

Situación Inmobiliaria Perú

Servicio de Estudios Económicos
Agosto 2009



- Impactos de la crisis en el sector inmobiliario
- ¿Que está haciendo el sector público para atenuarlos?
- Balance y perspectivas 2009-2010

Índice

Fecha de cierre: Julio 2009

Resumen Ejecutivo.....	2
-------------------------------	----------

I. Impactos de la crisis en el sector inmobiliario.....	3
--	----------

1. Factores de demanda.....	3
-----------------------------	---

2. Factores de oferta.....	3
----------------------------	---

Recuadro. Evolución y perspectivas en los mercados de oficinas y centros comerciales.....	5
--	---

3. Financiamiento bancario para el sector.....	7
--	---

4. Mercado Inmobiliario.....	10
------------------------------	----

Recuadro. Recesión y mercado inmobiliario: experiencia y lecciones..... de la década de los noventa	12
--	----

II. Medidas del sector público para atenuar los impactos.....	14
de la crisis en el sector inmobiliario	

III. Balance y perspectivas 2009-2010.....	16
---	-----------

Coordinación:

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Contribuciones:

Hugo Perea

Javier Dorich

Jasmina Bjeletic

hperea@grupobbva.com.pe

jdorich@grupobbva.com.pe

jbjeletic@grupobbva.com.pe

Resumen Ejecutivo

La actividad inmobiliaria, que hasta comienzos de 2008 crecía a tasas cercanas al 20%, viene experimentando en los últimos meses el impacto de la crisis financiera internacional.

Por el lado de la demanda, los efectos se manifiestan en un consumidor más cauteloso y adverso al endeudamiento, debido a un entorno de mayor incertidumbre ante la ralentización del empleo. Asimismo, por el lado de la oferta, las expectativas de las empresas constructoras también se han deteriorado a la vez que enfrentan condiciones de acceso al crédito más exigentes que las vigentes hace algunos meses.

Cabe mencionar que los costos de los materiales de construcción han descendido en los últimos meses, en particular los del fierro y acabados para la construcción pero se espera que se reduzcan de nuevo al menos un 5%. De producirse la bajada, esta brindaría cierto espacio a las empresas para reducir los precios sin sacrificar márgenes de ganancia.

Como resultado del menor dinamismo del sector inmobiliario, las colocaciones mensuales de créditos hipotecarios han disminuido, aunque muestran cierta tendencia a recuperarse desde el mes de mayo. A su vez, las tasas de interés sobre los préstamos hipotecarios han mostrado una tendencia decreciente desde febrero aunque sin alcanzar los niveles de septiembre de 2008. Además, la morosidad se mantiene en niveles bajos y la dolarización continúa disminuyendo.

En este contexto de desaceleración, el Gobierno viene adoptando una serie de medidas para impulsar el crecimiento de la construcción, y en particular, de la actividad inmobiliaria en el Perú, principalmente a través del programa Techo Propio. De hecho, el impulso del sector público explicaría cerca del 50% del crecimiento del PBI en construcción durante el 2009.

Además de estos programas, parece importante que el Gobierno siga dedicando esfuerzos para impulsar el mercado de créditos hipotecarios. Una alternativa de financiamiento que se viene evaluando es la de los llamados “bonos cubiertos” (*covered bonds*), aunque estimamos que este tipo de emisiones podría tomar algunos años para consolidarse en el mercado peruano.

Para los próximos años, las perspectivas para el sector siguen siendo favorables, debido a factores estructurales como el actual déficit habitacional, las tendencias poblacionales, las posibilidades de penetración del financiamiento hipotecario, así como los sólidos fundamentos macroeconómicos del país (alto crecimiento potencial, estabilidad macroeconómica, grado de inversión).

I. Impactos de la crisis en el sector inmobiliario

La actividad inmobiliaria es altamente procíclica (ver **Gráfico 1**) y registra una mayor volatilidad que el PBI, tanto al alza como a la baja. Así, en el actual contexto de menor crecimiento económico, se observa que el sector inmobiliario peruano viene registrando una rápida desaceleración. Diversos factores de demanda y oferta, así como las condiciones de financiamiento explican la evolución del sector desde el último trimestre de 2008.

1. Factores de demanda

Consumidor más cauto en sus gastos y con menor disposición al endeudamiento

En un entorno de mayor incertidumbre asociado a la débil expansión del producto que se espera para este año, el consumidor peruano promedio se ha vuelto más cauto en sus gastos, por lo que estaría optando por postergar decisiones de compra. En particular, según una encuesta hecha en diciembre de 2008 por Ipsos Apoyo Opinión y Mercado, el 35% de los consumidores urbanos prefiere reducir o postergar la compra de bienes durables como automóviles o bienes inmuebles (ver **Gráfico 2**).

Otra característica que revela la encuesta es que un 40% de los consumidores desea reducir sus niveles de endeudamiento. Esto es muy relevante para el sector inmobiliario, dado que la compra de un inmueble requiere normalmente de financiamiento bancario. En este sentido, los consumidores estarían posponiendo sus decisiones de compra hasta que la coyuntura mejore o generen ahorros suficientes para limitar su endeudamiento.

La principal razón por la que los consumidores se han vuelto más cautos es su percepción sobre las condiciones del mercado laboral. Así, el índice de confianza del consumidor en su componente trabajo tocó un mínimo de 36 puntos en abril de 2009, luego de promediar 45 puntos a inicios de 2008.

Cabe mencionar que la creación de empleo se ha ralentizado y en algunos sectores como la manufactura (sobre todo las ramas orientadas a la exportación) viene contrayéndose (ver **Gráfico 3**). En todo caso, otros sectores como comercio y servicios mantienen un comportamiento positivo, con un mercado laboral que continúa creciendo. En el balance, la tasa de desempleo en Lima Metropolitana (en términos desestacionalizados) se ha incrementado nueve décimas entre 2T08 y 2T09, pasando de 7,4% a 8,3%.

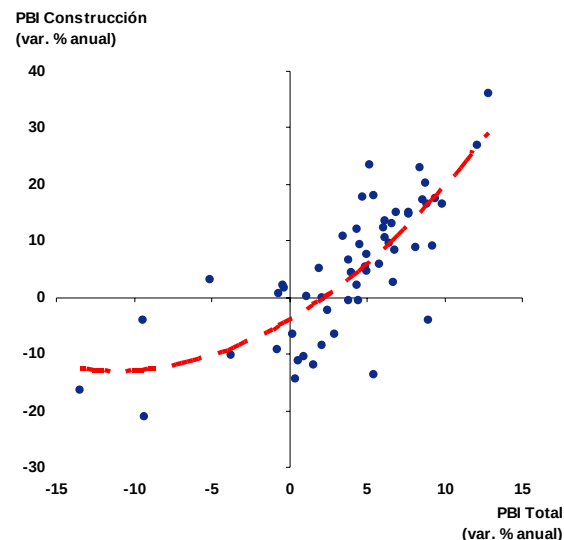
2. Factores de oferta

Las empresas constructoras se han enfrentado a una serie de cambios en el entorno, que van desde los costos de la construcción (insumos, mano de obra y terrenos) hasta variaciones en las expectativas de crecimiento de la demanda.

Deterioro en las expectativas de empresas constructoras

Según las últimas encuestas del sector Construcción del Banco Central, las expectativas de las empresas constructoras se han deteriorado en los últimos trimestres (ver **Gráfico 4**). Por ejemplo, ante las perspectivas del sector para los siguientes 3 meses, sólo un 11% de los empresarios espera mejoras mientras que un 16% espera una caída en la actividad del sector. En contraposición, en los primeros 3 trimestres de 2008, cerca de 60% anticipaba crecimiento en el sector, y solo un 2% contracción.

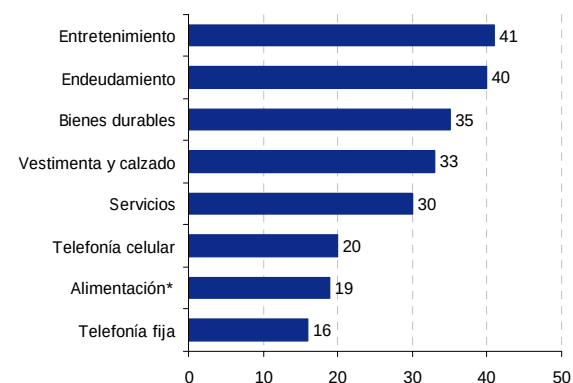
Gráfico 1: PBI y PBI Construcción (var. % anual)



Fuente: BCRP

Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 2: Rubros de reducción en el gasto de los consumidores

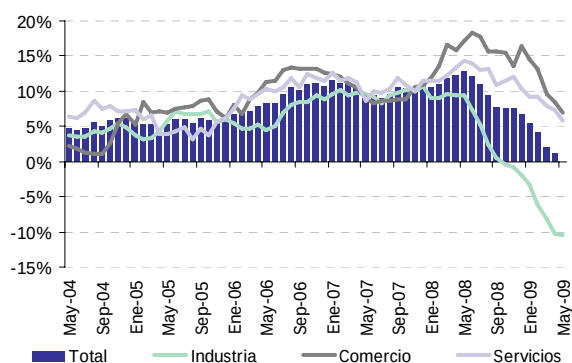


* Reemplazo por marcas y productos de menor precio

Fuente: IPSOS Apoyo Opinión y Mercado

Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 3: Empleo en Lima Metropolitana (var. % interanual)



Fuente: INEI

Elaboración: BBVA Banco Continental

Costos de insumos se reducen en medio de la crisis

Luego de experimentar un crecimiento de hasta 17% interanual hasta septiembre de 2008, los precios de los insumos para la construcción empezaron a disminuir, en línea con las cotizaciones de los *commodities* y otros bienes industriales en el mundo. Al cierre de julio, el Índice de Materiales para la Construcción (IMPC) se ubica en un nivel similar al de marzo de 2008 y 12,3% por debajo de su pico en septiembre de 2008 (ver **Gráfico 5**).

Cabe señalar que, salvo en el caso de los aglomerantes (concreto) y el cemento, la caída en los precios de los materiales e insumos ha sido generalizada. El caso más notorio es el de los insumos metálicos (barras para la construcción), que al cierre de julio han caído 40% respecto de su pico. Esta dinámica está asociada a la evolución del precio internacional del acero, que siguió la trayectoria a la baja de otros metales como el cobre o el zinc.

Para los empresarios del sector, la reducción en el precio de los insumos alivia las necesidades de financiamiento y capital de trabajo. Según fuentes de mercado, los materiales utilizados en una construcción (incluyendo el casco y los acabados) pueden llegar a representar el 40% del costo total. En este sentido, la reducción en el precio de los materiales de construcción tendría una incidencia de hasta 5 puntos porcentuales en el costo total para los empresarios del sector.

Costo de la mano de obra podría ajustarse en los próximos meses

A diferencia de lo ocurrido con los insumos, los costos asociados a la mano de obra, que representan hasta 30% del costo total, no se han reducido. De hecho, según la encuesta permanente de empleo e ingresos del INEI, los salarios por hora promedio en el primer semestre de 2009 se han incrementado 21% respecto de similar periodo del año anterior (ver **Gráfico 6**).

Cabe señalar que, en el Perú, la mayoría de trabajadores del sector construcción se encuentran sindicalizados a través de la Federación de Trabajadores de Construcción Civil del Perú (FTCCP). Los dirigentes del sindicato se reúnen anualmente con representantes de la Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO) y negocian, entre otras cosas, sus pretensiones salariales.

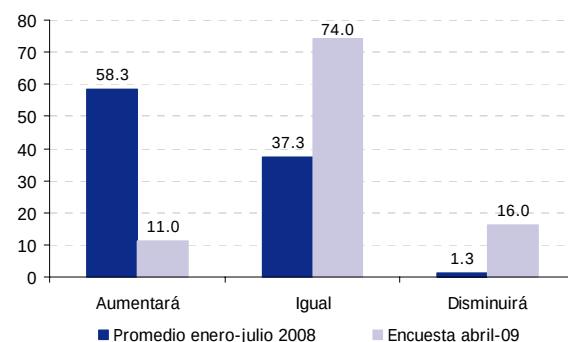
A inicios del mes de agosto, concluyeron las negociaciones correspondientes al periodo julio 2009-junio 2010, llegando a un acuerdo para incrementar los salarios un 4,5% en promedio (en su pliego de reclamos, la FTCCP exigió un incremento aproximado de 20%).

Altos precios de terrenos adquiridos limitan reducción de precios

Durante la rápida expansión que mostró el sector construcción en la primera mitad de la década, los precios de los terrenos en Lima Metropolitana se elevaron, debido a una combinación de alta demanda por parte de las promotoras inmobiliarias frente a una escasez relativa por parte de la oferta. Así, sólo en 2008, Capeco estima que el precio de los terrenos (que puede representar hasta un 30% del costo total) se incrementó en 30%.

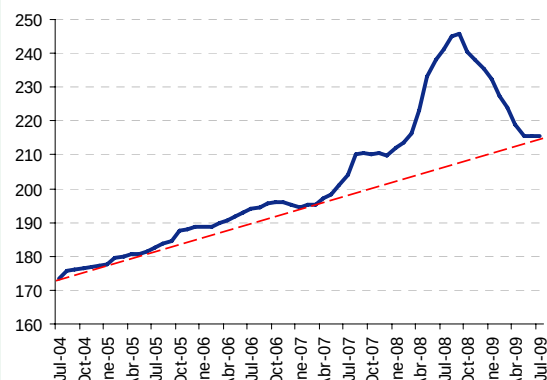
En lo que va de 2009, no existe mucha información respecto a la evolución del precio de los terrenos, debido a un bajo número de transacciones. En todo caso, según la consultora Rodrigo & Asociados, los precios de algunos terrenos para proyectos inmobiliarios en Perú habrían registrado una caída de 10% en lo que va del año, ante la mayor cautela de los inversionistas para iniciar nuevas construcciones. Utilizando un supuesto más conservador (5%), estimamos que la caída en los precios de los terrenos tendría una incidencia de 3 puntos porcentuales los costos de las empresas de construcción.

Gráfico 4: Expectativas de empresas del sector construcción (a 3 meses - %)



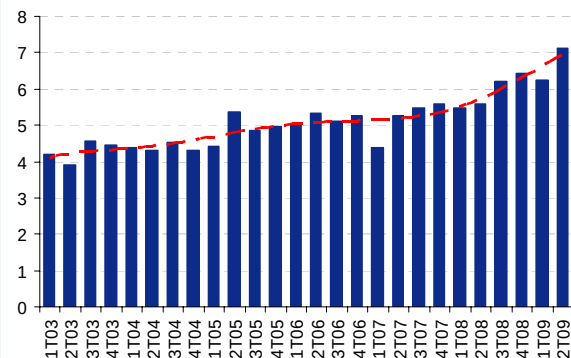
Fuente: BCRP
Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 5: Índice de precios de materiales de construcción (dic01=100)



Fuente: INEI
Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 6: Ingresos de trabajadores del sector construcción (\$/ hora)



Fuente: INEI
Elaboración: BBVA Banco Continental

La desaceleración de la actividad económica no solo ha afectado al mercado inmobiliario de viviendas, sino también a otros mercados cercanos como el de oficinas y centros comerciales.

1. Impactos sobre el mercado de oficinas

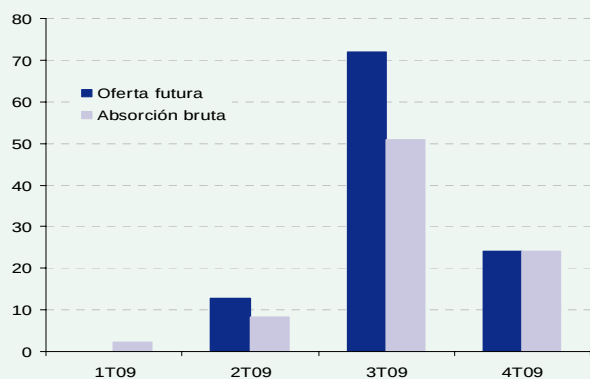
Antes de que la actividad económica empezara a desacelerarse, el mercado de oficinas de Lima se caracterizaba por una tasa de vacancia muy baja (cercana al 1%) y una elevada demanda, factores que presionaban los precios de compra y de venta al alza. En ese contexto, empresas constructoras como AESA (Grupo Brescia) y Centenario (Grupo Romero) apostaron por la construcción de edificios de oficinas.

Así, durante el primer y segundo trimestre del año, la oferta de oficinas se incrementó en 12,700 metros cuadrados, correspondientes a las torres 1 y 2 del proyecto Cronos. Por su parte, pese a que la absorción (espacios ocupados) en el edificio Cronos llegó a 9,600 m², la absorción neta fue de solo 3,400 m², debido a que en la mayoría de casos los espacios han sido ocupados por empresas transnacionales en proceso de reubicación, y no por empresas que recién ingresan al país. En todo caso, la tasa de vacancia se incrementó a 2,7%, luego de tocar un mínimo de 0,7% al cierre de 2008 (se calcula que una tasa de vacancia "sana" se ubica entre 5% y 8%).

En cuanto a los precios de alquiler por metro cuadrado, se ha producido una ligera caída en lo que va del año, pasando de US\$ 16,3 por metro cuadrado al cierre de 2008 hasta US\$ 15,6 en el segundo trimestre de 2009 (4% de caída).

En los próximos meses, el mercado de oficinas de Lima continuaría incorporando espacios que actualmente se encuentran en construcción, y que no serían totalmente absorbidos por la demanda actual (ver **Gráfico I**).

Gráfico I: Oferta futura y absorción bruta en mercado de oficinas (miles m²)



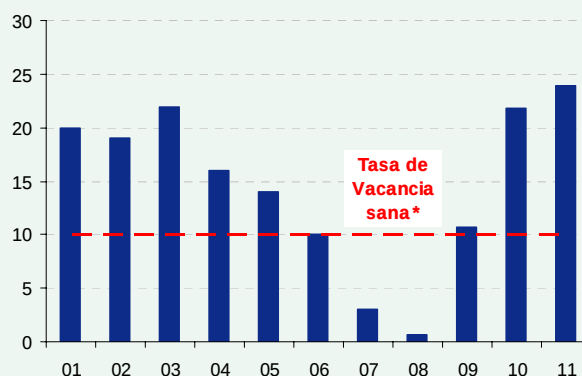
Fuente: Colliers International

De hecho, el tercer trimestre sería el más activo del año, con la entrega de más de 70 mil metros cuadrados, distribuidos en 7 edificios. La absorción neta (considerando los espacios desocupados por reubicación) de los espacios sería de unos 35 mil metros cuadrados, con lo cual la tasa de vacancia podría acercarse al 10%.

De otro lado, hacia 2010, es posible que empiecen a darse señales de un exceso de oferta en el sector, tanto por los nuevos proyectos desarrollados como por una mayor cautela por parte del sector corporativo, que podría entrar en una etapa de revisión en sus planes de reubicación o ingreso al mercado peruano.

De hecho, según Colliers, la tasa de vacancia continuaría incrementándose en 2010 y 2011, hasta llegar a niveles superiores al 20% (ver **Gráfico II**). De producirse esta sobreoferta, habría una presión a la baja sobre los precios de venta y alquiler, especialmente en aquellos proyectos que no lleguen al menos al 50% de ocupación.

Gráfico II: Tasa de vacancia en oficinas (%)

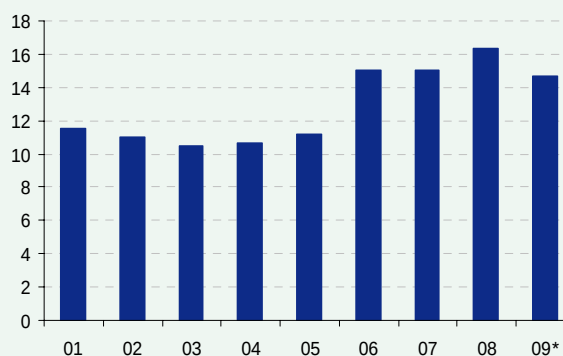


* Entendida como aquella que no genera presiones sobre los precios de alquiler

Fuente: Colliers International

En este contexto, estimamos que los precios promedio de alquileres en el mercado de oficinas podrían llegar a los US\$ 14,7 /m² al cierre de 2009, un 10% menos que al cierre de 2008 (ver **Gráfico III**).

Gráfico III: Precio de alquiler (fin de periodo - US\$ por m²)



* Proyección

Fuente: Colliers International

Finalmente, es posible que aquellos proyectos anunciados para 2010 y 2011 que no han iniciado todavía la obra aplacen o cancelen definitivamente sus proyectos, a menos que alcancen un mínimo de preventas de 40%. Ello podría generar cierto equilibrio en el mercado y restar algo de presión sobre los precios.

2. Impactos sobre el mercado de centros comerciales

Pese al menor dinamismo de la economía y del consumo, la edificación de centros comerciales en Lima y las principales provincias del Perú ha continuado con fuerza en lo que va del 2009, superando incluso a las inversiones hechas en el 2008, año en el que se hicieron 6 aperturas (ver **Cuadro I**).

Cuadro I: Apertura de Centros Comerciales en 2008

Proyecto	Ubicación	Desarrollador	Inversión (US\$ millones)
Mall Aventura Plaza Bellavista	Lima	Mall Aventura Plaza	80
Real Plaza Huancayo (1° etapa)	Huancayo	Grupo Interbank	30
Plaza del Sol	Ica	Grupo Romero	29
Los Jardines Open Plaza	Trujillo	Malls Perú	26
Open Plaza Canta Callao	Lima	Malls Perú	20
Real Plaza Pro	Lima	Grupo Interbank	10
TOTAL 2008			195

Fuente: Colliers International, BCRP

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

En todo caso, es cierto que algunos actores internacionales como Falabella y Cencosud han postergado algunos proyectos, debido a que estarían siendo más cautos al invertir y privilegiando una adecuada situación de liquidez. En esta misma línea, la cadena de supermercados Wal-Mart anunció que si bien tenía al Perú en sus planes, su entrada al mercado no se produciría en 2009.

Por el contrario, los operadores locales continúan invirtiendo en esta actividad, apostando a una mayor penetración del consumo moderno en el país. De este modo, el primer semestre de 2009 se ha caracterizado por la apertura y lanzamiento de proyectos que continúan consolidando al comercio minorista moderno, mientras que los proyectos en cartera para los próximos dos años dan cuenta de que el boom de los centros comerciales continuaría en el Perú al menos hasta 2010 (ver **Cuadro II**).

Cuadro II: Inversiones en Centros Comerciales 2009-2010

Proyecto	Ubicación	Grupo	Inversión (US\$ millones)	Fecha de apertura
Plaza Lima Norte	Lima	Wong	150	2T09
Open Plaza Surquillo	Lima	Malls Perú	100	2010
Mall Aventura Plaza Arequipa	Arequipa	Mall Aventura	80	2010
Mall Aventura Plaza Santa Anita	Lima	Mall Aventura	80	2010
Real Plaza Puruchuco	Lima	Interbank	60	2010
Real Plaza Centro Cívico	Lima	Interbank	45	4T09
Mega Plaza Este	Lima	Parque Arauco	40	2010
Open Plaza Piura	Piura	Malls Perú	30	2010
Primavera Plaza (remodelación)	Lima	Interbank	20	2010
Real Plaza Arequipa	Arequipa	Interbank	18	2010
Centro Comercial Imperio	Lima	Torvisco	15	4T09
Strip Center Chorrillos	Lima	Parque Arauco	4	4T09
Plaza del Sol (ampliación)	Piura	Romero	4	2010
Strip Center La Victoria	Lima	Brescia	4	4T09
Strip Center Caminos del Inca	Lima	Brescia	4	1T10
Plaza Fundación Faucett	Lima	Los Portales	3	4T09
Inversión total 2009-2010			656	

Memo: Inversión en Lima (% del total)

80%

Fuente: Colliers International, BCRP

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Así, entre finales de 2008 e inicios de 2009 se incorporaron importantes proyectos de centros comerciales en todo el país, entre los que destacan Mall Aventura Plaza Bellavista (US\$ 80 millones) y Real Plaza Huancayo (US\$ 30 millones).

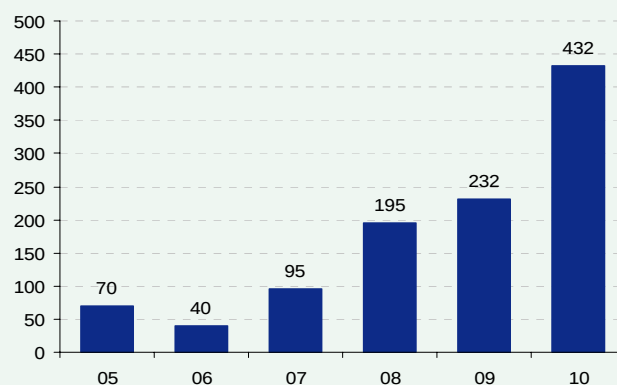
Asimismo, en el segundo trimestre se produjo la apertura más importante en el 2009: la primera etapa del Centro Comercial Plaza Norte, ubicado en el distrito de Independencia (Lima Norte). Al finalizar las obras, se espera una inversión total de US\$ 150 millones, en un área de 200 mil metros cuadrados.

En lo que resta del año, la apertura más importante se daría en el último trimestre, con la inauguración del Real Plaza Centro Cívico (Urbi Propiedades), en el Cercado de Lima, con una inversión de US\$ 45 millones. Asimismo, se producirían ampliaciones en los principales centros comerciales del país: Jockey Plaza, Megaplaza y Plaza San Miguel.

Otro formato que se mostraría dinámico sería el de strip centers (pequeños centros comerciales), diseñado para espacios más pequeños. Cada uno puede demandar una inversión de hasta US\$ 4 millones, y se espera el ingreso de hasta 5 de ellos en diferentes zonas de la capital durante 2009.

Finalmente, para 2010 las aperturas en locales comerciales continuarían en Lima y provincias, lideradas bajo las marcas Real Plaza, Aventura Mall Plaza, Open Plaza y Mega Plaza (ver **Gráfico IV**). En total, las inversiones en centros comerciales que serán inaugurados superan los US\$ 400 millones (sin contar aperturas de supermercados, tiendas por departamento o tiendas de mejoramiento del hogar que no se encuentren dentro de centros comerciales).

Gráfico IV: Inversiones en Centros Comerciales*



* De acuerdo al año de apertura

Fuente: ACCEP, BCRP, Colliers International

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Uno de los centros comerciales más importantes que iniciará actividades en 2010 será Open Plaza Surquillo (asociado a Falabella), cuyas obras empezaron en el segundo trimestre de 2009 y que demandará una inversión total de US\$ 100 millones. Otras inversiones importantes a incorporarse en 2010 se darían en Lima Este: Real Plaza Puruchuco (US\$ 60 millones) y Mega Plaza Este (US\$ 40 millones).

Javier Dorich

jdorich@grupobbva.com.pe

Empresas constructoras con espacio para mantener márgenes

Tomando en cuenta la evolución esperada de los costos de las empresas constructoras, estimamos que existe un espacio de hasta 5 puntos porcentuales para que los precios finales de venta se reduzcan, sin necesidad de generar una caída en los márgenes de ganancia (ver **Gráfico 7**).

Cabe precisar que este cálculo es solo referencial, debido a que algunas empresas podrían verse afectadas por un descalce temporal entre los costos y los ingresos, especialmente aquellas que han concluido las obras en meses recientes y no logran colocar todos sus inmuebles. Estas empresas se verían perjudicadas por una coyuntura en la que construyeron cuando los costos llegaron a su pico, y tendrán que vender con una trayectoria de precios de venta a la baja.

3. Financiamiento bancario para el sector

A. Empresas inmobiliarias: Condiciones algo más exigentes

Al cierre de junio de 2009, los créditos comerciales para el sector construcción y de actividades inmobiliarias se ubicaron en S/. 6,400 millones, 9,3% menor al pico alcanzado en diciembre del año previo (ver **Gráfico 8**). Esta caída se explicaría por condiciones un tanto más exigentes para conseguir financiamiento de los bancos, así como por una menor demanda por parte de las empresas promotoras.

Así, los requerimientos bancarios de preventas para el desembolso a los promotores inmobiliarios se han elevado hasta un 50% del total de viviendas construidas, cuando a mediados de 2008 dicho porcentaje fluctuaba entre un 20% y 30%.

En este contexto, según la IX Encuesta al Sector Construcción del Banco Central, las empresas promotoras han reportado una mayor dificultad para acceder al crédito del sistema bancario. Así, a abril de 2009, sólo el 6% de las empresas consideraba que tenía un acceso fácil al crédito (30% a inicios de 2008).

En todo caso, es importante señalar que, al menos por el momento, condiciones de financiamiento más exigentes no tienen un impacto significativo en las empresas del sector, debido a que: (i) el financiamiento que solicitan es normalmente de muy corto plazo, por lo que eventuales incrementos en la tasa de interés tienen un impacto marginal, y (ii) las empresas obtienen importantes flujos de capital de trabajo a partir de las preventas realizadas con clientes.

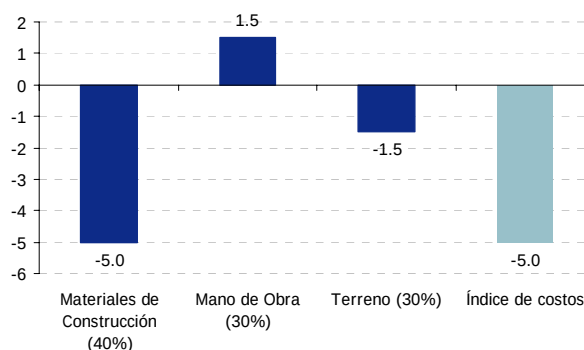
B. Créditos hipotecarios: Estabilización en los últimos meses

El mercado de créditos hipotecarios ha perdido en los últimos meses el dinamismo que tuvo en los últimos 5 años, aunque mantiene todavía un modesto crecimiento. Al cierre de junio, el saldo de créditos hipotecarios del sistema financiero se ubicó en S/. 11,331 millones (US\$ 3,762 millones), 17,4% más que en similar mes del año anterior (ver **Gráfico 9**).

Cabe señalar que el flujo crediticio de colocaciones hipotecarias ha tenido una evolución mixta en los últimos meses. De esta manera, tras llegar a un flujo mensual promedio de S/. 200 millones en el tercer trimestre de 2008, el ritmo de los nuevos créditos hipotecarios se redujo en 50%, hasta un promedio mensual de S/. 100 millones en 1T09. Finalmente, en el segundo trimestre el ritmo mensual promedio aumentó a S/. 150 millones.

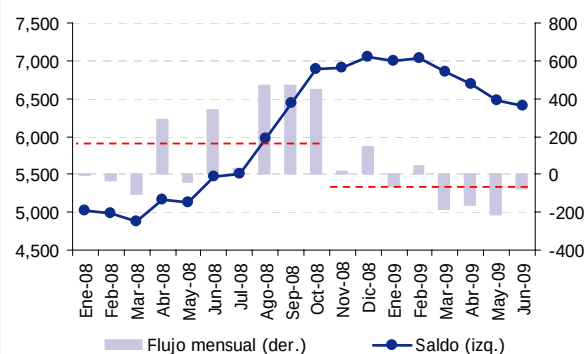
En términos de ritmo de crecimiento, las colocaciones hipotecarias crecían a 2% mensual hasta el tercer trimestre de 2008, mientras que en lo que va del 2009 el crecimiento mensual se redujo a 1%.

Gráfico 7: Evolución de los costos de empresas constructoras (puntos porcentuales)



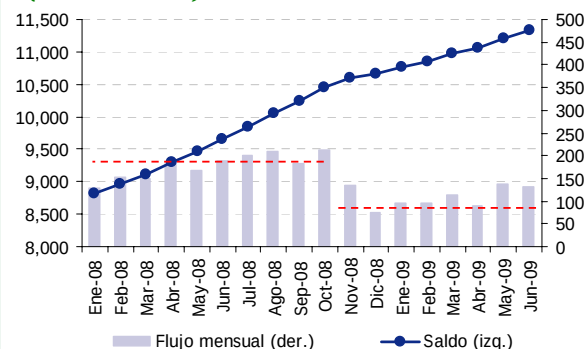
Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 8: Créditos comerciales al sector construcción* (S/. millones)



* Incluye créditos a la construcción y a actividades inmobiliarias
Fuente: SBS
Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 9: Créditos hipotecarios (S/. millones)



Fuente: SBS
Elaboración: BBVA Banco Continental

B.1. Tasas de interés hipotecarias: corrección tras aumento en 4T08

Las tasas de interés de los créditos hipotecarios han registrado una reducción en lo que va del año, aunque se mantienen por encima de los niveles previos al tercer trimestre de 2008 (quiebra de Lehman Brothers, ver **Gráfico 10**).

Así, desde marzo de 2009 se observa una paulatina corrección en las tasas de interés en soles y dólares, luego de que las mismas se incrementaran entre septiembre y diciembre del año anterior. Esta evolución se explica por una menor aversión al riesgo a nivel mundial, luego de alcanzar picos históricos hacia finales de 2008.

En el caso de las tasas de interés en soles, ellas se han reducido 150 puntos básicos entre marzo y julio, pasando de 11,7% a 10,2%. En todo caso, es una tasa más alta que el 9,7% que promediaba dicha tasa hacia el tercer trimestre de 2008.

En términos de *spreads*, la tasa de interés de un préstamo hipotecario en soles es equivalente al rendimiento del Bono Soberano 2026 más 370 puntos básicos, menor al *spread* de 490 pbs. en mayo de 2009 aunque por encima de su nivel promedio 250 pbs en el primer semestre de 2008. La razón por la que este *spread* se ha ampliado podría atribuirse a un mayor riesgo de que la moneda nacional se deprecie respecto del dólar en los próximos años.

Por otro lado, en el caso de las tasas de interés en dólares, éstas muestran una reducción de 70 puntos básicos entre marzo y julio, pasando de 10,8% a 10,1%. Esta tasa se mantiene por encima del nivel promedio de 9,5% en septiembre de 2008.

En términos de *spreads*, la tasa de interés de un préstamo hipotecario en dólares es equivalente al rendimiento del Bono Global 2025 más 340 puntos básicos (410 pbs. en mayo de 2009). En este sentido, los *spreads* aplicados a préstamos hipotecarios en moneda nacional y extranjera se mantienen en un nivel similar (ver **Gráfico 11**), lo que podría reflejar expectativas cambiarias similares entre la banca y el mercado.

B.2. Plazos y *loan-to-value*

Pese a que podría esperarse una reducción en los plazos promedio de endeudamiento (por la aversión de los consumidores a tomar deuda), según información de mercado no se habrían producido grandes cambios en el plazo promedio de los nuevos créditos hipotecarios, los cuales se mantendrían en un rango de entre 10 y 15 años.

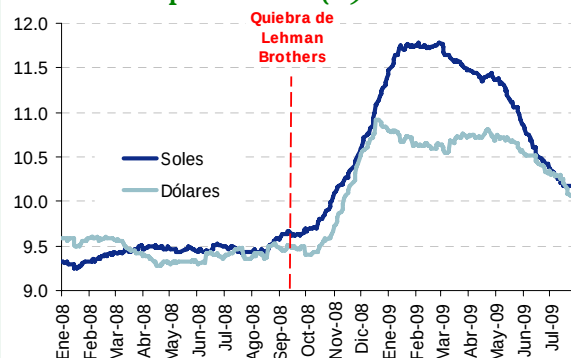
De otro lado, estimamos que el *loan-to-value* (definido como el ratio entre el monto del préstamo y el valor del inmueble hipotecado) se habría reducido en los últimos meses, debido a que: (i) las personas estarían aportando una mayor inicial (menor deuda como porcentaje del valor del inmueble) y (ii) el valor de las propiedades inmuebles se ha mantenido estable en los últimos meses.

B.3. Morosidad: en niveles bajos, ligeras señales de alerta

Durante los últimos meses, la tasa de morosidad de créditos hipotecarios se ha incrementado, aunque a un ritmo moderado. De esta manera, al cierre de junio, la tasa de morosidad de créditos hipotecarios se ubicó en 0,84%, luego de llegar a un mínimo de 0,71% en setiembre de 2008 (ver **Gráfico 12**). Estos ratios serían el reflejo de una correcta gestión del riesgo por parte de las entidades financieras.

En todo caso, si bien la morosidad se mantiene en niveles inferiores al 1%, la categoría de riesgo de los deudores viene deteriorándose desde finales de 2008. Así, el porcentaje de deudores con problemas potenciales

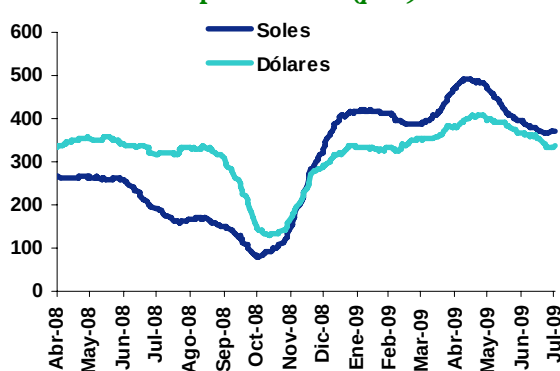
Gráfico 10: Tasas de interés de créditos hipotecarios (%)



Fuente: SBS

Elaboración: BBVA Banco Continental

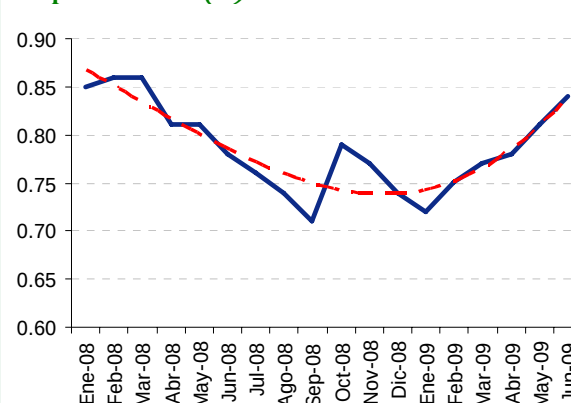
Gráfico 11: Spreads de tasas de interés de créditos hipotecarios (pbs)



Fuente: SBS, Bloomberg

Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 12: Morosidad de créditos hipotecarios (%)



Fuente: SBS

Elaboración: BBVA Banco Continental

(CPP), deficientes y dudosos se incrementaron de 3,6% al cierre de 2008 a 4,4% al finalizar el segundo trimestre de 2009.

Cabe señalar que es posible que tanto la morosidad como el porcentaje de deudores con atrasos en sus pagos se incrementen en los próximos meses. Sin embargo, la situación es mucho mejor que la registrada a finales de los años 90 (al cierre de 1999, la proporción de deudores de créditos hipotecarios clasificados como CPP, deficientes y dudosos llegó a 16,8%).

B.4. Dolarización: incertidumbre cambiaria ayuda a reducirla

Al cierre de junio, la dolarización de los créditos hipotecarios se ubicó en 64,2%, 11 puntos porcentuales menos que en mismo mes del año anterior (ver **Gráfico 13**). Esta reducción es más notoria en los flujos de los últimos 12 meses: así, en los últimos 12 meses, apenas la cuarta parte de los nuevos créditos fueron generados en moneda extranjera.

Uno de los motivos por los que la dolarización continúa reduciéndose es la incertidumbre y volatilidad cambiaria en los últimos meses. De hecho, el tipo de cambio ha fluctuado entre S/. 2.95 y S/. 3.30 por dólar, sin que se imponga una tendencia clara al alza o a la baja. En todo caso, los consumidores estarían optando por no exponerse al riesgo cambiario.

Asimismo, otro hecho que contribuye a la desdolarización de los créditos hipotecarios es la posibilidad que ofrecen los bancos de obtener créditos a largo plazo en soles a tasas competitivas. Así, hasta el año 2005, las tasas de interés en moneda nacional eran 5 puntos porcentuales más altas que las tasas en dólares. Actualmente, el diferencial es de apenas 10 puntos básicos.

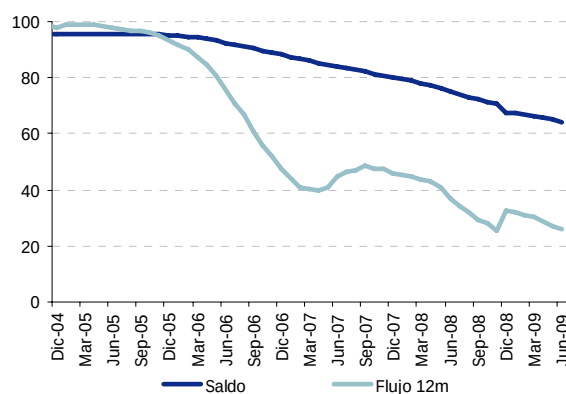
Esto ha sido posible, en parte, gracias a la emisión de bonos soberanos (en soles) por parte del Gobierno peruano, que permite marcar un *benchmark* para las tasas de interés de largo plazo en soles.

B.5. Participación de mercado

La participación de mercado de las entidades bancarias en créditos hipotecarios ha variado ligeramente entre junio de 2008 y junio de 2009, aunque manteniendo las mismas posiciones (ver **Gráfico 14**). En este sentido, el Banco de Crédito BCP mantiene el primer lugar en el sistema, con un 35,5%, seguido por el BBVA Banco Continental con el 31,4%. En tercer lugar se ubica Scotiabank (13,6%), que recientemente absorbió la cartera hipotecaria del Banco del Trabajo. Interbank se ubica cuarto con 10,5% y un grupo de 7 bancos se reparten el 9% restante.

Cabe destacar que el mercado de créditos hipotecarios tiene aún un amplio margen para seguir creciendo, pues mantiene una penetración baja respecto del PBI (3% en el 2009), a diferencia de otros países de la región que tienen un mercado hipotecario más profundo como Chile (15% del PBI) y México (11% del PBI).

Gráfico 13: Dolarización* de créditos hipotecarios (%)

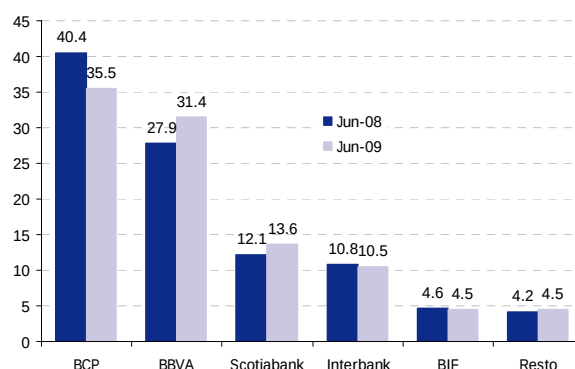


* Asumiendo tipo de cambio constante de junio 2009

Fuente: SBS

Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 14: Participación de mercado en créditos hipotecarios (jun09 - %)



Fuente: SBS

Elaboración: BBVA Banco Continental

4. Mercado Inmobiliario

La conjunción de los factores de demanda y oferta, y las condiciones de financiamiento antes señalados ha derivado en una coyuntura de menores niveles de ventas de vivienda en lo que va de 2009, así como de un estancamiento en los precios respecto a lo que se observó en años previos.

Ventas muestran ligera recuperación

De acuerdo con cifras de la consultora Tinsa, las ventas de viviendas en Lima Metropolitana habrían tocado un mínimo el cuarto trimestre de 2008, y desde entonces vendrían registrando una modesta recuperación (ver **Gráfico 15**). En todo caso, el nivel actual de ventas (2,500 viviendas por trimestre) es similar al que se registró en el año 2007, y 34% menor al promedio de los tres primeros trimestres de 2008, en los que se vendía un promedio de 3,800 viviendas por periodo.

Estas cifras coinciden con las tendencias encontradas en la Encuesta del Sector Construcción del Banco Central, correspondiente a abril 2009. Así, un 89% reportó que las ventas se mantuvieron estables respecto al trimestre previo, mientras que un 11% señaló caídas (en contraposición, en julio de 2008 un 42% reportaba mejoras, 50% un nivel similar y solo un 8% una caída en los niveles de venta).

En este contexto, estimamos que las ventas de viviendas en Lima en el año 2009 llegarían a 11,300 unidades (ver **Gráfico 16**), 17% por debajo de las ventas alcanzadas en 2008 (año con un nivel de ventas excepcionalmente alto), aunque 7% por encima de los niveles del año 2007.

Proyectos continúan incorporándose a la oferta inmobiliaria

Pese a la caída en las ventas, durante los últimos trimestres los proyectos ingresados al mercado se han incrementado, pasando de un ritmo promedio de 50 proyectos a mediados de 2008 a 150 en promedio en el primer semestre de 2009. Así, al cierre del segundo trimestre, existirían 608 proyectos con viviendas en venta en Lima Metropolitana, con una media de 19 unidades por proyecto.

La razón por la cual la oferta inmobiliaria continúa incrementándose pese a la menor demanda podría estar en la súbita desaceleración del sector, que habría sorprendido a muchas empresas cuando se encontraban ya en etapa de construcción.

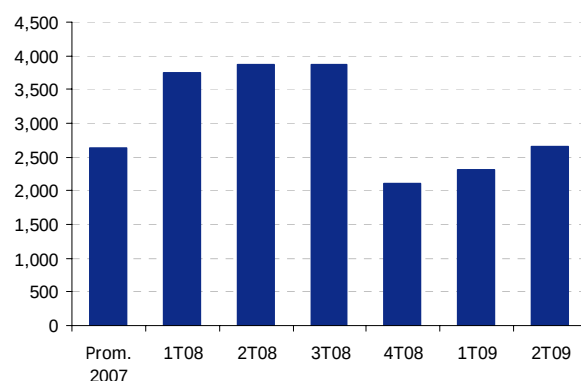
Este exceso de oferta se puede reflejar en el ratio que divide el stock de viviendas ofertadas entre el nivel mensual de ventas, que indica cuántos meses tardaría en agotarse la oferta actual dado el nivel actual de ventas. En este sentido, como se puede apreciar en el **Gráfico 17**, el indicador se ha incrementado desde un mínimo de 7.2 en el tercer trimestre de 2008, a un 13.1 al cierre del 2T09.

Precios se mantienen relativamente estables

A diferencia de lo que ha ocurrido en los mercados inmobiliarios de Estados Unidos o España, los precios de la vivienda se han mantenido estables en Lima, y hasta se habrían incrementado ligeramente. De hecho, según información por distritos de Capeco¹, estimamos que los precios promedio por metro cuadrado de departamentos en Lima Metropolitana se habrían incrementado 3% entre julio de 2008 y marzo de 2009, pasando de US\$ 741 a US\$ 763 por metro cuadrado.

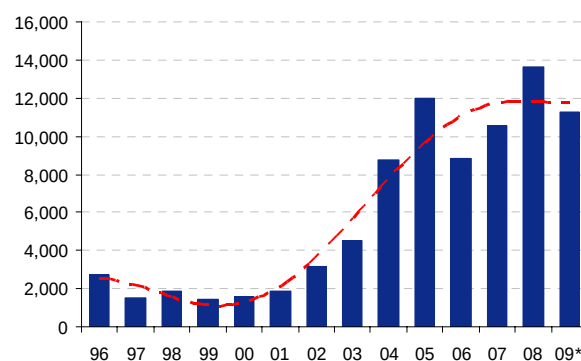
La principal causa que podría explicar este incremento está en que las viviendas actuales fueron construidas con terrenos e insumos adquiridos por las empresas constructoras a precios altos. Dado que un edificio de

Gráfico 15: Venta de viviendas en Lima Metropolitana (unidades por trimestre)



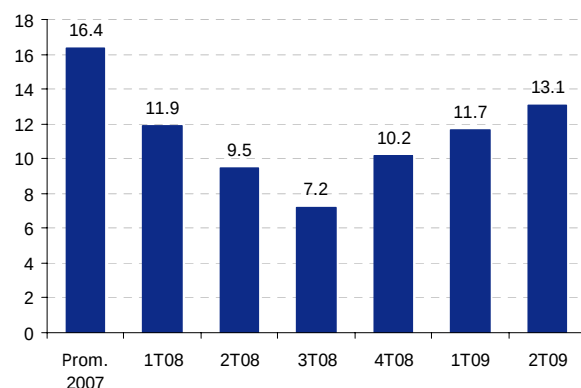
Fuente: Capeco, Tinsa
Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 16: Venta de viviendas en Lima Metropolitana (unidades por año)



* Proyección
Fuente: Capeco, Tinsa
Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 17: Stock de viviendas en Lima (en términos de ventas mensuales)



Fuente: Capeco, Tinsa
Elaboración: BBVA Banco Continental

¹ Incluye información de 14 distritos de la capital, que representan 80% de las ventas de viviendas.

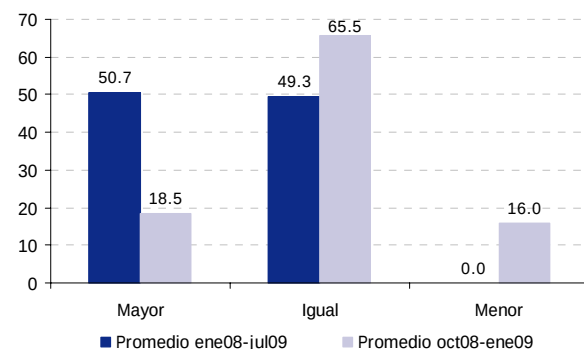
departamentos puede tardar entre 9 y 18 meses en construirse, los precios actuales aún reflejarían los precios de materiales y terrenos del 2008.

Cabe señalar que, en términos de las expectativas de las empresas del sector, no existe un consenso acerca de la evolución de los precios de venta en los próximos meses, aunque sí se percibe un deterioro (ver **Gráfico 18**). Así, si entre el segundo y tercer trimestre de 2008 un 50% esperaba aumento de precios y el otro 50% precios estables; entre finales de 2008 e inicios de 2009 las opiniones eran mucho más divididas: un 20% esperaba incrementos, 60% que los precios se mantuvieran y el restante 20% una caída en los precios.

Con esta información, estimamos que en los próximos meses los precios podrían registrar un ligero ajuste a la baja entre 5% y 10% (ver **Gráfico 19**), debido a: (i) la incorporación de nuevos proyectos que se hayan visto beneficiados por mejores precios de materiales o terrenos, (ii) una mayor oferta que empezaría a materializarse en el mercado en los próximos meses, (iii) la debilidad de la demanda de viviendas (iv) las expectativas de precios a la baja de los consumidores, que postergarían sus decisiones de compra hasta ver materializada una reducción en el precio de la vivienda.

Cabe señalar que esta reducción de precios se concentraría, principalmente, en las viviendas dirigidas a los sectores socioeconómicos de ingresos más altos, debido a que: (i) las viviendas destinadas a estos sectores fueron las que experimentaron mayores incrementos en años previos y (iii) a diferencia de lo que ocurre en sectores de ingresos bajos, no existe un déficit de vivienda en la mayor parte de potenciales clientes, sino más bien un deseo de obtener una vivienda más grande o ubicada en una mejor zona.

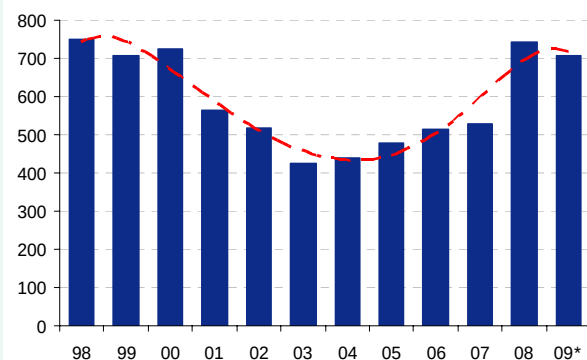
Gráfico 18: Expectativas de precios de venta (próximos 3 meses - %)



Fuente: BCRP

Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 19: Precios de venta en Lima Metropolitana (US\$ por m²)



* Proyección

Fuente: Capeco

Elaboración: BBVA Banco Continental

Las crisis financieras de fines de la década de los noventa que se inician con la Crisis Asiática (julio de 1997) y continúan con la Crisis Rusa (agosto de 1998) y la Crisis Brasileña (enero 1999), impactaron negativamente a la economía peruana, que luego de un período de expansión de cinco años se vio perjudicada con una severa restricción de financiamiento externo, causando problemas de liquidez a los mercados financieros nacionales. A esto hay que añadirle los efectos de un shock de oferta adicional: el Fenómeno del Niño. Estos eventos tuvieron importantes secuelas sobre la economía peruana.

El mercado inmobiliario no fue ajeno a los efectos de esta crisis. Es así que los indicadores que describen este sector (precio por metro cuadrado, ventas de viviendas, acceso a créditos hipotecarios, morosidad y tasas de interés, entre otros) sufrieron un notable deterioro durante los últimos años de la década pasada e inicios de esta, recuperándose recién a partir del 2002, a la par que la economía peruana se recupera.

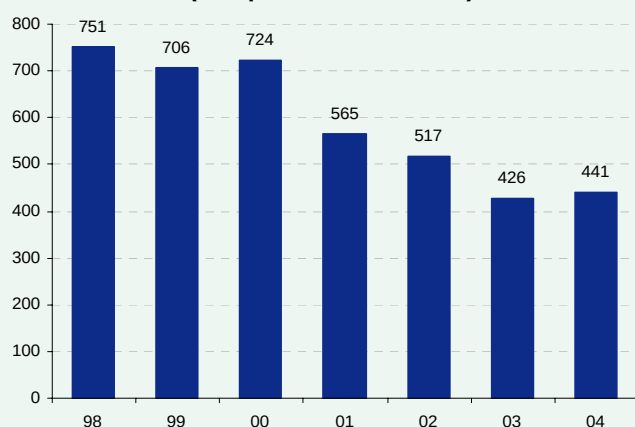
Impactos sobre el mercado de viviendas

Durante la década de los noventa, los segmentos socioeconómicos A y B eran los que sostenían la expansión inmobiliaria, con una población de menores ingresos que presentaba dificultades para acceder a un crédito hipotecario.

Con la llegada de las crisis de finales de los años 90, en medio de un *boom* de edificación urbana enfocada hacia los estratos con mayores ingresos, se da un exceso de oferta en un mercado cuyo tamaño era relativamente pequeño. Así, en 1998 solo se vendió el 40% de las más de 7,000 viviendas construidas en las zonas residenciales de Lima, siendo el peor año para el mercado inmobiliario desde 1985. Como consecuencia, se experimentó un descenso sostenido en el precio de alquileres y venta de inmuebles.

Según cifras de la Cámara Peruana de Construcción (Capeco), durante el periodo 1998-2003 los precios promedio del metro cuadrado registraron una caída de 43,3%, pasando de US\$ 750 a US\$ 425 (ver **Gráfico I**).

Gráfico I: Precios de vivienda en Lima Metropolitana (US\$ por metro cuadrado)



Fuente: Capeco

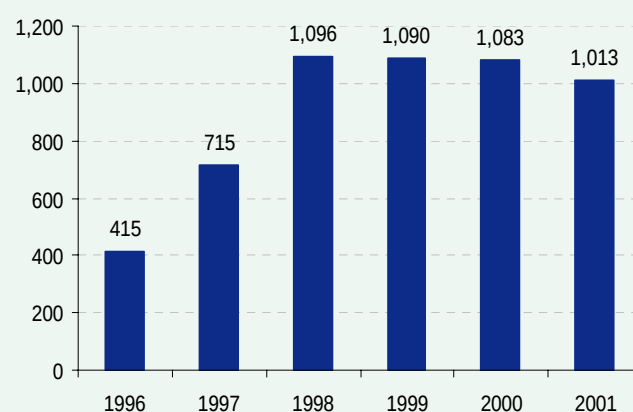
Otro fenómeno que se produjo en dicho periodo fue una reducción en el tamaño promedio de los departamentos de más de 30%, pasando de 130m² a 90m². Así, en solo 5 años, tanto por precio como por tamaño, el valor de un departamento promedio de Lima se redujo 60%.

Impactos sobre el mercado de créditos hipotecarios

Por el lado financiero, durante los primeros años de la década de los noventa se registró una importante expansión de los créditos hipotecarios debido, fundamentalmente, al crecimiento económico, a la reforma financiera aplicada a inicios de la década y al abundante ingreso de flujos de capitales del exterior. Además, la construcción era uno de los sectores de mayor crecimiento en la economía, mientras que los créditos hipotecarios tenían un peso muy bajo en la cartera de préstamos de los bancos (3% en 1996). Todos estos factores llevaron a una rápida expansión en el saldo de créditos hipotecarios, que para 1998 había llegado a los US\$ 1,100 millones (2% del PBI).

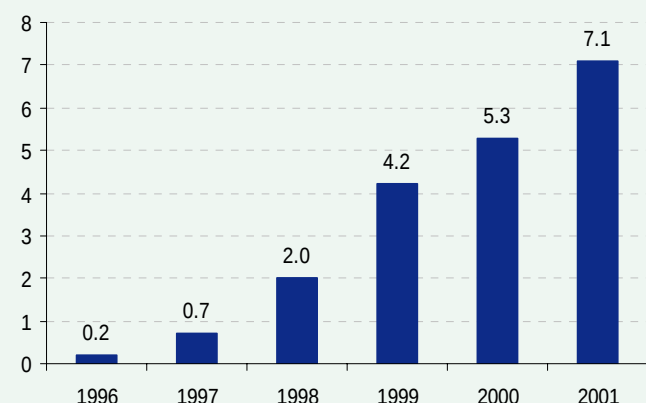
El fuerte crecimiento que venían registrando las colocaciones hipotecarias se detuvo en 1999, debido a la interrupción en la entrada de capitales al sistema bancario, provocando que las entidades financieras limitaran el otorgamiento de créditos hipotecarios. Por otro lado, la crisis financiera también repercutió en el sector real de la economía, ocasionando que la percepción de riesgo crediticio de los deudores se incrementara y por lo tanto se condicione aún más la concesión de créditos. Durante los siguientes años, el crecimiento de las colocaciones de este tipo se estancó, registrando tasas de crecimiento negativas o prácticamente nulas (ver **Gráfico II**).

Gráfico II: Saldo de créditos hipotecarios (US\$ millones)



Fuente: SBS

En cuanto a la morosidad, hasta 1997 este tipo de créditos tenía un nivel de mora menor al 1%, factor que incrementó el interés de la banca por atender este segmento del mercado crediticio. Sin embargo, con la desaceleración de la actividad económica, la mora para este tipo de créditos se elevó considerablemente, llegando a un máximo de 7,1% en el 2001 (ver **Gráfico III**).

Gráfico III: Tasa de morosidad de créditos hipotecarios (%)

Fuente: SBS

Un factor clave que explicó el incremento de la morosidad de los préstamos hipotecarios fue el alto nivel de dolarización de este tipo de créditos (99% a finales de los noventa), en un contexto en el que la mayoría de deudores percibía ingresos en nuevos soles. Así, entre diciembre de 1997 y diciembre de 2000, la moneda nacional se depreció 30% respecto del dólar, elevando paulatinamente las cuotas de dichos préstamos.

¿Qué ha cambiado respecto de este episodio?

Existen diferencias sustanciales a nivel macroeconómico que nos permiten anticipar que difícilmente se repetirá una situación como la observada a finales de los años noventa.

En primer lugar, la posición de las cuentas fiscales es hoy más sólida, lo que otorga margen para implementar medidas contracíclicas para atenuar la desaceleración de la actividad económica.

Por el contrario, cuando la actividad económica se desaceleró a finales de los noventa, una aceleración del gasto público estaba condicionada a conseguir financiamiento externo en los mercados internacionales, el cual era además escaso y muy costoso.

En segundo lugar, la situación de la banca ha mejorado notablemente en los últimos años, con altos indicadores de eficiencia, adecuados niveles de liquidez, un mayor calce en sus operaciones, bajos niveles de morosidad debido a una gestión eficiente del riesgo, y una menor dependencia del financiamiento externo de corto plazo (adeudados del exterior).

En tercer lugar, la economía peruana ha reducido sus niveles de vulnerabilidad externa. Así, actualmente el déficit en cuenta corriente se encuentra en niveles sostenibles (2% del PBI), y es financiado principalmente con capitales de largo plazo.

De otro lado, incluso ante una salida de capitales, el Banco Central cuenta con una mayor capacidad para estabilizar la moneda local, puesto que las reservas internacionales equivalen al 25% del PBI, frente al 16% en 1998. Esto es muy importante debido a que la mayor parte de los

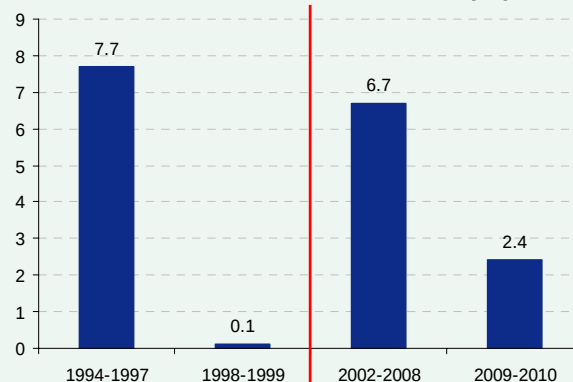
préstamos hipotecarios se encuentran denominados en moneda extranjera.

Por el contrario, a finales de los noventa, el crecimiento de la economía peruana era en gran medida dependiente del ahorro externo, lo que se traducía en un déficit de cuenta corriente promedio de 6,7% del PBI entre 1995 y 1998. Este déficit era financiado, principalmente, con préstamos de corto plazo que eran canalizados a través del sistema financiero.

Esta situación se revierte en 1998; así, entre setiembre de ese año y setiembre de 2000, se produce una salida de aproximadamente US\$ 3,500 millones (6% del PBI), lo que genera una restricción crediticia por parte de los bancos (ante una caída en las fuentes de financiamiento) y una depreciación de la moneda nacional como un mecanismo de ajuste de la balanza de pagos, lo que afectó a los préstamos denominados en moneda extranjera (99% del saldo en 1999).

Precisamente, uno de los hechos más destacables en los últimos años es la reducción en el nivel de dolarización de los créditos hipotecarios, particularmente en los flujos de los últimos años. De esta manera, la proporción de nuevos créditos denominados en moneda extranjera bordea el 25% (99% a finales de los noventa), de modo que existe un menor riesgo crediticio asociado a la depreciación de la moneda nacional.

Todas estas diferencias posicionan al Perú como un país con mejores fundamentos macroeconómicos respecto de la crisis previa y le permitirían suavizar el ciclo económico (ver **Gráfico IV**).

Gráfico IV: Crecimiento del PBI (%)

* Proyección

Fuente: BCRP, SEE BBVA Banco Continental

Javier Dorich
jdorich@grupobbva.com.pe

Jasmina Bjeletic
jbjeletic@grupobbva.com.pe

II. Medidas del sector público para atenuar los impactos de la crisis en el sector inmobiliario

Desde inicios de 2009, el Gobierno viene adoptando una serie de medidas para impulsar el crecimiento de la construcción, y en particular de la actividad inmobiliaria en el Perú. De hecho, los recursos destinados a promover directamente la demanda de viviendas por el sector público en el 2009 ascienden a S/. 1,300 millones, de los cuales cerca de S/. 400 millones se destinarían al programa Techo Propio².

Impulso del programa Techo Propio

El programa Techo Propio se constituiría en 2009 y 2010 como el principal motor del sector construcción. La meta del Gobierno para el 2009 consiste en la entrega de 50 mil bonos familiares habitacionales (BFH, subsidio directo para los hogares de bajos recursos). Sin embargo, considerando la evolución del programa en lo que va del año, estimamos que los desembolsos podrían beneficiar hasta a 27 mil familias (ver **Gráfico 20**), lo que constituiría un crecimiento de 193% respecto al 2008 (9 mil BFH).

Cabe señalar que el énfasis del programa Techo Propio se ha centrado en una modalidad denominada Sitio Propio (alrededor del 80% de los BFH), ligado a la autoconstrucción antes que a la venta de viviendas. Ello se debe a que esta modalidad puede implementarse más rápidamente que los créditos asociados a megaproyectos habitacionales, que recién podrían dinamizar el sector hacia mediados de 2010, cuando se consoliden y ejecuten las obras en proyectos como Collique (proyecto más emblemático ubicado al norte de Lima, con 10 mil viviendas destinadas al programa Techo Propio). En este sentido, el impulso del programa Techo Propio no sería tan marcado en las ventas de viviendas, aunque sí en el sector construcción en su conjunto.

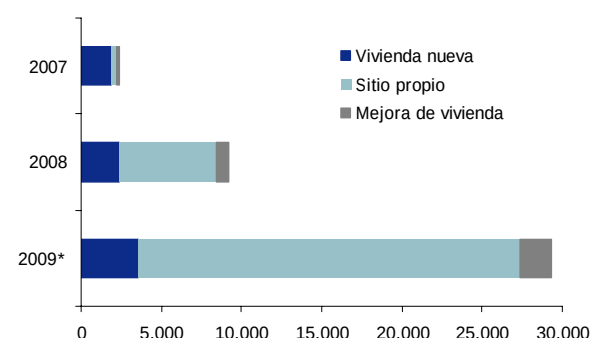
Asimismo, con la intención de promover el financiamiento de viviendas de bajo costo para los sectores socioeconómicos de menores ingresos, el Gobierno ha ampliado las facilidades para acceder al Programa Techo Propio (ver **Cuadro 1**).

En este contexto, el Fondo MiVivienda redujo la tasa de sus créditos a las entidades financieras del crédito complementario a Techo Propio de 8,5% a 6,0% (250 puntos básicos). Se espera que con esta medida, las tasas de interés de los créditos hipotecarios para dicho programa se reduzcan en una magnitud similar, pasando de 13% a 10,5% (de 17% a 14% en términos de costo efectivo del crédito). A manera de referencia, y para asegurar hasta cierto punto la convergencia en dichas tasas de interés, se estableció también que el Banco de la Nación cobre 10% a los préstamos de dicho programa.

Adicionalmente, la cuota inicial del programa Techo Propio se ha reducido de 10% a 3% del valor total de la vivienda. Con esta medida, se brinda la posibilidad a las familias de menores recursos económicos de poder acceder más rápidamente a una vivienda, al reducirse el tiempo que tomaría el ahorrar para la cuota inicial. De hecho, según cifras de MiVivienda, para una vivienda de S/. 35.000 el monto de la cuota inicial sería ahora equivalente a 1,6 veces el ingreso mínimo familiar requerido por el sistema financiero (5.5 veces antes de la medida).

Finalmente, el Gobierno autorizó al Banco de la Nación a otorgar –de manera excepcional hasta el cierre de 2010– una línea de financiamiento por un valor de hasta S/. 1-000 millones a las empresas del sistema financiero para créditos hipotecarios de viviendas nuevas de primer uso.

Gráfico 20: Desembolsos de bonos familiares habitacionales Techo Propio



* Proyección

Fuente: MiVivienda

Elaboración: BBVA Banco Continental

Cuadro 1: Cambio en el esquema de financiamiento en crédito Techo Propio

	Esquema 2008	Esquema 2009
Condiciones		
Tasa de interés (TEA)	17%	14%
Plazo (años)	20	20
Cuota inicial (%)	10%	3%
Montos relevantes (S/.)		
Precio de la vivienda	35,000	35,000
- Bono Familiar (BFH)	17,750	17,750
- Cuota Inicial	3,500	1,050
Monto a financiar	13,750	16,200
Cuota mensual	189	192
Ingreso mínimo mensual	631	639

Fuente: MiVivienda

Elaboración: BBVA Banco Continental

² Techo Propio es un programa gubernamental creado en 1999, orientado a facilitar el financiamiento para la vivienda a familias de escasos recursos económicos.

Depreciación acelerada de inmuebles para incentivar inversión

Una de las primeras medidas adoptadas por el Gobierno fue aumentar la tasa de depreciación de las obras de 3% a 20%. Esto equivale a reducir el periodo de depreciación de un inmueble de 33 a 5 años, lo que se conoce como *depreciación acelerada*.

Con esta medida, contemplada como parte del Plan de Estímulo Económico, se reducirá el monto imponible sujeto al pago de Impuesto a la Renta, debido a las deducciones por concepto de depreciación del inmueble. En este sentido, los empresarios del sector construcción contarán con mayores recursos para invertir en nuevos proyectos.

Cabe señalar que la medida es de carácter temporal (solo regirá durante el 2010), y solo aplica para el caso de obras iniciadas en el año 2009 y que tengan como mínimo un 80% de avance en la obra al cierre de 2010.

Promoción de nuevas alternativas de financiamiento: bonos cubiertos

Una de las tareas en las que el Gobierno podría enfocarse en los próximos meses es la de desarrollar nuevas alternativas de financiamiento para facilitar la adquisición de una vivienda. Esta necesidad se evidencia en que mientras existen alrededor de 120 mil viviendas financiadas a través de créditos hipotecarios, el déficit de vivienda en el Perú llega a 1,5 millones de viviendas.

Una opción viable podría estar en el esquema de bonos cubiertos (*covered bonds*), mediante el cual las instituciones financieras emiten títulos respaldados por un conjunto de hipotecas y activos de alta calidad. Cabe señalar que, a diferencia de lo que ocurre cuando se titulariza una cartera de créditos hipotecarios, el riesgo del crédito permanece en el balance del banco (ver **Gráfico 21**). Este modelo es usado predominantemente en países europeos (en contraposición al modelo de titularizaciones utilizado en Estados Unidos). En América Latina, un ejemplo exitoso es el de Chile país con un mercado hipotecario maduro que representa 18% del PBI. Este mercado fue impulsado inicialmente por un sistema de letras hipotecarias, el cual funciona desde la década del 70, y que fue hasta inicios de la presente década casi el único instrumento para el financiamiento de compra de vivienda.

Las principales características de los bonos cubiertos son las siguientes:

- son emitidos por instituciones crediticias (especializadas o diversificadas) sujetas a supervisión y regulación,
- los tenedores de bonos tienen derechos prioritarios sobre los activos que respaldan los títulos emitidos (colaterales) así como sobre los ingresos derivados de los mismos,
- las instituciones crediticias tienen la obligación de mantener la cantidad y calidad de los activos de respaldo,
- tienen una estructura simple y estandarizada (típicamente son bonos *bullet*, que amortizan el principal en la fecha de vencimiento); y
- algunos esquemas permiten el prepago y trasladan todo el riesgo de mercado (tasa de interés) al inversionista, mientras que otros penalizan el prepago y garantizan en exceso las emisiones.

Según una misión técnica del Fondo Monetario Internacional, el desarrollo de bonos cubiertos en el Perú es factible, aunque para ello se requiere reforzar, entre otras cosas: la seguridad jurídica de los inversionistas respecto de las garantías que respaldan los bonos, uniformizar los procedimientos para el establecimiento de garantías (colaterales elegibles, máximo *loan-to-value*, entre otros) y establecer una supervisión permanente a las garantías, principalmente en términos de calidad y calce de plazos. Para asegurar el cumplimiento de todas estas condiciones, algunos países cuentan con una legislación especial (por ejemplo, en

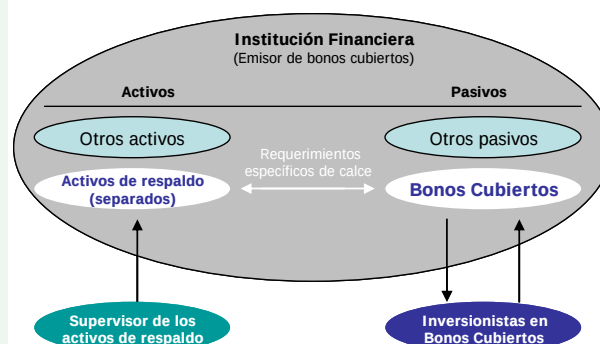
Cuadro 2: Medidas pro-consumo implementadas por el gobierno

Medida	Monto (S/. Millones)	Impacto (% del total de ingresos urbanos)
Liberalización del 50% restante de la CTS	1,200	2.6
Exoneración del pago de Essalud y pensiones en gratificaciones	600	1.3
Aguinaldo del sector público (S/. 300 soles adicionales)	295	0.6
Jubilación anticipada	176	0.4
Total	2,271	4.9

Fuente: Apoyo Consultoría

Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 21: Esquema de bonos cubiertos



Fuente: BCRP

Elaboración: BBVA Banco Continental

Europa dicha legislación asigna un 10% de riesgo ponderado de capital a los bonos cubiertos, y flexibiliza los límites de inversión de los inversionistas institucionales).

III. Balance y perspectivas 2009-2010

La desaceleración de la actividad económica y un mayor entorno de incertidumbre, producidas por la crisis financiera internacional, se ha reflejado en un menor ritmo de ventas de viviendas nuevas, así como en la evolución de los créditos hipotecarios.

En términos del mercado inmobiliario (viviendas construidas por empresas especializadas) de Lima Metropolitana, estimamos que las ventas en términos de unidades caerían 17% en el 2009, nivel que sin embargo sería 6,7% superior a las registradas en 2007. Asimismo, en el 2010 las ventas crecerían 15%, acercándose al máximo histórico de ventas alcanzado en el 2008 (año de ventas particularmente altas en los primeros tres trimestres).

Para atenuar los impactos sobre el sector Construcción, el Gobierno ha implementado una serie de medidas para impulsar dicha actividad. El principal impulso ha venido a través de diversos programas habitacionales, entre los que destaca Techo Propio (y en particular la modalidad Sitio Propio, que financia la autoconstrucción). Así, estimamos que el sector Construcción crecería 4% en el 2009 y 6% en el 2010, consolidándose como una de las actividades más dinámicas en el país.

Finalmente, debemos resaltar que las perspectivas de largo plazo para el sector siguen siendo favorables, debido a factores estructurales como el actual déficit habitacional, las tendencias poblacionales, las posibilidades de penetración del financiamiento hipotecario, así como los sólidos fundamentos macroeconómicos del país (alto crecimiento potencial, estabilidad macroeconómica, grado de inversión).

Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao P 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Register in Madrid: M-31252-2000

Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

Director y Economista Jefe BBVA

José Luis Escrivá

Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia

México: Adolfo Albo

Análisis Macro México: Julián Cubero

Estados Unidos: Nathaniel Karp

España y Europa: Rafael Doménech

Europa: Miguel Jiménez

España: Miguel Cardoso

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Economías Emergentes: Sonsoles Castillo

Sudamérica: Joaquín Vial

Argentina : Gloria Sorensen

Chile: Alejandro Puente

Colombia: Juana Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Oswaldo López

China: Li-Gang Liu

Asia exc. China: Ya-Lan Liu

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido

Tendencias Globales: David Tuesta

Otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA y ha sido elaborado con datos que consideramos confiables; sin embargo, no pretende ser ninguna recomendación de compra o venta de instrumentos financieros.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA Bancomer sobre su exactitud, integridad o corrección.