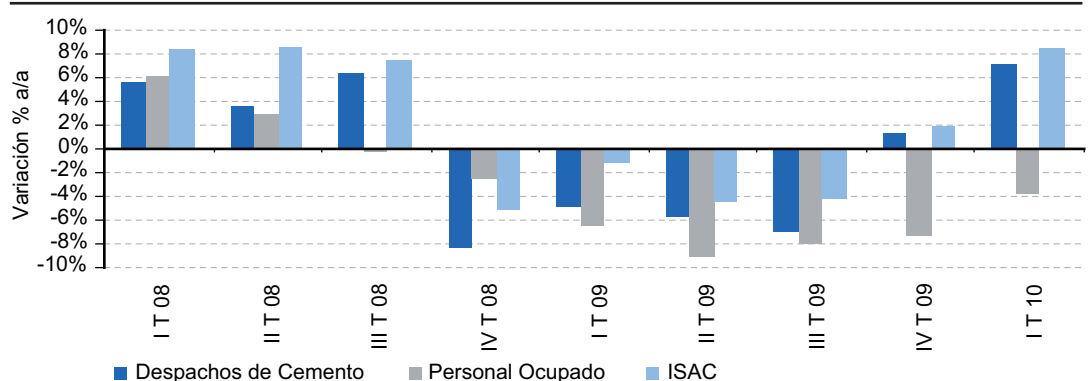


Fuente: Research BBVA Banco Francés sobre datos de Indec

En lo que va de 2010, los indicadores parciales muestran una mayor demanda de insumos (Cemento y otros), pero con una lenta recuperación en el empleo ya que el personal ocupado en el sector aún se mantiene considerablemente por debajo de los picos de 2008 (ver Gráfico 2). El PIB de Construcción creció sólo 2% a/a en el primer trimestre de 2010, sin recuperar aún los niveles pre-crisis.

Gráfico 2

## Evolución Indicadores Actividad de la Construcción

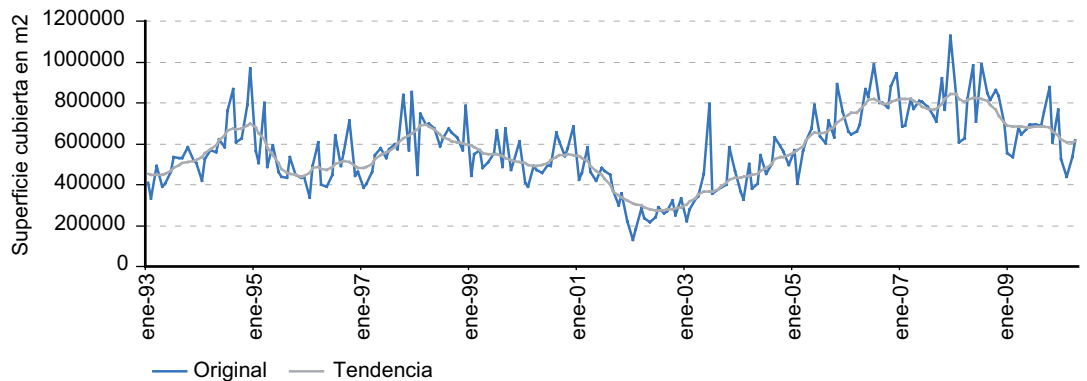


Fuente: Research BBVA Banco Francés sobre datos de Indec y fuentes privadas

El inicio de nuevas obras también muestra cierto rezago en la recuperación del sector. Los permisos de construcción (que habían caído 15,9% en 2009) continuaron en terreno negativo en el primer trimestre de 2010, aunque con una moderación en el ritmo de caída (-12,7% a/a) y un comportamiento dispar entre los distintos aglomerados urbanos (ver Gráfico 3). Todavía se hace sentir fuerte la contracción de la actividad en la ciudad de Buenos Aires posiblemente no sólo por el relativo agotamiento de la superficie disponible en los barrios más solicitados, sino también por los problemas de congestión y de necesidad de contar con la infraestructura pública necesaria en otros destinos que todavía no aparecen como interesantes. En este sentido, el Gobierno de la Ciudad ha implementado una serie de incentivos para fomentar la construcción en la zona sur de la ciudad (hasta un 25% más de edificación permitida para un terreno estándar), pero todavía no se observan resultados significativos.

Gráfico 3

**Permisos de Construcción**



Fuente: Research BBVA Banco Francés sobre datos de Indec

En este contexto, estimamos que la construcción se recuperará 6% en 2010 y alrededor de 4% en 2011, a un ritmo similar al promedio de la economía. La menor amplificación del ciclo que en otras oportunidades se debe a los siguientes factores que restan dinamismo a la actividad: a) menor disponibilidad de excedentes atesorados por fuera del sistema financiero; b) el mayor costo relativo de la construcción y de la incidencia del valor de la tierra; c) el menor impulso marginal de la obra pública, si bien en 2011 podría recuperar mayor vigor por el ciclo electoral, sería compensando por el impacto negativo sobre la construcción privada de la mayor incertidumbre política.

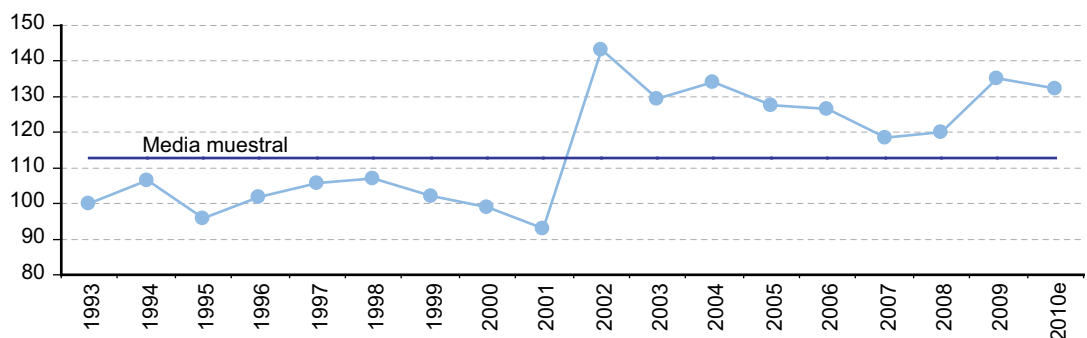
## 2. Pese a los aumentos de costos, siguen los incentivos a la inversión en construcción

El amplio margen entre el precio de los inmuebles y los salarios en dólares observado durante el período post-devaluación se fue reduciendo hasta 2008, en un contexto de aumento de salarios nominales y estabilidad del tipo de cambio (ver Gráfico 4). En 2009, en un mercado dominado por inversores y con bajo endeudamiento, el precio del metro cuadrado medido en dólares aumentó ante el escaso interés de los propietarios por desprenderse de sus inmuebles por considerarlos una reserva de valor en un período de volatilidad financiera. Adicionalmente, la caída en los precios de los materiales por el fuerte ajuste de las materias primas y el impacto del mayor desempleo en los aumentos salariales acordados, elevó nuevamente los incentivos a construir según nuestro indicador de la Q de Tobin<sup>1</sup>.

Los costos de la construcción aumentarán 16% en 2010, impulsados fundamentalmente por el reciente acuerdo salarial del sector (+27%), deteriorando en el margen el incentivo a construir. Sin embargo, un nuevo aumento de los precios en USD del metro cuadrado (6/7% a/a según relevamientos privados en la primera mitad del año) mantendría los incentivos a construir en niveles bien por encima del promedio de períodos anteriores.

Gráfico 4

**Precio de Departamentos / Costo de la Construcción (Base 1993= 100)**



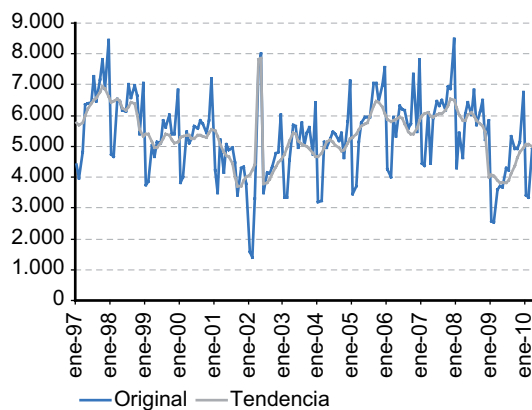
Fuente: Research BBVA sobre datos de Reporte Inmobiliario e INDEC

<sup>1</sup> Este indicador se obtiene del cociente entre el precio del metro cuadrado promedio a estrenar y los costos de la construcción. Si es mayor a cien indica que es conveniente construir una unidad en lugar de comprarla terminada

### 3. La demanda de viviendas es sostenida por los inversores

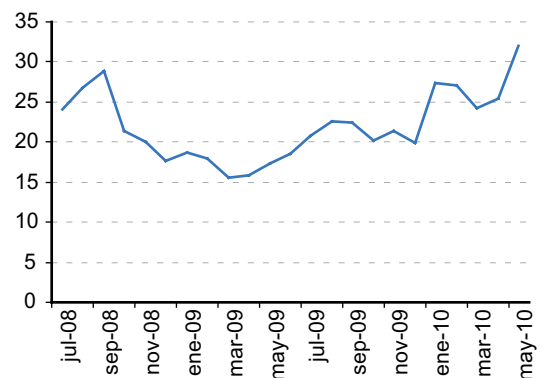
Tras el retraimiento experimentado desde el IV T 08, que alcanzó su piso en el II T 09, comenzó una lenta recuperación en la demanda inmobiliaria que se afianzó en los primeros meses del corriente año. Ello puede apreciarse en la cantidad de Escrituras de Compra/Venta firmadas en la Capital Federal que crecieron 32,8% a/a en los primeros 4 meses del año, tras haberse contraído un 39,3% en 2009 (ver Gráfico 5). Sin embargo, las secuelas de la crisis internacional y la desconfianza local aún se hacen sentir ya que la cantidad de operaciones de compra/venta aún se encuentra 40% por debajo de los máximos alcanzados a fines de 2007.

Gráfico 5  
**Cantidad de Escrituras**



Fuente: Research BBVA en base datos de Colegio Público de Escribanos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Gráfico 6  
**Índice Confianza al Consumidor  
Rubro “Automóviles y Casas”**



Fuente: Research BBVA sobre datos Univ. Torcuato Di Tella

La rápida recuperación de la economía y la menor conflictividad política han tenido un impacto positivo sobre las expectativas de los consumidores que se muestran más predispuestos a la adquisición de bienes durables a medida que se disipan los temores de una crisis internacional prolongada y la incertidumbre sobre el empleo (ver Gráfico 6).

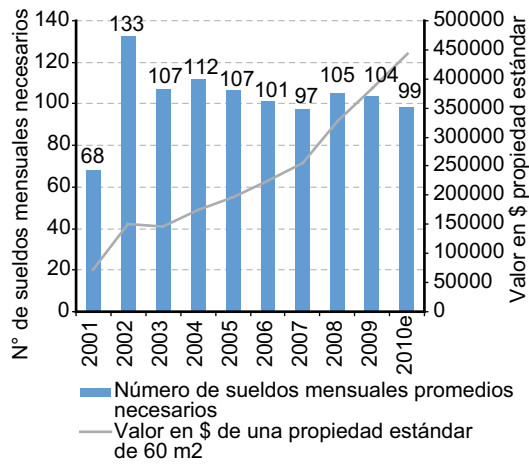
En el actual contexto inflacionario, la demanda inmobiliaria se ve alentada además por los bajos niveles de las tasas de interés y la estabilidad del tipo de cambio que hacen que más inversores se vuelquen a este tipo de activos en busca de un refugio de valor. En 2010, recibirá también el impulso positivo de la cosecha récord de soja dada la tradicional preferencia de los productores agrícolas por colocar sus ahorros en activos no financieros. No obstante, la firmeza de la demanda es inferior a la que prevalecía a inicios de 2008 con precios de materias primas en sus máximos históricos, previo al conflicto con el sector agropecuario y el deterioro de la confianza tanto a nivel doméstico como internacional.

### 4. Los precios relativos limitan el desarrollo del mercado hipotecario

La crisis también incidió negativamente sobre la originación de créditos hipotecarios, que luego de 2 años de recuperación se retrajeron a niveles de 2005. A partir de la segunda mitad del año pasado, comenzó a manifestarse una mejora en el mercado hipotecario con el lanzamiento de las líneas del Banco Hipotecario, entidad de capitales mixtos público-privados, con fondos provenientes de la Seguridad Social (ANSES). Estas líneas, a tasas de interés fijas subsidiadas por períodos de hasta 20 años, fueron auspiciadas por el gobierno como forma de dar acceso a la vivienda a sectores de ingresos medios y tuvieron una fuerte demanda, especialmente para las unidades usadas. Iniciativas similares fueron implementadas por otros bancos públicos y privados, permitiendo una recuperación en los préstamos hipotecarios, pero la financiación con hipotecas aún alcanza a menos del 6% de las operaciones (ver Tabla 1).

Gráfico 7

**Accesibilidad a la Vivienda**



Fuente: Research BBVA Banco Francés sobre datos de Reporte Inmobiliario e INDEC

Tabla 1

**Créditos Hipotecarios**

Año	Monto de Escrituras Capital Federal	Créditos Hipotecarios Capital Federal	Relación Monto/ Crédito Hip.
2004	6.717	178	2,7%
2005	9.659	683	7,1%
2006	12.214	910	7,4%
2007	15.464	2.108	13,6%
2008	16.549	2.010	12,1%
2009	15.656	724	4,6%
2010*	4.238	240	5,7%
2009*	2.417	144	6,0%

Cifras expresadas en millones de Pesos

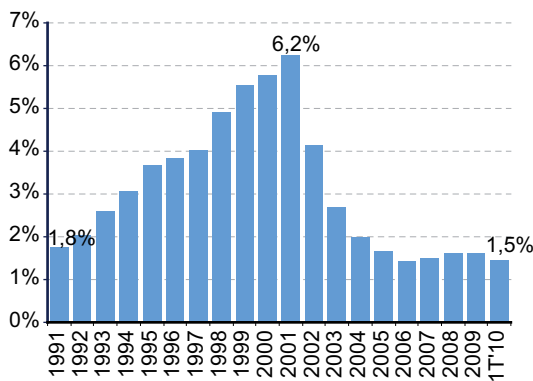
\* Datos a marzo 2010

Fuente: BBVA con base a datos BCRA y Colegio de Escribanos

Aunque el aumento de los salarios reales ha permitido una mejora en la accesibilidad con respecto a los años post-crisis de 2002 (ver Gráfico 7), dadas las barreras existentes para el acceso masivo a los préstamos hipotecarios, la participación de los mismos sobre el total de préstamos del sistema financiero al sector privado sólo representa un 12,5% y un 1,5% al medirlo en términos de PIB (abril 2010) (ver Gráfico 8). Es así, que las cargas financieras hipotecarias de las familias son relativamente bajas frente a comparables internacionales y no constituyen un limitante para la expansión del negocio (ver Gráfico 9).

Gráfico 8

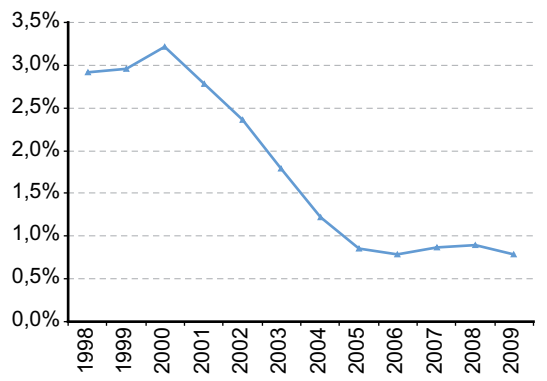
**Préstamos hipotecarios % PIB**



Fuente: BBVA Research sobre datos de BCRA y Ministerio de Economía

Gráfico 9

**Cargas financieras hipotecarias (capital+intereses) sobre Masa Salarial**



Fuente: BBVA Research sobre datos B.C.R.A. y Ministerio de Economía

La baja utilización del instrumento hipotecario para la realización de operaciones, comparada con otros países, obedece a obstáculos tanto del lado de la oferta como de la demanda.

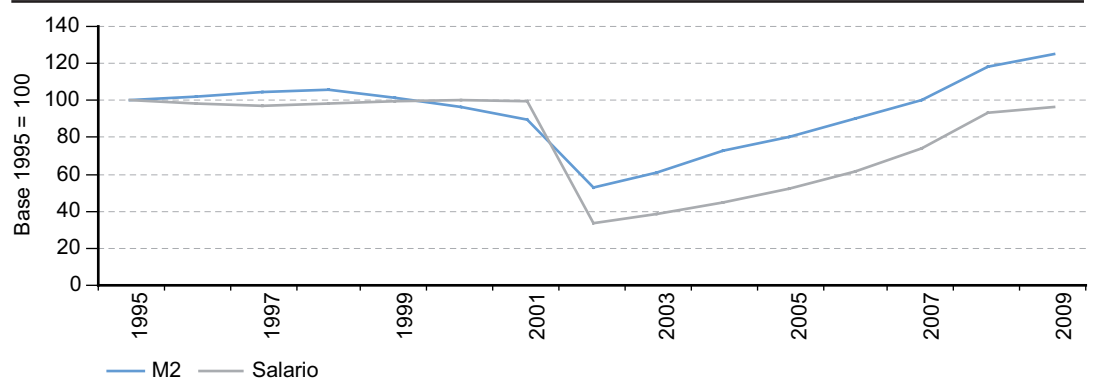
En la oferta, los escollos al desarrollo del mercado de préstamos hipotecarios tienen origen en la volatilidad estructural de la economía argentina que dificulta a las entidades financieras captar fondeo de largo plazo y un estrecho de mercado de capitales con bajo nivel de securitización. En ausencia de mecanismos legales de indexación del valor de los activos, las financiaciones se otorgan a tasas variables para neutralizar la erosión inflacionaria.

Si bien se estima una demanda insatisfecha por vivienda en torno a los 2 millones de unidades, el elevado número de trabajadores informales (36,1%) que no califican para el sistema financiero reduce la demanda que efectivamente se puede canalizar a través de préstamos hipotecarios. Dentro del sector formal de la economía, las restricciones impuestas por la relación cuota/ingreso deja sin



solución de mercado a amplios sectores de la población. Esta restricción opera debido a que el precio de la vivienda ha crecido sostenidamente por encima de la recuperación registrada en los salarios formales, mostrando que gran parte de los actores que hacen efectiva su demanda en el mercado son inversionistas precavidos o utilizan la propiedad como fuente de renta a pesar de su baja rentabilidad (ver Gráfico 10). Actualmente, la renta bruta promedio de alquileres alcanza entre un 0,5/0,6% mensual del valor de la propiedad, lo que ajustado por los gastos de mantenimiento arroja una rentabilidad neta de sólo 0,2/0,3%.

Gráfico 10

**Índices de Precio de la Vivienda y Salario en USD**

Fuente: Research BBVA Banco Francés sobre datos de Reporte Inmobiliario y Ministerio de Economía

## 5. El desarrollo a mediano plazo requiere una baja de la inflación

Los fundamentos del sector inmobiliario son positivos a mediano plazo debido a la conjunción de una importante demanda excedente actual, las perspectivas de formación de nuevos hogares y el aumento de los ingresos familiares por incorporación de la mujer al mercado laboral.

Los principales obstáculos para un crecimiento sostenido del sector de la construcción se presentan por el lado de la financiación ante la estrechez del mercado de capitales local, luego de la estatización de las AFJP, y la escasa presencia del sector público en la construcción de viviendas. La inflación también dificulta el desarrollo de la construcción ya que complica la previsión de costos, en especial los salariales, de fuerte incidencia en el sector.

Por el lado de la demanda, la mejora del acceso al crédito hipotecario está relacionada no sólo con la corrección de precios relativos (inmuebles/salarios) sino con la posibilidad de extender el financiamiento a tasas fijas por períodos más prolongados. Debido a malas experiencias históricas y la variabilidad del ciclo de empleo en Argentina, las familias son renuentes a endeudarse a tasas variables a los plazos más extendidos que requiere la financiación hipotecaria.

En este sentido, una menor tasa de inflación tendría impactos positivos sobre el mercado de crédito al reducir la volatilidad de la base de depósitos y canalizar más ahorros hacia el sistema financiero. Esto permitiría a las entidades financieras aumentar la colocación de préstamos hipotecarios a tasas de interés fijas, mejorando la accesibilidad para las familias y profundizando lazos estables con clientes de un segmento que tradicionalmente registra una baja tasa de mora.

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**



Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Argentina:

*Economista Jefe de Sudamérica*

**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

*Economista Jefe de Argentina*

**Gloría Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

**Jorge Lamela**  
jorge.lamela@bancofrances.com.ar

**Juan Manuel Manias**  
juan.manias@bancofrances.com.ar

*Con la colaboración de:*

**Laura Rocha**  
laura.rocha@bancofrances.com.ar

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**José Luis Esquivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos  
Regulación

*España y Europa:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina  
**Gloría Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y Mexico:*

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@grupobbva.com

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Latam**  
Pedro de Valdivia 100  
Providencia  
97120 Santiago de Chile  
Teléfono: + 56 26791000  
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com