



Créditos UVA

Análisis del impacto de la inestabilidad
cambiaría en 2018

Septiembre de 2018

Créditos UVA

Análisis del impacto de la inestabilidad cambiaria en 2018¹

Los acontecimientos de los últimos meses han producido impactos en una serie de variables relevantes de la economía argentina. En particular la suba del dólar y de los precios minoristas han adquirido una significación clave para el análisis, en este caso, de créditos hipotecarios sujetos a la inflación. Desde enero hasta julio de 2018 la inflación acumuló 19,6%, impulsada por el sostenido incremento del dólar que, si el 23 de abril se ubicaba en torno a los 20 pesos, en poco más de 4 meses ascendió a 39,77 pesos (según el tipo de cambio minorista vendedor del Banco Central). De acuerdo con las proyecciones del Ministerio de Hacienda, la inflación anual de 2018 se ubicará en torno al 42%, mientras que el Relevamiento de Expectativas de Mercado que publica el Banco Central –al mes de agosto- estima una inflación de 40,3%. A estas dos variables debe adicionarse la pérdida de poder adquisitivo promedio de 2018 que desde CEPA estimamos en 6,5% promedio de los salarios registrados, respecto de 2017. Y, por otro lado, la caída en la actividad económica incide negativamente en la dinámica crediticia.

En este trabajo se muestra la evolución de las cuotas y saldos de los créditos hipotecarios ajustados por inflación en virtud del lanzamiento en mayo de 2016 de los Créditos Hipotecarios ajustados por Unidad de Valor Adquisitivo –UVA, a su vez dependiente del CER-. Este análisis se realiza considerando el impacto de las variables macroeconómicas, el endurecimiento de las condiciones y los riesgos que pueden conllevar estas nuevas modalidades crediticias. En este marco, se efectúa la comparación con la evolución y situación de los créditos tradicionales, de forma tal de contar con una referencia que permita evaluar estos nuevos tipos de créditos UVA en un contexto de suba de la inflación.

Evolución de las cuotas y saldos de los créditos UVA

En el análisis se realiza un ejercicio considerando la toma de un crédito de US\$ 80.000² bajo la modalidad UVA acordado en abril de 2016 en el Banco Nación (BNA), con una duración a 30 años, con una tasa del 3,5%, la cuota pasó de \$8.613 en abril de 2018 a \$ 9.543 al mes de agosto 2018. Se trata de un incremento de \$930 en la cuota, que representa 10,8% de aumento. Si la comparación se efectúa respecto a la cuota inicial fijada en abril 2016, que era de \$5.353, el aumento asciende a \$4.191 adicionales, 78,41% más. Cabe indicar que estos cálculos no incluyen el efecto de los incrementos inflacionarios que se observarán en los meses subsiguientes, desde septiembre hasta fin de 2018.

En lo que compete al capital adeudado, que bajo esta modalidad también se actualiza, se incrementó sustancialmente. **Entre el 1º de abril de 2018 y el 1º de agosto de 2018, aumentó \$184.121 al pasar de \$1.843.293 a \$2.027.806 (lo que equivale a una variación de 10%).** Esto ocurre en un caso donde incluso no hay atrasos en los pagos, es decir, el tomador del crédito cumple con todos los pagos mensuales. Si se considera el incremento desde que se tomó el crédito en abril de 2016 hasta agosto de 2018, **el monto adeudado se incrementó \$835.806 (70%).**

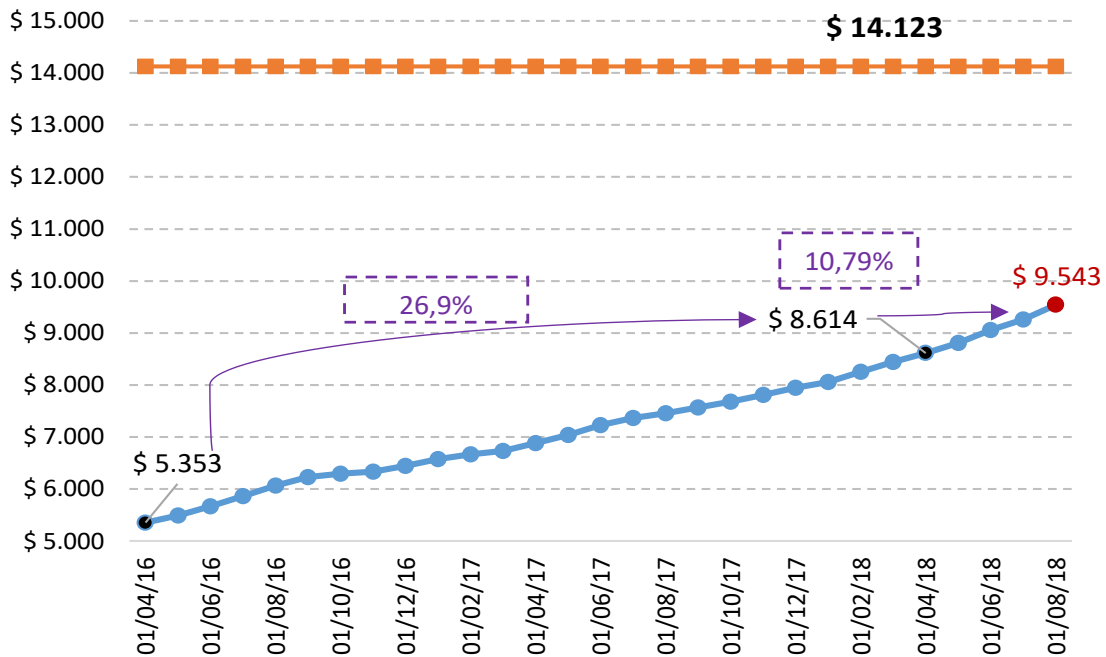
La comparación con un crédito de sistema tradicional con cuota fija “Nación Tu Casa” (que ya no se ofrece más, al menos en el Banco Nación), muestra que la modalidad UVA no implicaba las ventajas que se publicitaron inicialmente. Mientras que la cuota del UVA aumentó sustancialmente tal como fue desarrollado anteriormente, en la versión “Nación Tu Casa” la misma se habría mantenido en \$14.124. **En sólo 28 meses el UVA pasó de representar 37% de la cuota de la versión tradicional a**

¹ Autores: Lucas Villani, Hernan Letcher, Eva Sacco, Julia Strada y Germán Muiño.

² El crédito otorgado se corresponde al 80% del valor del inmueble a ser adquirido, por lo que estaríamos considerando un inmueble de US\$ 100.000. Por ende, el tomador debería aportar US\$ 20.000.

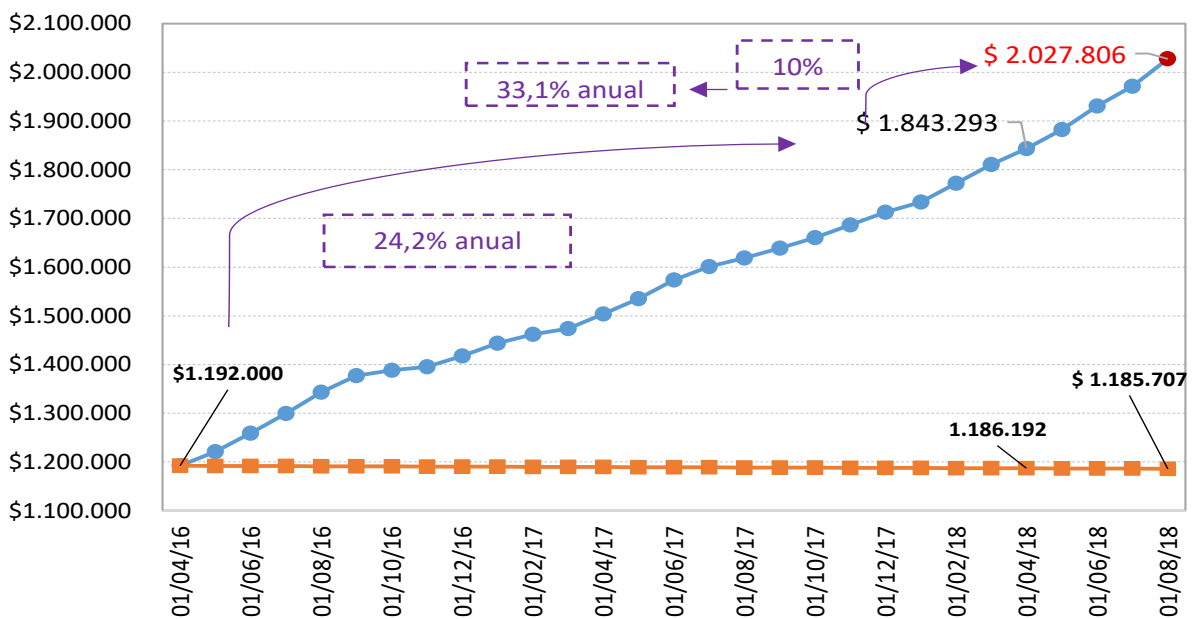
67%. El saldo deudor al 1º de agosto del 2018, bajo la modalidad tradicional es de \$1.185.707, disminuyendo \$868 con relación a abril del 2018 (\$1.186.192), y \$6.293 menos respecto del inicial de \$1.192.000.

Gráfico 1. Evolución de las cuotas y saldos por efecto inflacionario



Fuente: elaboración CEPA

Gráfico 2. Evolución de las cuotas y saldos por efecto inflacionario



Fuente: elaboración CEPA

Cuadro 1. Evolución de las cuotas de los créditos UVA y tradicional

Crédito	UVA	Tradicional	Diferencia %
Cuota al 1-4-2016	\$5.349	\$14.123	164%
Cuota al 1-8-2018	\$9.542	\$14.123	68%
Incremento %	78,4%	0%	

Fuente: elaboración CEPA.

Cuadro 2. Evolución del saldo de los créditos UVA y tradicional

Saldo	UVA	Tradicional	Diferencia %
Inicial (1-4-2016)	\$1.192.000	\$1.192.000	0%
Al 1-4-2018	\$1.840.056	\$1.186.192	55,1%
Al 1-8-2018	\$2.024.177	\$1.185.706	70,7%

Fuente: elaboración CEPA.

Las dinámicas de los saldos crediticios bajo las dos modalidades de créditos analizadas (cuadro 1 y 2), revelan una continua ampliación de la brecha del capital adeudado en el crédito ajustado por inflación, indicando una mayor exposición al riesgo inflacionario. Partiendo del mismo saldo deudor al inicio del crédito, dos años después el saldo adeudado para quien tomó un crédito UVA representa un 55% más respecto de lo adeudado bajo un crédito tradicional. Al efectuar la comparación al mes de agosto de 2018, la deuda bajo modalidad UVA representa aproximadamente 71% más del capital adeudado en el modo tradicional.

Cuotas y saldos proyectados post devaluación de agosto de 2018

Como se detalló al comienzo, el ejercicio se construyó para un crédito de 100 mil dólares obtenido en abril del 2016, bajo una tasa de 3,5%. Para cuantificar el impacto de la devaluación reciente en las cuotas y saldos UVA, se efectuó la proyección de estas variables considerando la inflación esperada del REM publicado por el Banco Central, para los meses de septiembre del corriente año a febrero del 2019. Para ello, se estimaron los valores diarios del CER y UVA³, y la inflación de agosto se adecuó al valor acumulado anual del 2018 consistente con la expectativa anual de REM para el mismo período (40,3%), ubicándose en 4%.

Cuadro 3. Expectativas de inflación del mercado según REM (BCRA), septiembre 2018 a marzo 2019

Mes	Inflación
Sep-18	4,0%
Oct-18	6,0%
Nov-18	3,5%
Dic-18	2,7%
Ene-19	2,5%
Feb-19	2,0%
Mar-19	2,0%

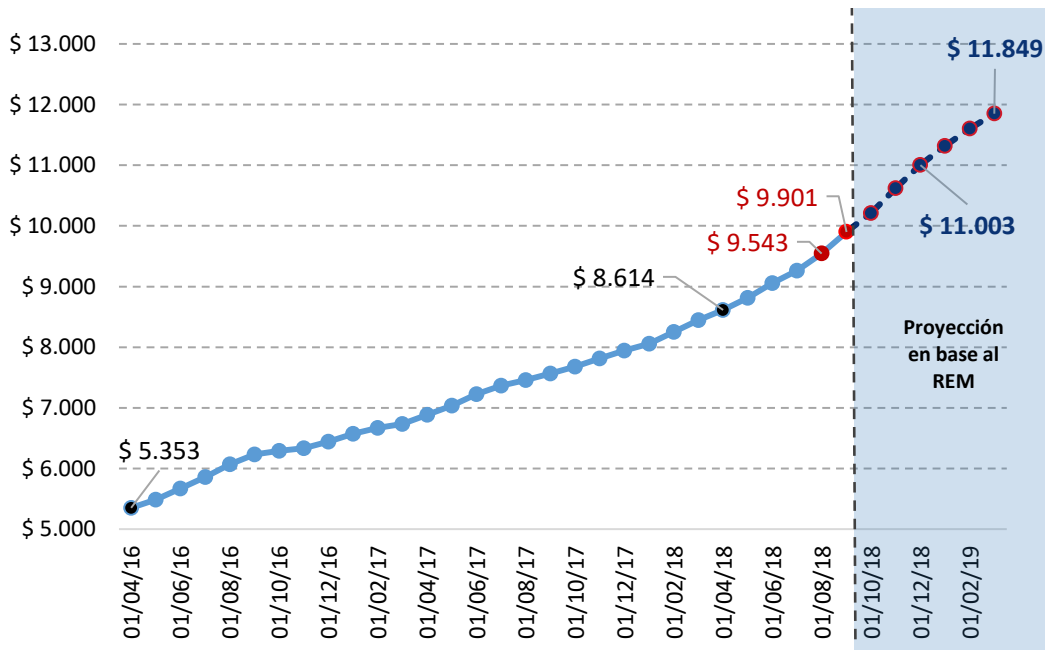
Fuente: Elaboración CEPA con datos del BCRA.

Los resultados obtenidos para las cuotas, que se muestran en el Gráfico 3, permiten visualizar la aceleración de los valores en los últimos meses del año, pasando de \$9.543 en agosto a más de \$11.000

³ Para más detalles ver el anexo metodológico.

para diciembre del 2018, un aumento superior a \$1.400 (15,3%) en cuatro meses. Cuando la comparación la efectuamos contra marzo del 2019, el aumento experimentado en la cuota, según las expectativas del mercado, rondaría los \$2.300, 24,2% en siete meses.

Gráfico 3. Proyección de las cuotas UVA en base a expectativas de inflación, desde abril 2016 a marzo 2019



Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA, BNA e INDEC.

Cuadro 4. Evolución de la cuota del crédito UVA en valores absolutos y porcentuales, septiembre 2018 a marzo 2019

Mes	Cuota	Variación Nominal	Variación %
Sep-18	\$9.901	358,11	3,75%
Oct-18	\$10.212	311,10	3,14%
Nov-18	\$10.621	408,50	4,00%
Dic-18	\$11.003	382,33	3,60%
Ene-19	\$11.317	314,07	2,85%
Feb-19	\$11.605	287,31	2,54%
Mar-19	\$11.849	244,50	2,11%

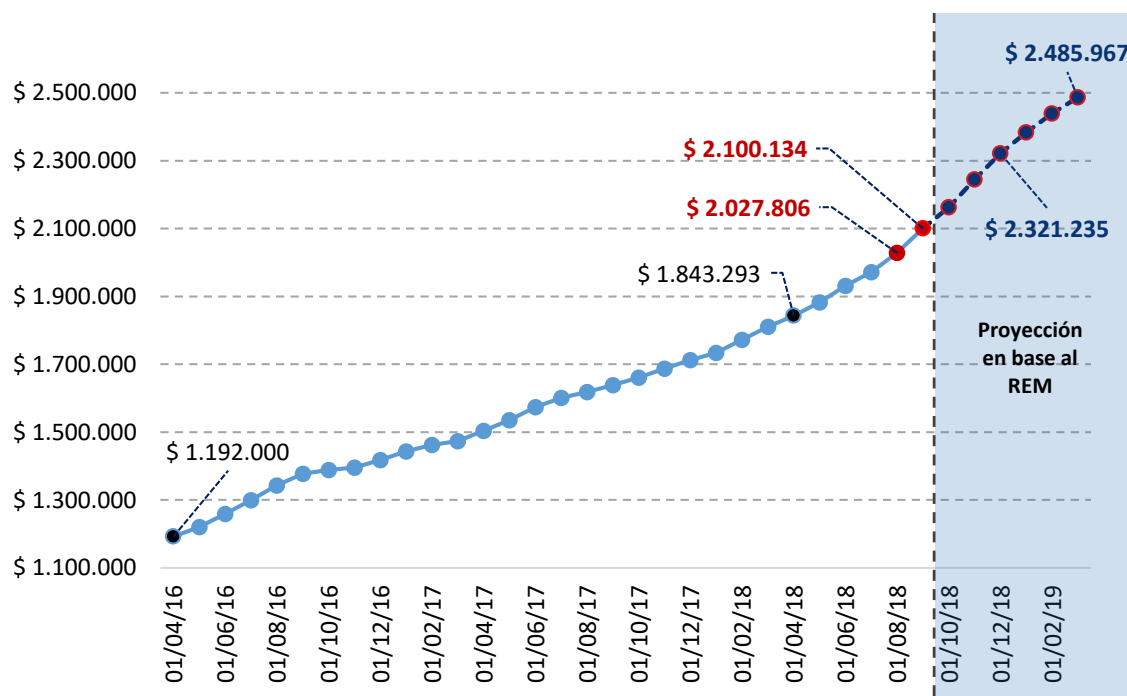
Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA, BNA e INDEC.

En relación a la variación porcentual mensual de las cuotas, se destaca la aceleración de los incrementos en los últimos meses del 2018, **alcanzando el 4% mensual en el mes de noviembre.**

En lo que refiere a los saldos, se observa el mismo comportamiento, pasando de un saldo deudor de **\$2.027.806 en el mes de agosto del 2018, a \$2.321.235 para diciembre del mismo año**, arrojando un **incremento de casi \$300.000 en cuatro meses**, es decir, un **14,5%**. Nuevamente, la comparación **contra marzo del 2019** muestra un **aumento mayor a los \$450.000**, lo que representa un **22,6%**⁴.

⁴ Vale aclarar que los saldos tienden a crecer menos que las cuotas, en términos relativos, por el efecto de la amortización del capital o deuda que apacigua el alza.

Gráfico 4. Proyección de los saldos UVA en base a expectativas de inflación



Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA, BNA e INDEC

Cuadro 5. Proyección de los saldos UVA en base a expectativas de inflación

Mes	Cuota	Aumento en pesos respecto del mes anterior	Variación en %
Sep-18	\$2.100.134	\$ 72.328,29	3,57%
Oct-18	\$2.162.226	\$ 62.092,09	2,96%
Nov-18	\$2.244.653	\$ 82.426,81	3,81%
Dic-18	\$ 2.321.235	\$ 76.582,44	3,41%
Ene-19	\$ 2.321.138	\$ 61.902,41	2,67%
Feb-19	\$ 2.439.160	\$ 56.022,79	2,35%
Mar-19	\$ 2.458.967	\$ 46.806,48	1,92%

Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA, BNA e INDEC

En referencia al comportamiento mensual de los montos adeudados, se observa que estos aceleran su crecimiento en los últimos meses del año, alcanzando la mayor tasa de crecimiento en noviembre del corriente año, para luego descender levemente en los primeros meses del año próximo. Este comportamiento, al igual que con las cuotas, obedece a la dinámica inflacionaria, que, en el presente ejercicio, supone que decrece.

Por último, vale resaltar que las mayores variaciones mensuales de las cuotas y saldos no ocurren en los meses de mayor inflación esperada. Como puede apreciarse, mientras la mayor inflación esperada por el mercado acontece en el mes de septiembre, la mayor tasa de variación de las cuotas y saldo, aparece con posterioridad, en el mes de noviembre. Tal rezago, se explica por la forma del cálculo del CER, y en consecuencia en los valores UVA, dado que dicho coeficiente se obtiene con los índices del

IPC de entre 2 y 3 meses de anterioridad, según el día del mes. En definitiva, es de suponer que los prestatarios vean reflejados los aumentos en la inflación en los meses siguientes al mes en cuestión.

A la vez, es **importante mencionar el deterioro de la capacidad de repago de los prestatarios de los créditos UVA, ya que los aumentos que se observan en las cuotas y saldos** en los siguientes meses no son acompañados por sus salarios. En muchos casos, como el sector público, por ejemplo, el incremento de las cuotas y saldos **sobrepasa** por varios puntos a **las paritarias otorgadas para todo el 2018**, e incluso respecto de los que se espera para 2019.

Los UVAs por el ascensor y los salarios por la escalera

Con el propósito de evaluar el deterioro de la capacidad de repago de los créditos UVA, analizamos la evolución de la relación cuota-salario y elaboramos el indicador UVA-Salarios, que mide la cantidad de salarios necesarios para cancelar el saldo adeudado del crédito UVA.

El análisis lo efectuamos bajo las condiciones del crédito que se viene analizando a lo largo de este informe. Para los ingresos, se consideraron los montos de los salarios a abril del 2016, mismo mes en el que se obtuvo el crédito, y se aplican los aumentos correspondientes a los acuerdos paritarios realizados. Se analizaron tres sectores, a saber, Estatales, UOM y la remuneración promedio, y se estableció como ingreso, el salario correspondiente a una categoría General A Grado 0 del Convenio Sistema de Empleo Público SINEP⁵, en el primer caso, Grado 3 para el caso de UOM y la remuneración normal y permanente publicada trimestralmente por el Ministerio de Trabajo y proyectada hasta diciembre de 2018 con un aumento del 15% en el año. Los resultados de esos cálculos se muestran en el siguiente cuadro.

Cuadro 6. Evolución del salario para Estatales, UOM y Remuneración Normal y Permanente

Mes	Abr-16	Dic-18
Estatales SINEP	\$22.812	\$38.179
UOM-Técnico grado 3	\$10.527	\$17.297
Remuneración normal y permanente desestacionalizada	\$17.578	\$30.477

Fuente: elaboración CEPA en base a paritarias de gremios seleccionados y MTEySS

Se observa, en primer lugar, una fuerte asimetría en el acceso a un crédito por sectores de actividad. En nuestro análisis, basado en la compra de un inmueble por la suma de U\$S 100.000, y por ende el otorgamiento de un crédito por el 80% de la misma, ascendiendo a U\$S80.000, se observa que para los técnicos grado 3 de la UOM, no podría haber tenido acceso dado que el valor de la cuota se lleva más del 51% de su sueldo, hecho que contrasta con los casos mencionados de estatales y la estimación de remuneración normal y permanente.

Cuadro 7. Relación cuota-salario para Estatales, UOM y Remuneración Normal y Permanente

Mes	Abr-16	Dic-18
Valor de la Cuota y stock de deuda	\$5.353	\$11.003
Estatales SINEP	23%	29%
UOM-Técnico grado 3	51%	64%
Remuneración normal y permanente desestacionalizada	30%	36%

Fuente: elaboración CEPA en base a paritarias de gremios seleccionados y MTEySS

⁵ La primera paritaria considerada corresponde a julio de 2015 y la última a febrero de 2018

En lo que respecta a la evolución de la cuota-salario, **entre abril de 2016 y diciembre de 2018**, se observa un sensible incremento del peso de la cuota en relación con el salario, incluso habiendo cumplimentado con el pago respectivo de las cuotas mensuales.

En el caso de los estatales, el peso de la cuota se incrementa de 23% a 29% en relación con el salario, mientras que en el caso de la UOM lo hace del 51% al 64% y en el promedio de las remuneraciones aumenta de 30% a 36%.

Cuando nos centramos en la relación entre los salarios necesarios para saldar el crédito hipotecario, se observa una dinámica similar a la de las cuotas-salario.

Cuadro 8. Evolución del esfuerzo salarial para la cancelación del crédito UVA para Estatales, UOM y Remuneración Normal y Permanente

Mes	Abr-16	Dic-18
Valor stock de deuda	\$1.192.000	\$2.321.235
Estatales SINEP	52	61
UOM-Técnico grado 3	113	134
Remuneración normal y permanente desestacionalizada	68	76

Fuente: elaboración CEPA en base a paritarias de gremios seleccionados

Se aprecia un deterioro en todos los sectores analizados, requiriendo para diciembre de este año de 61 sueldos para cancelar el crédito en el caso de estatales, 134 sueldos para los técnicos de la UOM y 76 sueldos para el promedio de remuneraciones normales y permanentes.

El endurecimiento de las condiciones de acceso en los créditos UVA

Desde su implementación en abril de 2016, las condiciones de acceso fueron endureciéndose cada vez más. Con el propósito de ejemplificarlo, se muestra la evolución del valor de la cuota, el saldo deudor inicial y el ingreso necesario en tres momentos diferentes (donde las condiciones fueron cambiando) de un crédito hipotecario para acceder a un inmueble de US\$100.000. El crédito es de US\$ 80.000 y se debería contar con un aporte propio de US\$ 20.000. Los momentos considerados como punto de referencia fueron abril del 2016, abril del 2018 y, por último, agosto del corriente año.

Los resultados que se muestran en el **Cuadro 9** aportan información relevante para comprender el deterioro en la capacidad de acceso a los créditos hipotecarios UVA desde su lanzamiento.

Cuadro 9. Condiciones de variables relevantes de los créditos UVA

Variables	01/04/16	01/04/18	01/08/18
Tasa de interés	3,5%	5,5%	6,5%
Cotización dólar minorista BNA	\$14,90	\$20,45	\$28,00
Cotización UVA Oficial	\$14,05	\$22,61	\$25,05

Fuente: elaboración CEPA

En el **Cuadro 10** se muestran el valor de la cuota inicial, valor de la deuda inicial, y nivel de ingreso necesario para acceder al crédito, presentando en esta última dos alternativas, una relación cuota-ingreso del 25% y otra del 30%.

Cuadro 10. Cuota, saldo inicial e ingreso necesario para acceso al crédito

Variables	01/04/16	01/04/18	01/08/18
Cuota Inicial	\$5.349	\$9.289	\$14.158
Saldo Inicial	\$1.192.000	\$1.636.000	\$2.240.000
Ingreso necesario 30%	\$17.842	\$30.963	\$47.194
Ingreso necesario 25%	\$21.410	\$37.156	\$56.633

Fuente: elaboración CEPA. Nota: el ingreso necesario 1 es el ingreso necesario si la relación cuota-ingreso es del 30%, mientras que el Ingreso necesario 2, corresponde al caso del 25%.

En base a los resultados se destaca el hecho de que si en abril del 2018 se hubiese solicitado un crédito UVA por igual monto y plazo que el solicitado en abril del 2016 (100 mil dólares y 30 años de plazo), **la cuota inicial** que hubiese afrontado el prestatario sería de \$9.289, muy superior a los **\$5.349 de abril del 2016**, lo que representa un incremento del **73,5% respecto a dos años atrás**. Si la comparación se realiza a agosto del corriente año, la cuota se ubicaría en **\$14.158**, esto es, **164,5% más que a inicios de abril del 2016**, y un **alza del 52,4%** en sólo cuatro meses. Vale destacar que, en este aumento, 36,9 puntos porcentuales (el 70,4% del incremento) fue explicado por el tipo de cambio, mientras que 15,5 puntos (29,6%) se debió al incremento de tasa, revelando el fuerte impacto que tiene el tipo de cambio en el encarecimiento de las cuotas de los créditos hipotecarios UVA.

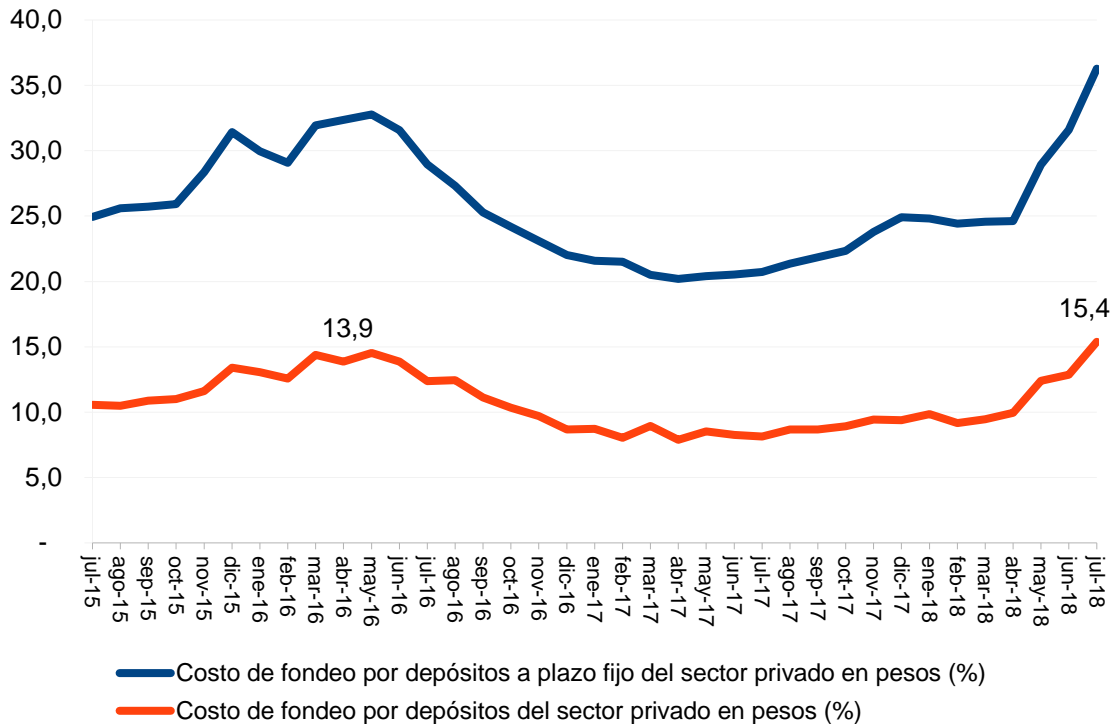
Con relación a los saldos, mientras que, en abril del 2016, la deuda tomada por un crédito de US\$ 80.000 ascendía a **\$1.192.000**, dos años más tarde, representaba **\$1.636.000**, lo que arroja un incremento del **37,2%** en 2 años. Cuatro meses más tarde, la solicitud del mismo crédito implicaba tomar deuda por **\$2.240.000 para acceder a los mismos 80.000 dólares de abril del 2016**, representando un **aumento de 87,9% en 2 años y cuatro meses y 36,9% más respecto a abril del 2018**.

En cuanto a los **niveles de ingreso bruto**, en el contexto de **abril del 2016**, se necesitaba un **ingreso bruto de \$17.842** al considerar una relación cuota ingreso del 30%. Tal requerimiento **se eleva a \$30.963 dos años después**, implicando un **incremento de 73,5%**. Cuando se analiza la situación a agosto de este año, sobresale un **salario bruto necesario cerca de \$47.200**, reflejando un **164,5% más que en abril del 2016**; y **52,4% más que abril del corriente año**. Cuando la relación cuota/ingreso se relaja, por ejemplo, pasando a un requerimiento del 25%, la situación empeora; dado que los ingresos necesarios para acceder al crédito se ubicarían en **\$21.410, \$37.705 y \$56.633**, respectivamente.

Es importante mencionar que el citado aumento de tasas tiene más que ver con la intención de los Bancos de securitizar sus carteras de este tipo de créditos, que con un aumento en el costo de fondeo del sistema financiero que obligue a incrementar las tasas para mantener el spread entre tasas activas y pasivas.

En efecto, el costo de fondeo del sistema financiero estimado por el BCRA por el total de los depósitos del sector privado era de 13,9% en abril de 2016 al lanzarse la UVA (entonces UVI), siendo de un 9,4% en noviembre y diciembre de 2017, cuando ocurrió la primera suba de tasas, y de 12,4% en mayo de este año cuando se ubicaron las tasas en su nivel actual. En julio, con el aumento de la tasa de política monetaria por parte del BCRA, el costo de fondeo del sistema se ubicó apenas en 15,4%.

Gráfico 5. Costo de fondeo estimado por depósitos del sector privado en pesos



Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA

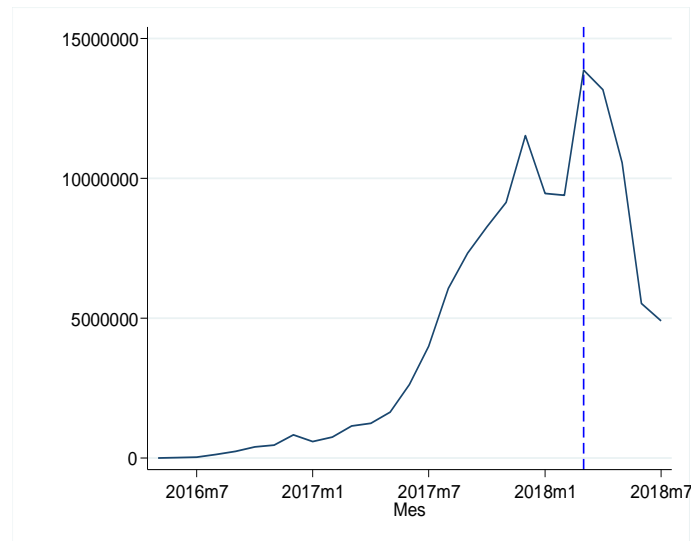
La evolución del Mercado de Créditos Hipotecarios UVA

El stock de deuda de créditos hipotecarios, tanto del sistema tradicional y de UVA, en términos nominales alcanzó los **\$197.651 millones**, mostrando un crecimiento mensual de **2,7%** y una variación interanual de más de 150%. En agosto, los mismos rondaron los **\$202.000 millones**, representando un aumento mensual del orden de los **\$4.349 millones (2,2%)**.

En lo referido exclusivamente a los créditos hipotecarios UVA, el stock deuda con datos mensuales a julio alcanza los **\$123.328 millones**, representando alrededor del 90% de los préstamos a personas físicas.

Se observa un cambio de comportamiento con posterioridad a diciembre del 2017 con relación al otorgamiento de nuevos créditos hipotecarios UVA. La tendencia es a la baja, con excepción del mes de marzo. Desde abril, cuando se inicia la corrida cambiaria, se agudiza la caída, pasando de **\$13.179 millones** en dicho mes, equivalentes a **U\$S 649 millones**, conforme el tipo de cambio promedio para ese mes (**\$ 20,23**), a **\$4.900 millones** en julio, equivalentes a **U\$S177 millones** (a un tipo de cambio de **\$ 27,63**), representando una reducción de **73%** en el otorgamiento de estos créditos.

Gráfico 6. Evolución de los nuevos montos otorgados de créditos UVA



Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA

Cuadro 11. Evolución de los nuevos montos otorgados de créditos UVA

Mes	Monto en miles de \$
ene-18	\$9.469.888
feb-18	\$9.396.139
mar-18	\$13.877.412
abr-18	\$13.179.091
may-18	\$10.560.695
jun-18	\$5.521.174
jul-18	\$4.900.062

Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA

Vale agregar por último, que para observar valores otorgados de créditos UVA similares a los acontecidos en el mes de julio del corriente, hay que remotarse al mismo mes del año anterior; implicando un fuerte retroceso en la dinámica de estos tipos de crédito.

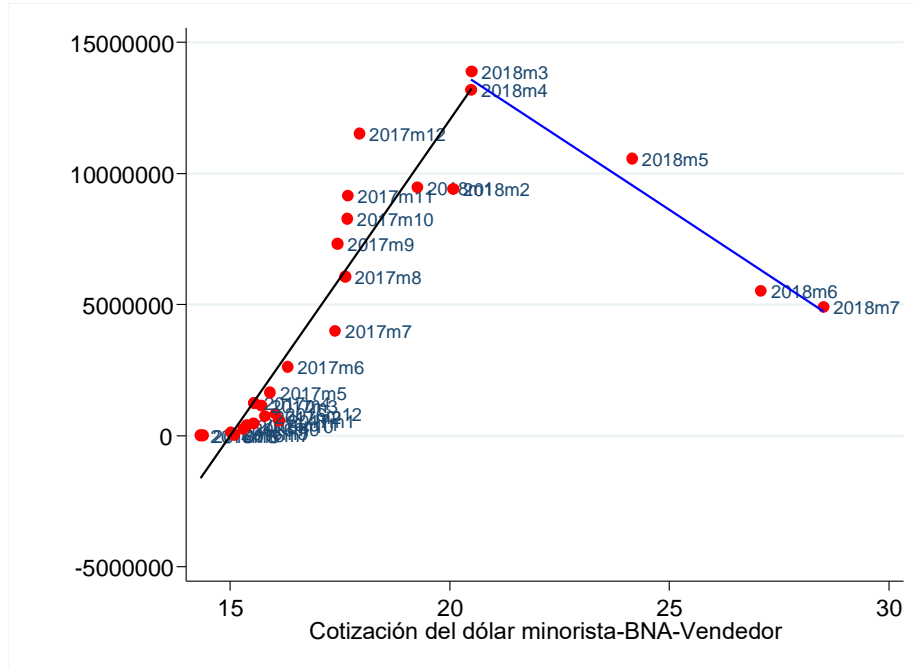
se pasó en agosto a un monto otorgado de 5.097 millones de pesos, equivalentes a U\$S 169,2 millones, conforme el tipo de cambio promedio para ese mes (\$ 30,12).

La relación entre el tipo de cambio y el otorgamiento de créditos Hipotecarios UVA

En este apartado, se examina la relación entre nuevos otorgamientos de créditos hipotecarios UVA y el tipo de cambio (cotización minorista BNA vendedor). El objetivo apunta a intentar identificar si existe algún tipo de relación entre la evolución de la cotización del dólar y la solicitud de créditos hipotecarios, específicamente, bajo la modalidad UVA. En base a ello, en el gráfico que se muestra a continuación, se expone el comportamiento entre ambas variables. La primera característica, consiste en la presencia de un punto de inflexión a partir de abril del corriente año; indicando previamente una relación positiva, para tornarse negativa con posterioridad. Ello muestra que **inicialmente, el otorgamiento de nuevos créditos hipotecarios UVA aumentaba pese al alza del valor del dólar**. Sin embargo, **la situación se invierte desde el mes de abril, coincidiendo con el inicio de la corrida**

cambiaría, y su impacto en la cotización del dólar, **revelando ahora, una caída en los nuevos montos otorgados**.

Gráfico 7. Monto de créditos UVA otorgados vs Cotización del dólar



Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA

La explicación de este comportamiento reporta, por un lado, al encarecimiento de las propiedades, cotizadas en dólares, lo que retrajo las ventas en el mercado. A la vez, el tipo de crédito, con estrecha vinculación a la evolución de la inflación, produce evidentemente en períodos de inestabilidad cambiaria una retracción en la gestión de los mismos, dadas las posibles pérdidas o riesgos a afrontar por los prestatarios.

El Crédito UVA versus el alquiler

Se suele argumentar que la evolución de la cuota de un crédito UVA sigue la misma evolución, o aún por debajo, del alquiler de un inmueble de similares características. Sin embargo, en esas comparaciones se omite incorporar el resto de los gastos mensuales que involucra el crédito hipotecario: además del seguro contra incendio, las entidades financieras exigen la contratación de un paquete de productos para acceder a la tasa publicitada. De lo contrario, la tasa aplicada resulta mayor, cuestión que debiera ser regulada por el BCRA.

Por otro lado, se omite considerar que el tomador del crédito no accede a una financiación del 100% del valor del inmueble, sino que según la entidad financiera de que se trate, la financiación máxima es de un 70% -en la mayor parte de las entidades- u 80% del valor del inmueble, con lo cual el tomador del crédito debe tener un ahorro previo para la compra del inmueble de al menos entre el 20% y el 30% de su valor.

Ese ahorro, en el caso de tratarse de vivienda única y permanente, tiene un costo oportunidad ya que, más allá de que en el sistema de cuentas nacionales se registre el alquiler del inmueble propio, lo cierto es que esa renta no se realiza.

Suponiendo el caso de un inmueble de U\$S 100.000, por el que se accedió a la financiación del 70% del valor, con un 5% de interés y a 20 años, realizamos la comparación tomando la evolución de la cuota y del resto de componentes del costo financiero total, por un lado, y el alquiler de un inmueble de similares características en la CABA descontada la renta de la inversión de esos U\$S 30.000 de ahorro propio en LETES en dólares con una renovación periódica desde junio de 2016 hasta la actualidad en las sucesivas licitaciones que se fueron realizando en ese mismo período, por el otro lado.

Cuadro 12. Análisis comparativo de evolución de Crédito UVA y alquiler

Cuota	Fecha	Cuota Total \$	Seguro c/ incendio	Paquete	Cuota con CFT	Alquiler puntual ajuste semestral	Renta K en Letes USD x lici	TdC	Renta K en Letes x mes	Alquiler - Renta LETES	Cuota vs. Alquiler. Dif. en monto	Cuota vs. Alquiler. Dif. en %
1	30/4/2016	6.768,66	400,00	180,00	7.348,66	6.100,00				6.100,00	1.248,66	20,47%
2	30/5/2016	6.961,24	400,00	180,00	7.541,24	6.100,00				6.100,00	1.441,24	23,63%
3	30/6/2016	7.219,59	400,00	180,00	7.799,59	6.100,00	252,90	15,20	1.281,36	4.818,64	2.980,95	61,86%
4	30/7/2016	7.482,63	400,00	180,00	8.062,63	6.100,00		15,20	1.281,36	4.818,64	3.243,99	67,32%
5	30/8/2016	7.675,21	500,00	180,00	8.355,21	6.100,00		15,20	1.281,36	4.818,64	3.536,57	73,39%
6	30/9/2016	7.759,76	500,00	180,00	8.439,76	6.100,00	296,40	15,50	1.148,55	4.951,45	3.488,31	70,45%
7	30/10/2016	7.806,74	500,00	180,00	8.486,74	7.289,50		15,40	1.141,14	6.148,36	2.338,38	38,03%
8	30/11/2016	7.942,95	500,00	180,00	8.622,95	7.289,50		16,10	1.193,01	6.096,49	2.526,46	41,44%
9	30/12/2016	8.102,66	500,00	180,00	8.782,66	7.289,50		16,10	1.193,01	6.096,49	2.686,17	44,06%
10	30/1/2017	8.210,69	500,00	180,00	8.890,69	7.289,50	222,60	16,10	1.194,62	6.094,88	2.795,81	45,87%
11	28/2/2017	8.304,64	500,00	230,00	9.034,64	7.289,50		15,60	1.157,52	6.131,98	2.902,66	47,34%
12	30/3/2017	8.473,74	500,00	230,00	9.203,74	7.289,50		15,60	1.157,52	6.131,98	3.071,76	50,09%
13	30/4/2017	8.680,41	500,00	230,00	9.410,41	8.211,62	188,05	15,60	977,88	7.233,74	2.176,68	30,09%
14	30/5/2017	8.896,49	500,00	230,00	9.626,49	8.211,62		16,35	1.024,90	7.186,72	2.439,76	33,95%
15	30/6/2017	9.079,68	500,00	230,00	9.809,68	8.211,62		16,80	1.053,11	7.158,51	2.651,16	37,04%
16	30/7/2017	9.187,71	500,00	230,00	9.917,71	8.211,62	444,30	17,99	1.141,85	7.069,77	2.847,94	40,28%
17	30/8/2017	9.319,23	630,00	300,00	10.249,23	8.211,62		17,60	1.117,10	7.094,52	3.154,71	44,47%
18	30/9/2017	9.469,54	630,00	300,00	10.399,54	8.211,62		17,50	1.110,75	7.100,87	3.298,67	46,45%
19	30/10/2017	9.610,46	630,00	300,00	10.540,46	9.830,13		17,90	1.136,14	8.693,99	1.846,46	21,24%
20	30/11/2017	9.793,65	630,00	300,00	10.723,65	9.830,13		17,50	1.110,75	8.719,38	2.004,27	22,99%
21	30/12/2017	9.934,57	630,00	300,00	10.864,57	9.830,13		18,90	1.199,61	8.630,52	2.234,04	25,89%
22	30/1/2018	10.155,33	630,00	300,00	11.085,33	9.830,13		19,85	1.259,91	8.570,22	2.515,11	29,35%
23	28/2/2018	10.404,28	630,00	390,00	11.424,28	9.830,13	292,20	20,35	1.486,57	8.343,56	3.080,72	36,92%
24	30/3/2018	10.620,36	630,00	390,00	11.640,36	9.830,13		20,40	1.490,22	8.339,91	3.300,44	39,57%
25	30/4/2018	10.864,61	630,00	390,00	11.884,61	11.021,54		20,80	1.519,44	9.502,10	2.382,50	25,07%
26	30/5/2018	11.146,44	630,00	390,00	12.166,44	11.021,54		25,40	1.855,47	9.166,07	3.000,37	32,73%
27	30/6/2018	11.418,88	630,00	390,00	12.438,88	11.021,54	315,00	29,40	2.315,25	8.706,29	3.732,58	42,87%
28	30/7/2018	11.710,10	630,00	390,00	12.730,10	11.021,54		27,80	2.189,25	8.832,29	3.897,81	44,13%
29	30/8/2018	12.142,25	787,00	448,50	13.377,75	11.021,54		38,20	3.008,25	8.013,29	5.364,45	66,94%

Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA

Lo que se observa es que, en el ejemplo propuesto para el tomador del crédito el gasto mensual, en un inicio representaba un 20% más caro que seguir alquilando, mientras que para agosto de este año tiene que desembolsar un 67% más que lo que hubiera desembolsado en caso de seguir alquilando y manteniendo su ahorro invertido en una opción relativamente conservadora como son las LETES en dólares.

No puede dejar de señalarse que muy probablemente en este año los alquileres no sigan la evolución de la inflación, con lo cual esa brecha podría profundizarse aún más en los meses siguientes.

Créditos UVA

Análisis del impacto de la inestabilidad cambiaria en 2018

Conclusiones

- Considerando como base de análisis un crédito de US\$ 80.000 bajo la modalidad UVA acordado en abril de 2016 en el Banco Nación (BNA) (para adquirir un inmueble de US\$ 100.000, donde se necesitaría un aporte propio de US\$ 20.000), con una duración a 30 años, con una tasa del 3,5%, la cuota pasó de \$8.613 en abril de 2018 a \$ 9.543 al mes de agosto 2018. **Se trata de un incremento de \$930 en la cuota, que representa 10,8% de aumento. Si la comparación se efectúa respecto a la cuota inicial fijada en abril 2016, que era de \$5.353, el aumento asciende a \$4.191 adicionales, 78,41% más.** Cabe indicar que estos cálculos no incluyen el efecto de los incrementos inflacionarios que se observarán en los meses subsiguientes, desde septiembre hasta fin de 2018.
- En lo que compete al capital adeudado, que bajo esta modalidad también se actualiza, se incrementó sustancialmente. **Entre el 1º de abril de 2018 y el 1º de agosto de 2018, aumentó \$184.121 al pasar de \$1.843.293 a \$2.027.806 (lo que equivale a una variación de 10%).** Esto ocurre en un caso donde incluso no hay atrasos en los pagos, es decir, el tomador del crédito cumple con todos los pagos mensuales. Si se considera el incremento desde que se tomó el crédito en abril de 2016 hasta agosto de 2018, **el monto adeudado se incrementó \$835.806 (70%).**
- La comparación con los créditos tradicionales revela la rápida convergencia del valor de la cuota UVA al valor del crédito tradicional, acortando cada vez más la distancia inicial. **Los saldos continúan ampliando la brecha relativa de los créditos UVA respecto de los montos adeudados de los créditos tradicionales. En agosto el saldo deudor llegó a ser más de una vez y media lo adeudado bajo el crédito tradicional,** revelando una importante pérdida para el prestatario y la protección otorgada por las autoridades al capital bancario y al sistema financiero en general.
- Considerando las expectativas de inflación relevadas por el BCRA en el REM, **la cuota del crédito se incrementará respecto a agosto, en más de \$1.400 para diciembre de 2018, llegando a \$11.003,** un incremento adicional de 12,7% para los cuatro meses que restan del año.
- El monto adeudado, habrá alcanzado en diciembre de 2018 **los \$2.321.235, más de \$200.000 adicionales al monto adeudado en el mes de septiembre de 2018,** es decir, un 10,5% adicional.
- Desde que se implementaron los créditos UVA, **se endurecieron fuertemente las condiciones de acceso:** la tasa aumentó de 3,5% a 6,5%, y el ingreso mínimo necesario se incrementó 165%. Actualmente para acceder a un UVA de US\$ 80.000 se debe contar con un ingreso de al menos **\$47.147** (considerando una cuota del 30% del ingreso)
- **El aumento de tasas tiene más que ver con la intención de los Bancos de securitizar sus carteras de este tipo de créditos, que con un aumento en el costo de fondeo del sistema financiero que obligue a incrementar las tasas para mantener el spread entre tasas activas y pasivas.** En efecto, el costo de fondeo del sistema financiero estimado por el BCRA por el total de los depósitos del sector privado era de 13,9% en abril de 2016 al lanzarse la UVA (entonces UVI), siendo de un 9,4% en noviembre y diciembre de 2017, cuando ocurrió la primera suba de tasas, y de 12,4% en mayo de este año cuando se ubicaron las tasas en su

nivel actual. En julio, con el aumento de la tasa de política monetaria por parte del BCRA, el costo de fondeo del sistema se ubicó apenas en 15,4%.

- En cuanto a la evolución de nuevos créditos UVA otorgados en 2018, **experimentan un cambio de tendencia**, con una **significativa desaceleración desde abril**. La tendencia es a la baja, con excepción del mes de marzo. Desde abril, cuando se inicia la corrida cambiaria, se agudiza la caída, pasando de **\$13.179 millones en dicho mes, equivalentes a U\$S 649 millones, conforme el tipo de cambio promedio para ese mes (\$ 20,23)**, a **\$4.900 millones en julio, equivalentes a U\$S177 millones (a un tipo de cambio de \$ 27,63)**, representando una **reducción de 73% en el otorgamiento de estos créditos**.
- **La alta volatilidad** de la cotización del dólar desde el inicio de la corrida cambiaria, y **la aparejada incertidumbre** que conlleva, **parecen ser un factor de peso** en la brusca desaceleración del otorgamiento de nuevos créditos hipotecarios UVA.
- En lo que respecta a la evolución de la cuota-salario, **entre abril de 2016 y diciembre de 2018**, se observa un sensible incremento del peso de la cuota en relación con el salario, incluso habiendo cumplimentado con el pago respectivo de las cuotas mensuales. **En el caso de los estatales, el peso de la cuota se incrementa de 23% a 29% en relación con el salario, mientras que en el caso de la UOM lo hace del 51% al 64% y en el promedio de las remuneraciones aumenta de 30% a 36%**.
- Cuando nos centramos en la relación entre los salarios necesarios para saldar el crédito hipotecario, se observa una dinámica similar a la de las cuotas-salario. **Se aprecia un deterioro en todos los sectores analizados**, requiriendo para diciembre de este año de **61 sueldos para cancelar el crédito en el caso de estatales, 134 sueldos para los técnicos de la UOM y 76 sueldos para el promedio de remuneraciones normales y permanentes**.
- Cuando se analiza el Crédito UVA en relación al alquiler, lo que se observa es que, en el ejemplo que supone la compra de un inmueble de U\$S 100.000, por el que se accedió a la financiación del 70% del valor, con un 5% de interés y a 20 años, el gasto mensual para el tomador del crédito representaba en un inicio un 20% más que seguir alquilando, mientras que para agosto de este año tiene que desembolsar un 67% más que lo que hubiera desembolsado en caso de seguir alquilando y manteniendo su ahorro invertido en una opción relativamente conservadora como son las LETES en dólares. No puede dejar de señalarse que muy probablemente en este año los alquileres no sigan la evolución de la inflación, con lo cual esa brecha podría profundizarse aún más en los meses siguientes.

Anexo Metodológico y Estadístico

Metodología de cálculo del CER

$CER_t = F_t * CER_{t-1}$ Nota: el sub-índice t representa la frecuencia diaria.

Por inducción hacia atrás:

$$CER_t = \prod_{j=1}^t F_j * CER_0$$

$$CER_t = CER_0 \prod_{j=1}^t F_j$$

Según BCRA: $CER_{02/02/02} = 1 \Rightarrow CER_0 = CER_{02/02/02} = 1$ por lo que se llega a,

$$CER_t = \prod_{d=1}^t F_d$$

t : Representa el día t.

Factor de actualización al momento t (F_t):

Ajuste del 1er al 6to día del mes j.

$$F_{t,1-6} = \left(\frac{IPC_{j-2}}{IPC_{j-3}} \right)^{\frac{1}{k}} \text{ entonces } F_{t,1-6} = \left(1 + \Delta IPC_{j-2:j-3} \right)^{\frac{1}{k}}$$

IPC es el índice de precios al consumidor del INDEC. Δ representa el operador diferencia. k: número de días del mes que se efectúa el cálculo.

Ajuste del día 7 al último día del mes j.

$$F_{t,7-30} = \left(\frac{IPC_{j-1}}{IPC_{j-2}} \right)^{\frac{1}{k}} \text{ entonces } F_{t,7-30} = \left(1 + \Delta IPC_{j-1:j-2} \right)^{\frac{1}{k}}$$

Metodología de cálculo del UVA

$$UVA_t^{\$} = 14,05 \frac{CER_{t-1}}{CER_0}$$

14,05 : Costo de Construcción de un milímetro cuadrado (mm^2) al 31/03/16 promedio CABA, Cord., Rosario, Para y S.Fe.

5,564 : Valor del CER al 31/03/16. Momento inicial.

$$CER_0 = CER_{31/03/16} = 5,564$$

CER_{t-1} : Es el CER diario del período anterior a "t".

$$UVA_t^{\$} = 14,05 \frac{CER_{t-1}}{5,564} \Rightarrow UVA_t^{\$} = \frac{14,05}{5,564} CER_{t-1}$$

Valores de CER y UVA proyectados en base a las expectativas de inflación REM

Fecha	CER	UVA	Fecha	CER	UVA	Fecha	CER	UVA	Fecha	CER	UVA
01/10/18	10,6285	26,807	15/11/18	11,2420	28,357	30/12/18	11,7534	29,656	13/02/19	12,1863	30,753
02/10/18	10,6419	26,841	16/11/18	11,2549	28,390	31/12/18	11,7635	29,681	14/02/19	12,1949	30,775
03/10/18	10,6554	26,875	17/11/18	11,2678	28,422	01/01/19	11,7736	29,707	15/02/19	12,2036	30,796
04/10/18	10,6689	26,909	18/11/18	11,2807	28,455	02/01/19	11,7837	29,732	16/02/19	12,2122	30,818
05/10/18	10,6824	26,943	19/11/18	11,2937	28,488	03/01/19	11,7939	29,758	17/02/19	12,2208	30,840
06/10/18	10,6959	26,977	20/11/18	11,3066	28,520	04/01/19	11,8040	29,784	18/02/19	12,2295	30,862
07/10/18	10,7095	27,011	21/11/18	11,3196	28,553	05/01/19	11,8142	29,809	19/02/19	12,2381	30,884
08/10/18	10,7230	27,045	22/11/18	11,3326	28,586	06/01/19	11,8243	29,835	20/02/19	12,2468	30,905
09/10/18	10,7366	27,079	23/11/18	11,3456	28,619	07/01/19	11,8337	29,860	21/02/19	12,2555	30,927
10/10/18	10,7502	27,114	24/11/18	11,3586	28,652	08/01/19	11,8432	29,884	22/02/19	12,2641	30,949
11/10/18	10,7638	27,148	25/11/18	11,3717	28,684	09/01/19	11,8526	29,908	23/02/19	12,2728	30,971
12/10/18	10,7774	27,182	26/11/18	11,3847	28,717	10/01/19	11,8620	29,932	24/02/19	12,2815	30,993
13/10/18	10,7911	27,217	27/11/18	11,3978	28,750	11/01/19	11,8715	29,956	25/02/19	12,2902	31,015
14/10/18	10,8047	27,251	28/11/18	11,4108	28,783	12/01/19	11,8810	29,980	26/02/19	12,2989	31,037
15/10/18	10,8184	27,286	29/11/18	11,4239	28,816	13/01/19	11,8904	30,004	27/02/19	12,3076	31,059
16/10/18	10,8321	27,320	30/11/18	11,4370	28,849	14/01/19	11,8999	30,027	28/02/19	12,3163	31,081
17/10/18	10,8458	27,355	01/12/18	11,4497	28,882	15/01/19	11,9094	30,051	01/03/19	12,3241	31,103
18/10/18	10,8596	27,389	02/12/18	11,4625	28,915	16/01/19	11,9189	30,075			
19/10/18	10,8733	27,424	03/12/18	11,4752	28,947	17/01/19	11,9284	30,099			
20/10/18	10,8871	27,459	04/12/18	11,4879	28,979	18/01/19	11,9379	30,123			
21/10/18	10,9008	27,494	05/12/18	11,5007	29,011	19/01/19	11,9474	30,147			
22/10/18	10,9146	27,528	06/12/18	11,5134	29,043	20/01/19	11,9569	30,171			
23/10/18	10,9285	27,563	07/12/18	11,5233	29,075	21/01/19	11,9664	30,195			
24/10/18	10,9423	27,598	08/12/18	11,5333	29,100	22/01/19	11,9760	30,219			
25/10/18	10,9562	27,633	09/12/18	11,5432	29,125	23/01/19	11,9855	30,243			
26/10/18	10,9700	27,668	10/12/18	11,5531	29,150	24/01/19	11,9951	30,268			
27/10/18	10,9839	27,703	11/12/18	11,5630	29,176	25/01/19	12,0046	30,292			
28/10/18	10,9978	27,738	12/12/18	11,5730	29,201	26/01/19	12,0142	30,316			
29/10/18	11,0117	27,773	13/12/18	11,5829	29,226	27/01/19	12,0238	30,340			
30/10/18	11,0257	27,808	14/12/18	11,5929	29,251	28/01/19	12,0333	30,364			
31/10/18	11,0396	27,844	15/12/18	11,6028	29,276	29/01/19	12,0429	30,388			
01/11/18	11,0541	27,879	16/12/18	11,6128	29,301	30/01/19	12,0525	30,413			
02/11/18	11,0685	27,915	17/12/18	11,6228	29,326	31/01/19	12,0621	30,437			
03/11/18	11,0830	27,952	18/12/18	11,6328	29,352	01/02/19	12,0728	30,461			
04/11/18	11,0975	27,988	19/12/18	11,6428	29,377	02/02/19	12,0834	30,488			
05/11/18	11,1120	28,025	20/12/18	11,6528	29,402	03/02/19	12,0941	30,515			
06/11/18	11,1266	28,062	21/12/18	11,6628	29,427	04/02/19	12,1048	30,542			
07/11/18	11,1393	28,098	22/12/18	11,6729	29,453	05/02/19	12,1154	30,569			
08/11/18	11,1521	28,131	23/12/18	11,6829	29,478	06/02/19	12,1261	30,596			
09/11/18	11,1649	28,163	24/12/18	11,6929	29,503	07/02/19	12,1347	30,623			
10/11/18	11,1777	28,195	25/12/18	11,7030	29,529	08/02/19	12,1433	30,644			
11/11/18	11,1906	28,228	26/12/18	11,7131	29,554	09/02/19	12,1519	30,666			
12/11/18	11,2034	28,260	27/12/18	11,7231	29,579	10/02/19	12,1605	30,688			
13/11/18	11,2162	28,292	28/12/18	11,7332	29,605	11/02/19	12,1691	30,709			
14/11/18	11,2291	28,325	29/12/18	11,7433	29,630	12/02/19	12,1777	30,731			