



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Departamento de Economía

Licenciatura en Economía

Sistemas de Financiamiento para Adquisición de Vivienda

El caso argentino, comparativa con el resto del mundo y
propuestas a futuro.

Autor: Lucas Posbeyikian

Legajo: 23208

Mentora: Gabriela Ertola Navajas

Olivos, 27/11/2019

Introducción	2
Mercado Inmobiliario Argentino	5
Situación Actual	5
Antecedentes Históricos: el Crédito Hipotecario en Argentina	7
Pre-1946	9
1946-1955	10
1949-1952	13
1960-1977	17
1980 - 1990	20
1990 - 2000	21
2000 - 2014	24
Esfuerzos Recientes	26
ProCreAr	26
UVA	27
Comparativa Internacional	31
El Origen de la Hipoteca Moderna en EE.UU.	31
Securitización	36
Instituciones	38
Disponibilidad de Instrumentos Hipotecarios	40
Financiamiento del Mercado Hipotecario	41
Australia	44
Alemania	45
Dinamarca	46
Prepagos y Cancelaciones	47
Default y Ejecuciones Hipotecarias	48
Recomendaciones para el caso argentino	50
Variables Macroeconómicas.	50
Instituciones	51
Competencia e Innovación	53
Crowdfunding	53
Leasing Inmobiliario	54
Bibliografía	56

Introducción

El mercado de la vivienda en Argentina tiene diferencias muy marcadas con la operatoria que se sigue en el resto del mundo. En particular, los préstamos que posibilitan la compra de una vivienda, llamados préstamos hipotecarios, funcionan radicalmente diferente en Argentina. Históricamente, estos préstamos se han financiado en gran medida con fondos públicos, y se han emitido en forma de subsidio. Han sido un instrumento político de los gobiernos nacionales, y de ahí surge que tanto la selección del prestatario, el financiamiento y la administración de los créditos quedaron en manos del Estado.

Se estima que los 44 millones de habitantes argentinos están distribuidos en 12 millones de hogares. Actualmente, uno de cada tres hogares tiene problemas de vivienda - son cerca de cuatro millones de hogares con déficit habitacional. De estos, 1.5 millones carecen de una vivienda construída, y el resto sufren problemas de calidad, falta de servicios básicos o hacinamiento¹. La relación de préstamo hipotecario a PBI en Argentina ronda el 1,5%, mientras que otros países latinoamericanos como Brasil y Chile se mantienen niveles del 7% y 19% respectivamente². En los mercados más desarrollados, esta misma métrica alcanza niveles incluso mayores: 93% en Estados Unidos y 100% en Suiza³.

La opción de tomar un crédito hipotecario no representa una alternativa real para la mayoría de las familias argentinas por varias razones. En primer lugar, Argentina es un país con disponibilidad de crédito reducida, siendo uno de los países de la región con menor penetración de deuda sobre PBI⁴. La liquidez del mercado financiero, como veremos más adelante, es esencial para el desarrollo de los mercados hipotecarios: en la mayoría de los países con mercados hipotecarios desarrollados, estos préstamos se fondean con depósitos bancarios.

En segundo lugar, hay un problema de información asimétrica que se agrava en la situación argentina. Para emitir un préstamo hipotecario, un prestamista debe considerar el valor

¹ “Crisis habitacional: uno de cada tres hogares tiene problemas de vivienda”, La Nación, 30/03/2018.

² Créditos UVA - Informe Especial. p.2. Cifras correspondientes al año 2012.

³ International Comparison of Mortgage Product Offerings. p. 11. Cifras correspondientes al año 2008.

⁴ IMF Data Mapper, Fondo Monetario Internacional.

del bien colateral, el monto total del préstamo, los ingresos y activos del prestatario, y su historial crediticio y pago de otras responsabilidades fiscales. Esto significa que el banco (el principal) debe percibir las condiciones del prestatario (agente) para determinar el riesgo de la operación. En este contexto, la informalidad de la economía argentina, que es un problema en sí, agrega una capa de complejidad a la operación. Al ser más difícil comprobar los ingresos y los activos de los prestatarios que se manejan en la informalidad, el riesgo aumenta, y por lo tanto las tasas de interés y los requerimientos para acceder a los préstamos son más elevados.

En tercer lugar, un contexto macroeconómico volátil presenta desafíos importantes para la planificación a largo plazo. Al tomar un préstamo hipotecario, un agente debe tomar en cuenta ciertos factores que fluctúan con las variables macroeconómicas, como las tasas de interés futuras, el tipo de cambio (cuando sus ingresos y el préstamo no están definidos en la misma moneda), y sus ingresos disponibles en el futuro, que dependerán en gran medida de qué tan rápido se ajusten sus ingresos a la tasa de inflación. En un contexto inestable, esta decisión se torna más difícil.

El propósito de este trabajo es hacer una revisión de la literatura sobre el financiamiento del sector hipotecario en Argentina. En primer lugar, se discute la situación actual de Argentina, la historia de su mercado hipotecario y el por qué de su sub-desarrollo. En segundo lugar, se presentan casos exitosos en países con mercados hipotecarios desarrollados, encontrando los sistemas, las instituciones y los instrumentos que utilizan. Se realiza una revisión histórica de los orígenes de la hipoteca como instrumento financiero, y las instituciones que la vieron florecer en EE.UU. Se identifica una separación entre dos grupos de países: por un lado, aquellos que concentran instituciones pro-mercado y por otro lado, aquellos que llamaremos pro-intermediarios, que recaen más en el sector bancario. Finalmente, se presenta una propuesta para Argentina, teniendo en cuenta los desafíos políticos y macroeconómicos internos, y qué elementos fueron claves para el desarrollo de los países estudiados en la segunda sección.

A lo largo del trabajo se busca identificar cuáles son las características de los mercados hipotecarios sanos y desarrollados, qué instrumentos hipotecarios ofrecen, cuáles son las

instituciones que los permiten, cómo se financian, qué mecanismos utilizan para dar seguridad a prestamistas, prestatarios y al entorno general, y cómo consiguen un crecimiento sustentable.



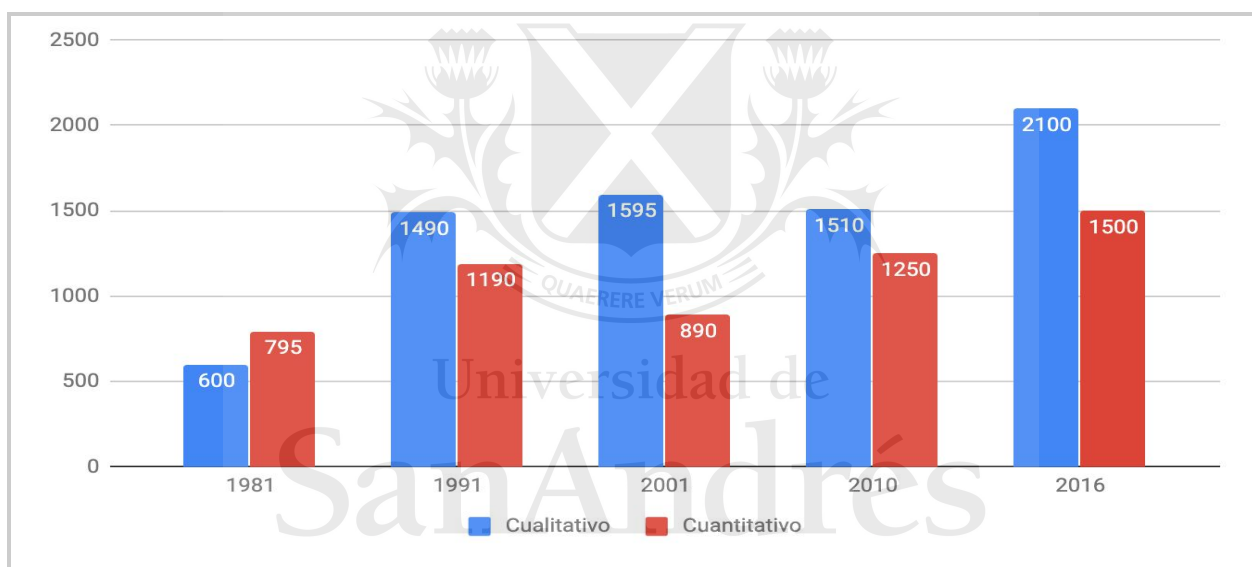
Universidad de
San Andrés

Mercado Inmobiliario Argentino

Situación Actual

La falta de acceso a la vivienda propia es un problema estructural de Argentina. Esta problemática no es reciente, sino que persiste en las últimas décadas de la historia del país. A partir de la crisis económica del 2001 se aceleró el déficit tanto en la cantidad como en la calidad de las viviendas⁵. Como muestra la Figura 1, el déficit se acentuó de manera muy marcada entre el 2010 y el 2016, especialmente en el aspecto cualitativo.

Figura 1. Evolución de Hogares con Problemas Habitacionales (en miles)



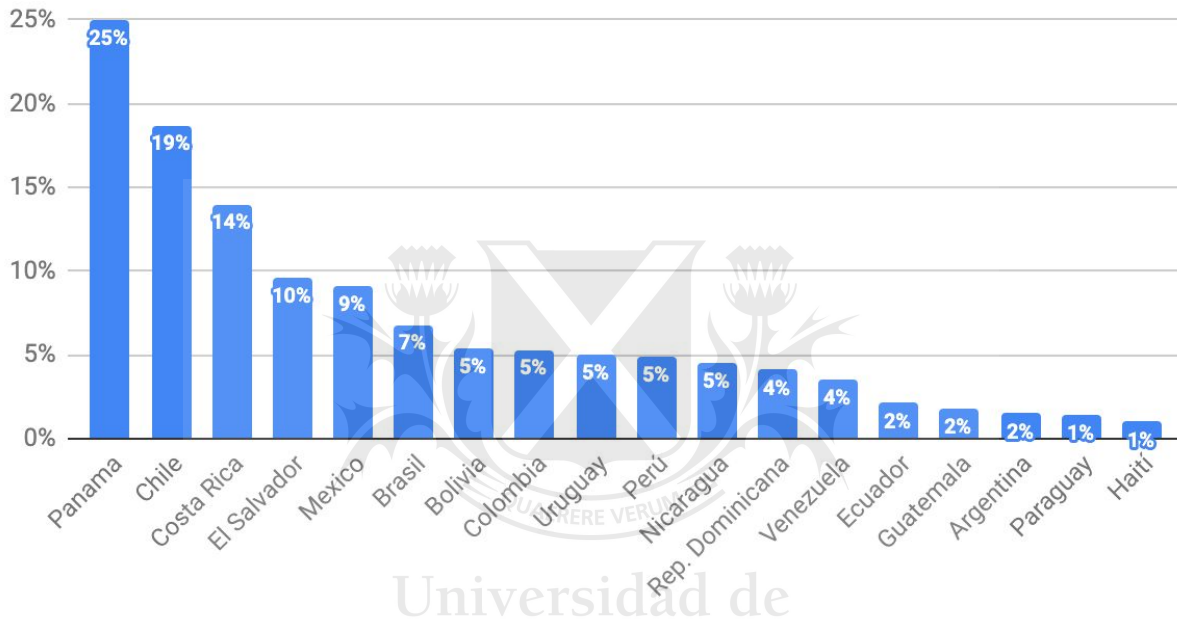
Fuente: Cámara Argentina de la Construcción.

En la Figura 2 se puede observar el valor de los créditos hipotecarios como proporción del PBI para una selección de países de América Latina. En el caso de Argentina, el mercado es relativamente pequeño con respecto al de otras naciones latinoamericanas; en el año 2012, el

⁵ La estimación del faltante cuantitativo de viviendas en Argentina representa a las familias que residen en viviendas con hacinamiento no mitigables. Por su parte, la estimación cualitativa muestra la situación de familias que habitan en viviendas que requieren reparaciones, mejoras o refacciones, es decir la cantidad de viviendas recuperables. Fuente: Universidad Nacional de Rosario / Cámara Argentina de Construcción

valor de los créditos hipotecarios sobre el PBI fue del 2%. En cuanto a los países con mercados hipotecarios más desarrollados, que muestra la Figura 2.1, esta cifra llega al 100% para Suiza en el año 2008.

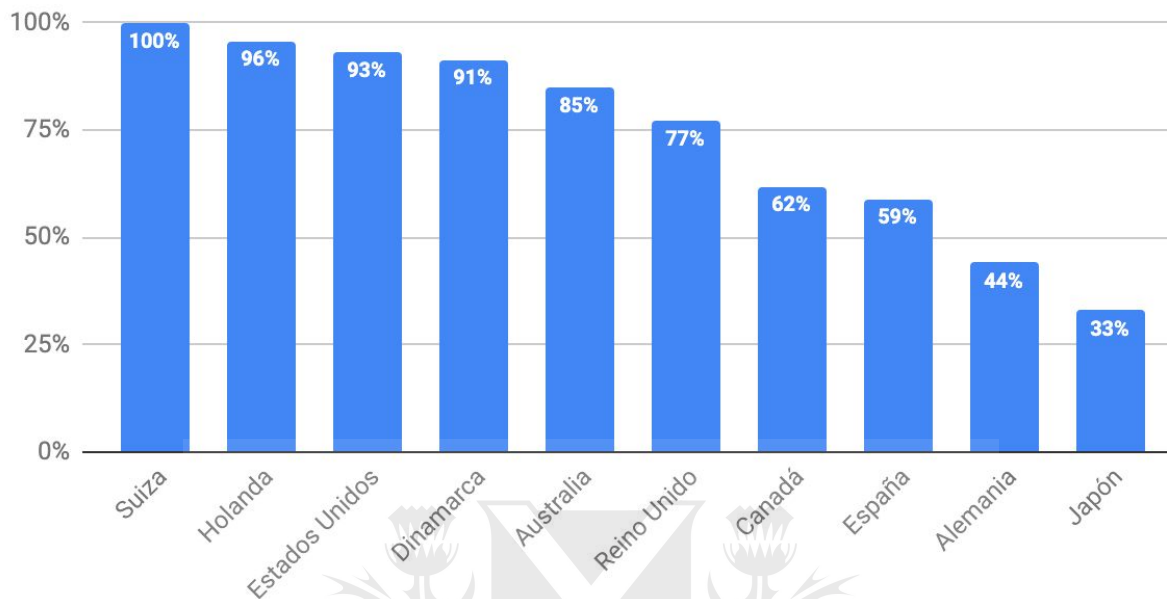
Figura 2: Créditos Hipotecarios como % del PBI para países de América Latina



Fuente: Housing Finance Network y Federación Latinoamericana de Bancos

Para solucionar sus problemas de vivienda, las familias argentinas deben recurrir a soluciones alternativas. Entre los sectores de ingresos más bajos, se suele compartir una vivienda entre muchos integrantes de una familia. Al día de hoy, en los conglomerados urbanos, el 4,7% de la población sufre de hacinamiento crítico (más de 3 personas por habitación) el 16,8% habita bajo condiciones de saneamiento insuficientes, y el 29,5% de los hogares no son propietarios de su propia vivienda ni el terreno donde habitan. En los sectores de ingresos más altos, el alquiler es la solución más frecuente.

Figura 2.1: Créditos Hipotecarios como porcentaje del PBI en mercados más desarrollados.



Fuente: International Comparison of Mortgage Product Offerings

En la última década ha crecido la tendencia al alquiler, especialmente en Capital Federal, esta cifra ha crecido del 30% de la población en 2010 al 36% en 2019. En la capital, esta tendencia al alquiler coincide con un encarecimiento de precios de la superficie. Al día de hoy, Buenos Aires es la tercera ciudad más cara de Latinoamérica (US\$ 3059 el m2 promedio), solamente superada por Río de Janeiro y Santiago de Chile (US\$ 3663 y US\$ 3303 respectivamente)⁶.

Antecedentes Históricos: el Crédito Hipotecario en Argentina

El siguiente cuadro hace un resumen de las etapas del mercado hipotecario argentino que se detallan en la siguiente sección. Hacemos foco en los instrumentos ofrecidos en cada etapa, en las instituciones hipotecarias y el contexto macroeconómico del país:

⁶ “Más propietarios y menos inquilinos”, El Cronista, 24/08/2018.

Figura 3. Cuadro Comparativo del Mercado de Crédito Hipotecario en Argentina

Etapa	Características
Pre-1946	<p>Financiamiento - Sectores Urbanos: Inversión Privada - Sectores Rurales: BHN</p> <p>Instrumentos - Cédulas Hipotecarias - Ratio de préstamo a valor del inmueble (LTV) de hasta 50%</p>
1946-1954	<p>Instituciones - Nacionalización del BHN - Transferencia de las carteras de los entes privados al BHN</p> <p>Financiamiento - Recursos del Estado</p> <p>Instrumentos - Ratio LTV hasta 100%. Reducción de tasas y alargue de plazos - Eliminación de cédulas hipotecarias ⇒ Entrega de efectivo - Construcción Directa</p>
1954-1960	<p>Instrumentos - LTV 100% + 30% del terreno. Tasa del 4% anual (con posibilidades de reajuste) - Extensión de plazos hasta 40 años - Restitución de Créditos Hipotecarios - Construcción vía Intermediarios (con controles de precios)</p>
1960-1980	<p>Instituciones - Liberalización financiera: ajustes de tasas y montos adeudados - Dolarización del mercado inmobiliario (pero sin legalización de contratos en dólares) - Restricción presupuestaria al BHN</p> <p>Instrumentos - Restricción de plazos máximos a 10 años - Quita en los subsidios a las tasas.</p>
1980-1990	<p>Instituciones Rescate del BHN Represión financiera y control de precios Escasos recursos estatales. Desaparición del crédito hipotecario</p>
1990-2000	<p>Financiamiento - Desarrollo del sector privado</p> <p>Instituciones Convertibilidad de la moneda local y legalización de contratos denominados en dólares Desarrollo del mercado financiero - aumento en la competencia local que condujo a una reducción de las tasas.</p> <p>Instrumentos Reactivación y reaparición de préstamos hipotecarios a 5, 10, 15 y 20 años</p>

Pre-1946

A principios del siglo XX se dio un rápido crecimiento urbano en Argentina, que se incrementó durante los años treinta con la aceleración de la industrialización sustitutiva de importaciones. Ese proceso intensificó el crecimiento poblacional de las principales ciudades del país, dando a lugar a un creciente déficit habitacional. Como resultado de esa dinámica, la falta de viviendas y los precios de los alquileres se convirtieron en lo que durante la década de 1930 se identificó como “el problema de la vivienda”.

Desde la perspectiva oficial, hasta la década del 20 el Banco Hipotecario Nacional (BHN) había logrado estimular y regular el mercado hipotecario satisfactoriamente. En la siguiente década, en cambio, su organización no le habría permitido satisfacer las necesidades de crédito real por no haberse adaptado al grado de evolución económica alcanzado por el país, lo que condujo a un déficit acumulado de 650.000 viviendas en 1946⁷. Desde esta perspectiva, la institución había sido “superada” en el mercado por otros organismos y el capital privado, dado que hasta 1936 la participación del BHN en el porcentaje de créditos reales había crecido hasta representar un 30% del total, pero a partir de entonces y hasta 1945 esos valores se mantuvieron estancados.

Ante la falta de créditos oficiales, surgieron mecanismos de financiamiento para viviendas por parte de asociaciones políticas, como la creación de la cooperativa El Hogar Obrero, por los socialistas, en 1905, o la militancia católica que impulsó la ley que creó la Comisión Nacional de Casas Baratas en 1915. La falta de créditos y una demanda en expansión explican también la proliferación de numerosas empresas de financiamiento hipotecario que recurrían a diversos mecanismos de ahorro y préstamo como el Banco el Hogar Argentino o durante los primeros años de la década de 1930 del Banco de Crédito para Edificación.

⁷ El Problema de la Vivienda y las Políticas del Banco Hipotecario Nacional. p.9

Este último fue el antecedente un grupo de empresas privadas constructoras y financieras llamadas “sociedades de crédito recíproco”, que llevaron a cabo la principal actividad en el mercado de viviendas de Argentina entre 1935 y 1949. Estas empresas otorgaban financiamiento hipotecario de bajo interés, con fondos acumulados a través de la formación de círculos de ahorro. Sin embargo, el acceso al crédito hipotecario para viviendas urbanas contó con un escaso apoyo oficial hasta mediados de siglo. Desde sus orígenes en 1886 y hasta las transformaciones producidas por el peronismo, el BHN se ocupaba de préstamos para el sector rural, mediante cédulas hipotecarias que se colocaban en el mercado de capitales, y destinados principalmente a quienes tenían tierras para hipotecar y no para la vivienda urbana. Durante la década del 30’, pese a la agudización de la situación de vivienda, los créditos del BHN cubrían solamente hasta el 50% del valor de la tasación.

1946-1955

A partir de 1946, el primer gobierno de Perón propuso un amplio plan de reformas que reorientaron las políticas económicas y reestructuraron los marcos institucionales. El derecho a la vivienda fue incorporado a la Constitución reformada de 1949, que también sostenía la “función social de la propiedad” y una serie de herramientas que el Estado podía utilizar para promover la equidad. Así, el Banco Central de la República (BCRA) fue nacionalizado. Luego, el BHN quedó a cargo de proporcionar recursos para la construcción, tomando las funciones que hasta entonces habían ocupado las compañías de crédito recíproco. El gobierno impulsó una reforma de la carta orgánica del BHN con la que anuló el mecanismo de préstamo mediante cédulas hipotecarias. Este fue reemplazado por dinero en efectivo, en líneas de préstamos baratos, a largos plazos, sin requerir depósitos previos, y que cubrían el 100% del valor de la propiedad⁸. Además, las tasas de interés no se ajustaban con la inflación, con lo cual se tornaban negativas. En cuanto a los límites y plazos, estos se ajustaban a las características del inmueble a construir o comprar y al tipo de prestatario, fuesen estos particulares, empresas, cooperativas o sindicatos.

⁸ El Problema de la Vivienda y las Políticas del Banco Hipotecario Nacional, 1946-1955, p.7

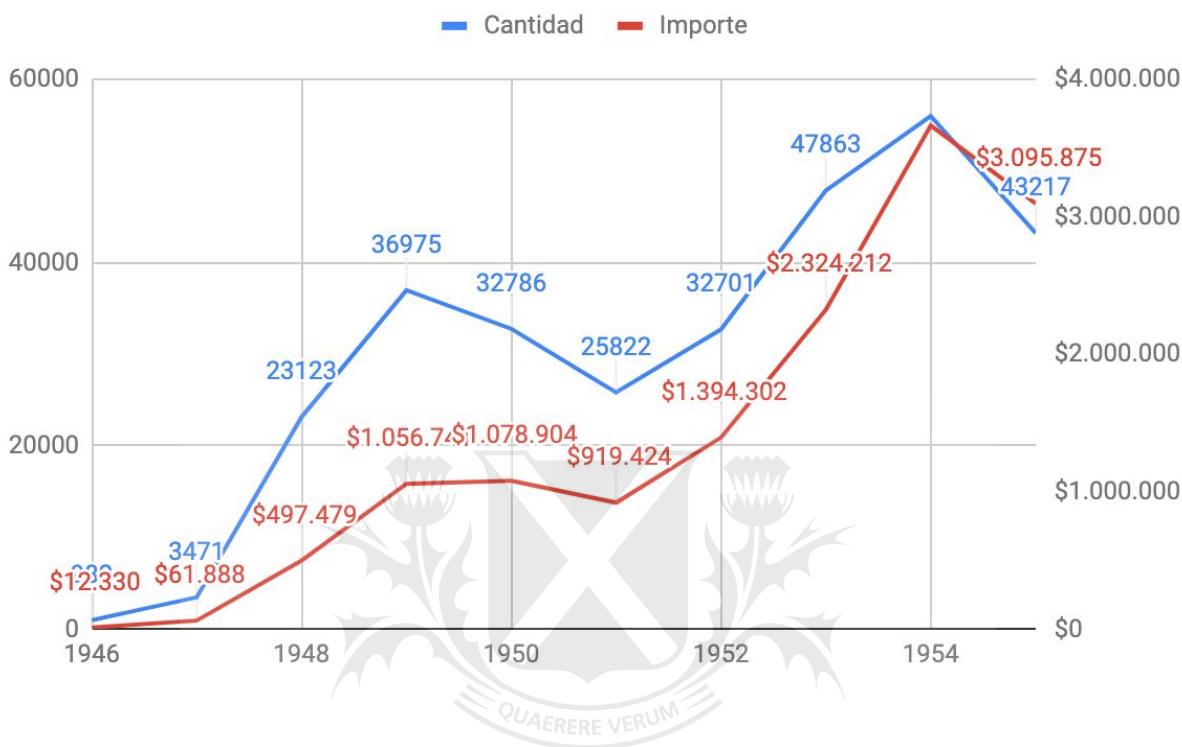
Por otro lado, el gobierno también avanzó con la construcción directa de viviendas mediante el BHN.

En forma progresiva, las sociedades privadas que cumplían el rol del financiamiento del mercado de la vivienda fueron intervenidas y liquidadas por el BCRA. Sus carteras de clientes fueron transferidas al BHN, y algunas de ellas continuaron su actividad como compañías constructoras, dependiendo del financiamiento del sector público a través del BHN. El Estado condicionó los márgenes de autonomía de estas compañías constructoras: en lugar de retener el poder de decisión sobre los proyectos a emprender, el Estado empezó a tomar el rol de planificador central.

El gobierno de Perón llevó adelante un programa que incluía otorgar el acceso a la vivienda a los sectores trabajadores como parte central de su política de justicia social. Las principales medidas en el área de vivienda fueron el otorgamiento de créditos hipotecarios baratos y a largo plazo, la apertura de importaciones de insumos para la construcción, y la construcción directa de complejos habitacionales. La Figura 4 muestra cómo los créditos otorgados llegaron a un máximo hacia el año 1954.

Universidad de
San Andrés

Figura 4: Préstamos para Fomento de Vivienda Propia Escriturados por el BHN (miles de m\$n)



Fuente: El Problema de la Vivienda y las Políticas del Banco Hipotecario Nacional, 1946-1955

En el camino hacia la estatización, el BHN resultó la principal institución encargada del financiamiento hipotecario luego que el gobierno nacionalizara el sistema bancario. Desde entonces, para implementar las nuevas políticas de vivienda, los objetivos del BHN fueron redefinidos y su estructura fue reorganizada. Más allá de su funcionamiento como prestamista, debió incorporar las siguientes funciones: gestionar la construcción de emprendimientos habitacionales, responder al aumento en la demanda de créditos para viviendas urbanas, e incorporar nuevos criterios para la selección de prestatarios y los productos que ofrecía.

Fue así como la integración que existía entre los instrumentos del mercado de la vivienda y el mercado de capitales fueron reemplazados por un sistema de créditos subsidiados, asumiendo el Estado el rol de planificador. Este plan hubiera resultado imposible de no ser por la situación externa favorable que vivía el país. La Segunda Guerra Mundial reducía la capacidad productiva del resto del mundo, con lo cual las importaciones estaban limitadas. Esto aceleraba

la industrialización sustitutiva, que simultáneamente estaba siendo estimulada por políticas monetarias y crediticias expansivas. A su vez, la Guerra favorecía los términos de intercambio de Argentina, y el incremento en el comercio exterior le permitía al gobierno expandir la economía a partir del gasto público.

En cuanto a lo institucional, a la nacionalización del sistema bancario se le sumó la transferencia de la Administración Nacional de la Vivienda (ANV) al BHN en 1947. Tres años más tarde la ANV fue transformada en la Gerencia de Construcciones. El propósito era, mediante intervención directa, construir la mayor cantidad de viviendas en el menor tiempo posible. Simultáneamente, el gobierno nacional como parte de la ampliación de las facultades del BHN lo autorizó por decreto para adquirir tierras, en la Capital Federal y en la zona de La Matanza, por convenio directo o por expropiación, para construir viviendas.

1949-1952

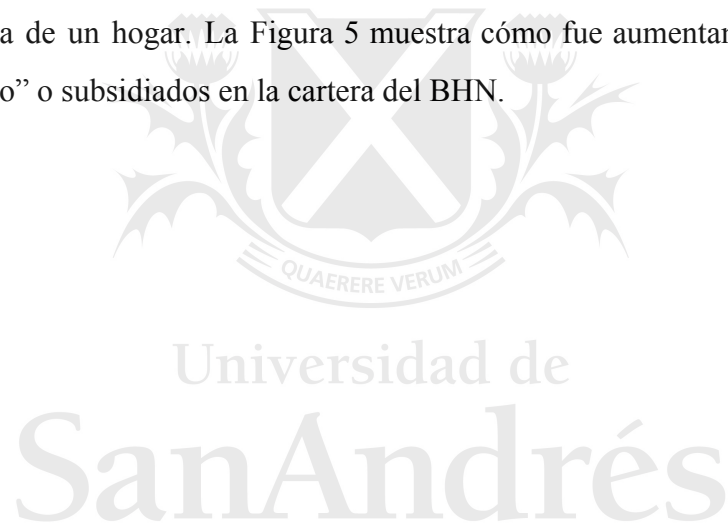
El contexto externo favorable que le permitió al peronismo expandir el producto y el gasto se mantuvo hasta 1948. Ante una reducción en las exportaciones y el empeoramiento de los términos de intercambio, se generó una escasez de divisas para el pago de importaciones y se dio una caída del producto bruto interno. En 1949, el gobierno adoptó medidas de racionalización del gasto público, y parte de ello involucró contraer la oferta de créditos del BHN.

Para finales de 1950, el BHN presentó un conjunto de nuevas medidas. En primer lugar, cambió las escalas de préstamo para concentrarse en los sectores más necesitados. En segundo, estimuló la inversión de las empresas privadas con financiamientos especiales para barrios de viviendas. En tercero, aplicó una nueva modalidad similar a la de las sociedades de crédito recíproco gestionada por el BHN y llamada “préstamos para ahorristas”.

Para estimular la construcción, el BHN firmó convenios con distintas provincias y municipios y buscó la participación de sindicatos, cooperativas y empresas privadas. Sin embargo, como era de esperar, estos sectores buscaban retener la decisión sobre qué tipo de obras desarrollar, y la determinación de los precios de venta. El BHN, por su parte, pretendía

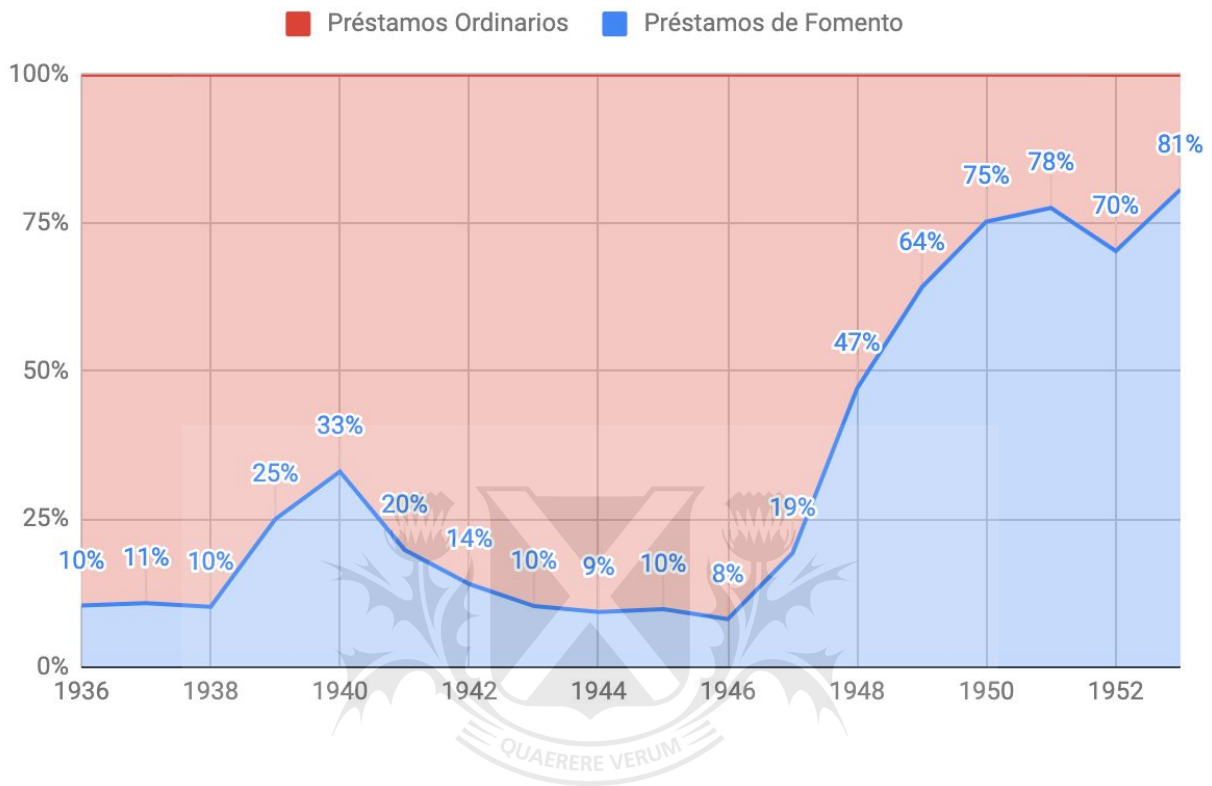
financiar solamente la construcción de barrios para los sectores más carenciados de la sociedad, y al mismo tiempo establecer los precios finales de las propiedades. Esto provocaría conflictos de intereses entre el BHN y las empresas que aceptaron ese tipo de acuerdos.

En cuanto a la modalidad de “préstamos para ahorristas”, este era el único instrumento del BHN que contribuía a impulsar el ahorro, combatir la morosidad y acumular capital para créditos hipotecarios - iniciativas que los créditos excesivamente subsidiados desalentaban. Desde la perspectiva oficial⁹, no estaba en los planes del BHN llegar a una solución sustentable, de mercado, e independiente del Estado argentino. En cambio, en este imaginario, las tasas de ahorro necesarias para la adquisición de una vivienda propia eran simplemente inasequibles, y la intervención estatal era absolutamente necesaria para que un segmento de la población pudiera acceder a la compra de un hogar. La Figura 5 muestra cómo fue aumentando la proporción de créditos de “fomento” o subsidiados en la cartera del BHN.



⁹ El Problema de la Vivienda y las Políticas del Banco Hipotecario Nacional. p. 16

Figura 5. Distribución de los créditos del BHN



Fuente: Un país por construir. Las políticas del Banco Hipotecario Nacional durante el primer peronismo, 1946-1955

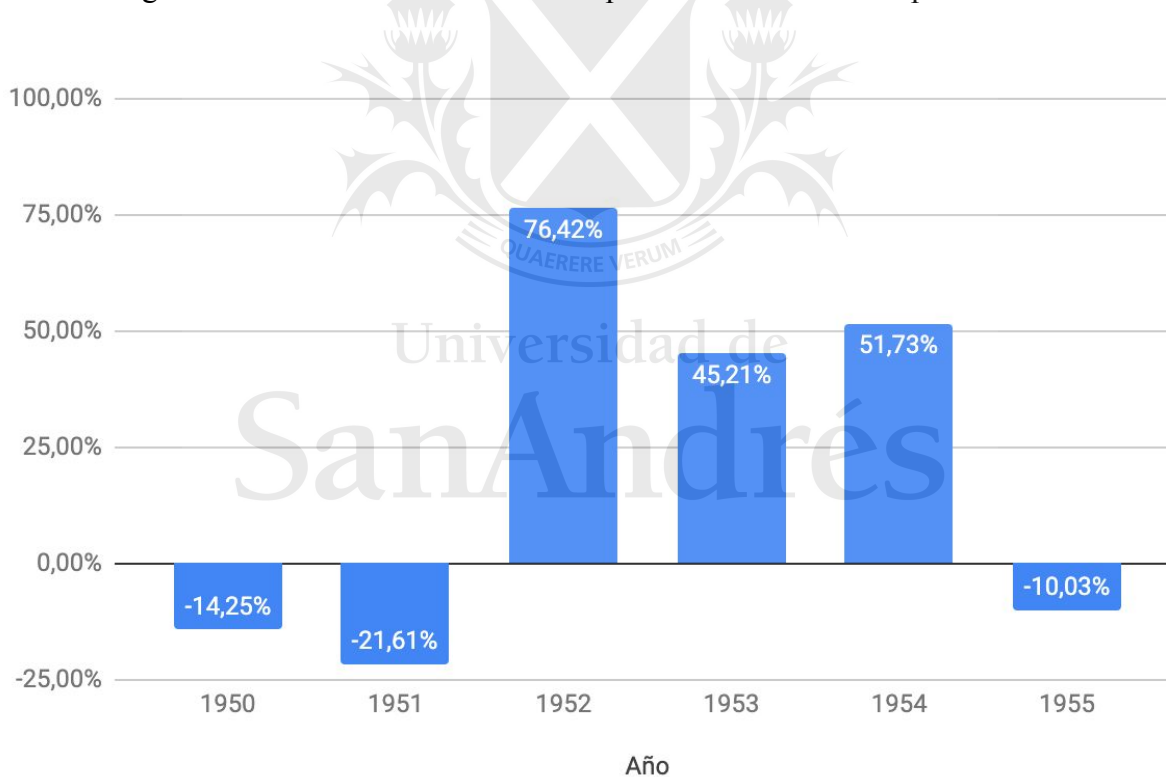
En 1952 el gobierno implementó un plan de estabilización macroeconómico conocido como Segundo Plan Quinquenal (SPQ). Entre las prioridades se encontraban contener el gasto público, fomentar el ahorro y estimular la inversión privada. El equilibrio fiscal, el ahorro y apertura hacia la inversión privada conformaban las estrategias principales para salir de la crisis económica. En esta nueva etapa se desarrollaron los Planes de vivienda Eva Perón del BHN que fueron implementados a partir de 1953 a través de cooperativas, sindicatos y empresas privadas. Sin embargo, los créditos estaban destinados a la construcción de viviendas para obreros y empleados, y cubrían el 100 % del valor de la propiedad, más el 30% del terreno, con una tasa del 4% anual y los plazos eran hasta 40 años¹⁰. Pese a que el directorio del BHN profundizó su intervención en la definición de las obras incluyendo los planos, materiales y costos, los

¹⁰ El Problema de la Vivienda y las Políticas del Banco Hipotecario Nacional, p. 21

instrumentos en sí no dejaron de actuar como subsidios, y estar regidos por una lógica de redistribución de ingresos.

A partir de 1952 aumentó el volumen de préstamos y sus montos relativos respecto de los dos años anteriores, de manera que el SPQ significó un estímulo para la industria de la construcción. El salto fue del 76% respecto del año anterior, luego habría de elevarse en un 45% y 51% en 1953 y 1954 respectivamente. En este último año, el monto y la cantidad de préstamos alcanzaron sus mayores registros. En cuando al financiamiento para empresas constructoras, el sector público cedió parte del control de precios, estableciendo tasas de ganancias de entre el 8% y el 15% para las inversiones realizadas por las empresas.¹¹

Figura 6. Evolución en el volumen de préstamos Escriturados por el BHN



Fuente: El Problema de la Vivienda y las Políticas del Banco Hipotecario Nacional, 1946-1955

¹¹ El Problema de la Vivienda y las Políticas del Banco Hipotecario Nacional. p. 22

Luego del derrocamiento de Perón, el funcionamiento general del mercado inmobiliario no se alteró mucho, con la excepción de que se liberalizó parcialmente el régimen de alquileres. Sin embargo, ya que los precios - regulados por la legislación - avanzaron por debajo de la inflación, durante ese período no incrementó significativamente la oferta de viviendas en alquiler.

1960-1977

A partir de los años `60, el mercado inmobiliario profundizó su segmentación. Por un lado, en 1959 el Banco Hipotecario Nacional redujo la oferta de créditos para la adquisición de vivienda. Esto significó que el financiamiento quedó restringido a bancos comerciales, a sociedades de ahorro y préstamo y a la financiación privada a través de pagarés.

Durante el tercer gobierno peronista (1973-1976) se retomaron las políticas activas para mejorar la situación habitacional de la población. Se reactivó el crédito hipotecario oficial mediante el BHN, las tasas de interés se redujeron, y se dejaron de aplicar cláusulas de reajuste. Esto, al estar en un contexto inflacionario, facilitó la devolución de los préstamos y representó un subsidio a la vivienda destinada a los beneficiarios de estos créditos, como ya se había hecho en los gobiernos peronistas anteriores.

Es importante destacar que el poder adquisitivo del peso fue deteriorado por las continuas devaluaciones en la segunda mitad del siglo pasado. Durante gran parte de las décadas de 1950, 1960 y 1970, Argentina tuvo tasas de inflación superiores al 20% anual. El episodio del “Rodrigazo” fue el epítome de la inestabilidad cambiaria. Consistió en una devaluación que llevó adelante el ministro Celestino Rodrigo en 1975, desencadenando una depreciación de la moneda de alrededor del 400% en menos de 6 meses. Esto generó una inflación récord para la historia argentina del 186% anual. Una fuerte pérdida del poder adquisitivo del salario se sumó a la licuación de los ahorros en pesos de los argentinos.

Durante las tres décadas mencionadas, el Estado Argentino no revirtió la situación de las persistentes tasas de interés reales negativas. Estas, si bien desincentivaban la renta financiera y alentaban inversiones productivas, reducían las opciones para el ahorro de largo plazo, al causar que los ahorros depositados en los bancos perdieran su poder adquisitivo. Con el fin de reducir la actividad especulativa, a su vez, la compra de divisas estaba restringida.

Durante la gestión de Martínez de Hoz (1976-1981), una liberalización cambiaria-financiera llevada adelante entre 1977 y 1979 promovió la libre entrada y salida de capitales, la compra y venta de divisas sin justificar su uso, y la libre determinación de las tasas de interés y los plazos de depósito a término. En adición, en este mismo período se dio una liberalización del sector inmobiliario. La gestión consideraba que mediante la desregulación económica se podría resolver el problema habitacional. Por esto se aplicó la ley de Normalización de Locaciones Urbanas, que tendió a eliminar el control estatal del precio de los alquileres.

La dolarización del mercado inmobiliario comenzó en 1977, con la aparición de avisos clasificados en los diarios ofreciendo inmuebles valuados en dólares¹². Aunque escasos, marcaban el inicio de un proceso que se extendería durante los meses siguientes. En mayo de 1980, en 9 de cada 10 avisos los precios de las propiedades estarían indicados en dólares. En menos de tres años, el mercado inmobiliario se había dolarizado prácticamente por completo.

En julio de 1977, el Ministro de Bienestar Social, Almirante Julio Juan Bardi, describió la percepción del gobierno de facto sobre el problema habitacional en la Argentina, y cuáles serían las medidas a adoptar. En una población dentro de la que el 42% se encontraba viviendo en condiciones habitacionales deficitarias, existían 4 segmentos. En primer lugar, aquellos que podían adquirir viviendas con fondos propios. En segundo lugar, aquellos que podían pagar su vivienda con créditos de la banca privada. En tercer lugar, el sector de clase media (el más numeroso), al cual se lo definía como aquel con una capacidad de ahorro que le permitiría comprar su propia vivienda pero con créditos de larga duración y una baja tasa de interés (no disponibles en el mercado sin intervenir) y en cuarto lugar, los sectores más desfavorecidos

¹² El origen de la dolarización inmobiliaria en la Argentina. p.52

(minoritarios), que no contaban con capacidad de ahorro que les permitiera acceder al crédito bancario.

El gobierno tomó la decisión de enfocar sus esfuerzos de gasto público solamente en estos dos últimos sectores. El argumento central para no otorgar subsidios a la clase media estaba puesto en que este sector podía acceder a la vivienda mediante el alquiler. Se sostenía que, al haberse sancionado la Ley de Normalización de Locaciones Urbanas y al haber otorgado beneficios impositivos a la construcción de unidades destinadas exclusivamente al alquiler, esto ampliaría la oferta de viviendas para alquilar y mejorarían los precios para los inquilinos.¹³

En cuanto a los créditos del BHN, la instrucción del gobierno de facto era dejar de “otorgar subsidios” y empezar a funcionar como un banco comercial, pero manteniendo tasas especiales y créditos de larga duración indexados. De este modo, el financiamiento para la compra de viviendas quedó totalmente segmentado. Se creó el Fondo Nacional de la Vivienda (FONAVI) con el objetivo de proveer créditos subsidiados a los sectores bajos, y los sectores medios tomarían los créditos bancarios comerciales del BHN. Desde entonces, las tasas aumentarían al tiempo que su cartera de créditos hipotecarios iría en disminución. En el ámbito privado, la oferta de créditos hipotecarios era inaccesible para el grueso de la población, incluyendo la clase media. Los préstamos hipotecarios tenían plazos entre 5 y 10 años, a tasas nominales resultaban inaccesibles debido a los altos niveles de inflación.

La dolarización fue un incentivo fuerte a la construcción de propiedades para alquilar. En este período se afirmó la consideración de los inmuebles como un activo de inversión alternativo. Además de obtener una renta por el alquiler, al denominar los activos en moneda estadounidense había una esperanza de estabilidad de largo plazo para el valor de los inmuebles. A pesar de la liberación del mercado, el crecimiento de la oferta de viviendas de alquiler continuó siendo lento hasta la década del 90’.

¹³ Durante estos años, la dictadura lanzó la campaña denominada “Alquilar es elegir”, en la cual prometía mayor oferta y menores precios para la vivienda en alquiler.

La reforma liberal del sistema financiero significó un brusco cambio de juego. En primer lugar, los deudores hipotecarios preexistentes vieron un aumento pronunciado en sus tasas de interés. En segundo lugar, una cláusula de reajuste del capital adeudado habilitó a las entidades bancarias a ajustar los intereses de acuerdo a la evolución del índice de precios. Estos dos factores provocaron que una parte de los deudores no pudieran pagar sus créditos y perdieran sus propiedades.

La elevadísima inestabilidad macroeconómica del país desde los años 70 determinó el desarrollo de un mercado financiero orientado con exclusividad al corto plazo y caracterizado por dedicar una porción muy importante de su cartera al financiamiento del sector público, lo que tuvo por resultado un efecto de exclusión creciente del financiamiento y la inversión del sector privado.

1980 - 1990

A partir de la recuperación de la democracia en 1983, en Argentina se estableció una estrategia de desarrollo bajo barreras comerciales externas proteccionistas, represión financiera y control de precios. A lo largo de este episodio, el crecimiento del financiamiento de la vivienda a través del BHN tuvo un efecto importante sobre el déficit público, constituyéndose en uno de los factores causantes de la inestabilidad macroeconómica. A principios de los 80, la inversión en vivienda se llevó a cabo mediante compras de contado y el otorgamiento de préstamos hipotecarios fue prácticamente inexistente.¹⁴

Hacia el 1986, el BHN era el tercer banco en importancia en términos de depósitos en el sistema financiero, con 6,1% del total. Además, era el primero en volumen de préstamos, con un 15% del total. El 85% de los fondos provenían del sector público (de las cajas de subsidios familiares, de la Secretaría de Salud y la recaudación del FONAVI). Todas estas colocaciones eran a plazos fijos de corto plazo - entre 7 y 30 días. En cambio, los créditos, el 90% de ellos hipotecarios, cubrían a 185.000 beneficiarios y eran por plazos de entre 20 y 30 años.¹⁵

¹⁴ Las Instituciones del financiamiento de la vivienda en Argentina. p.10

¹⁵ Las Instituciones del financiamiento de la vivienda en Argentina. p.61

En 1987, el BCRA intervino al BCN, que atravesaba una crisis que tuvo repercusiones macroeconómicas. El carácter racionado de su oferta subsidiada y una organización deficiente de la institución llevaron a filtraciones sistemáticas hacia familias de ingresos más elevados que los designados como elegibles para sus créditos hipotecarios. El resultado fue un índice de morosidad creciente - en 1987 alcanzó el 67,6% del total de la cartera. La misma operatoria del BHN se había establecido cuarenta años atrás, en la expansión monetaria del primer gobierno peronista, utilizado redescuentos del BCRA como el instrumento para facilitar liquidez.

Tanto en el caso del BHN como el FONAVI, en la década de los 80 los errores de diseño, la dependencia de fondos públicos (erosionados por la inflación), el desorden operativo y la captación política de las instituciones aplacaron el desarrollo de los esquemas de crédito hipotecario.

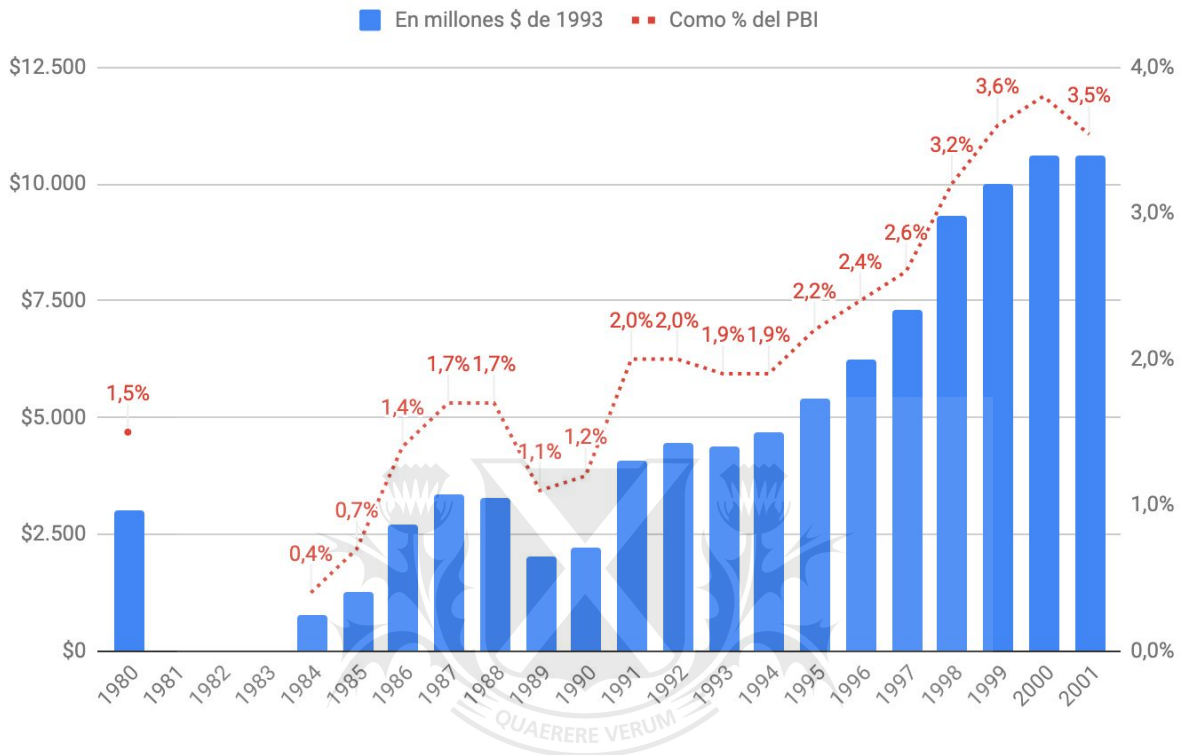
1990 - 2000

Entre 1991 y 2001 se puso en marcha una estrategia de reinserción en los mercados internacionales. Mediante desregulación, privatizaciones y control inflacionario a través de la regla de convertibilidad de la moneda local, el desarrollo del mercado financiero local adquirió importancia, al diversificarse y profundizarse. El crecimiento del financiamiento batió un récord histórico para Argentina, siendo el financiamiento de la vivienda uno de los negocios principales de la banca privada en esta década.

El punto de partida surgió de la estabilidad monetaria, el crecimiento del sistema financiero y, dentro de este contexto, la posibilidad de efectuar contratos denominados en dólares a partir de la sanción de la Ley de Convertibilidad en abril de 1991. En moneda constante, el crédito hipotecario para la vivienda creció entre finales de 1990 y finales de 2000 a una tasa promedio de 12,4% anual, lo que significó la triplicación del crédito en ese decenio¹⁶. La Figura 7 muestra la aceleración del préstamo hipotecario en términos reales durante esta década.

¹⁶ Las Instituciones del financiamiento de la vivienda en Argentina. p.5

Figura 7: Préstamos Hipotecarios para la Vivienda en Millones de ARS de 1993 (existencias netas promedio por año).



Fuente: Cristini, M. y Moya, R. En base a datos de la FIEL, MECON y el BCRA.

Desde mediados de los años 90, con el aumento progresivo de la cantidad de hogares que accedían al financiamiento para la compra de una vivienda nueva, el alquiler tendió a ser reemplazado por la compra financiada por los bancos privados y por algunos bancos públicos. A su vez, el tipo de unidades construidas y vendidas dejó gradualmente de corresponder a las destinadas mayormente a los segmentos de mayores ingresos, para ampliarse a un mayor segmento del mercado. El máximo valor de la relación crédito hipotecario / PBI se vio en el año 2000, cuando llegó al 3,8%.

Durante la década del 90, los plazos de los préstamos hipotecarios tendieron a alargarse de un año a otro. En 1993, el 74% del monto de los contratos se realizó a menos de cinco años, mientras que en 2001 esta cifra se redujo a un 26%. Los contratos en dólares fueron tomando

mayor importancia, y las hipotecas a tasa variable tendieron a aumentar su participación, especialmente después de 1998.

A su vez, la estabilidad de los precios y un horizonte macroeconómico más previsible permitieron extensiones de los plazos de depósitos y préstamos. Como muestra la Figura 8, el período 1993 - 2000 tuvo una tasa de inflación promedio de 0,2%. Para este período, gracias a la previsibilidad que manejaba el mercado, había una diferencia muy reducida entre las tasas de préstamos hipotecarios en monedas nacional y extranjeras. En este período reaparecieron los préstamos hipotecarios a 5, 10, 15 y 20 años, plazos inusuales para la historia argentina. Un aumento en la competencia local de bancos extranjeros en el sistema financiero (en particular a partir de 1996) ayudó a la reducción de las tasas de préstamos hipotecarios. Esta baja también tuvo que ver con el crecimiento de los sistemas de información de deudores que se desarrollaron en esta época, que permitieron al sector bancario hacer un mejor relevamiento de sus potenciales deudores.

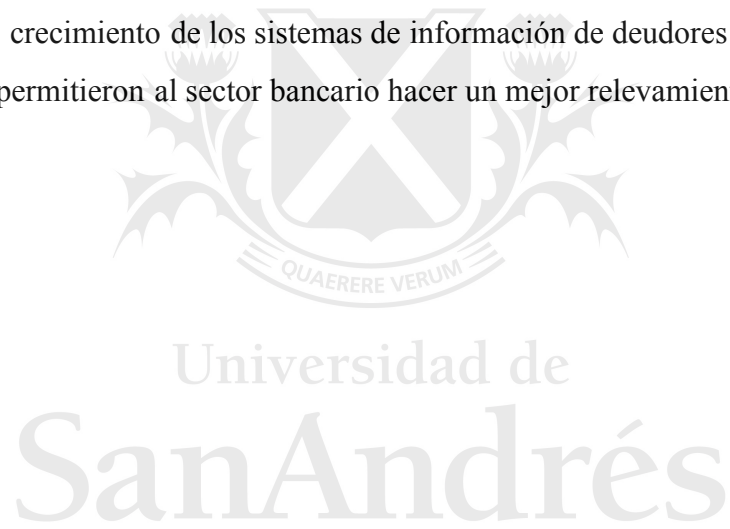
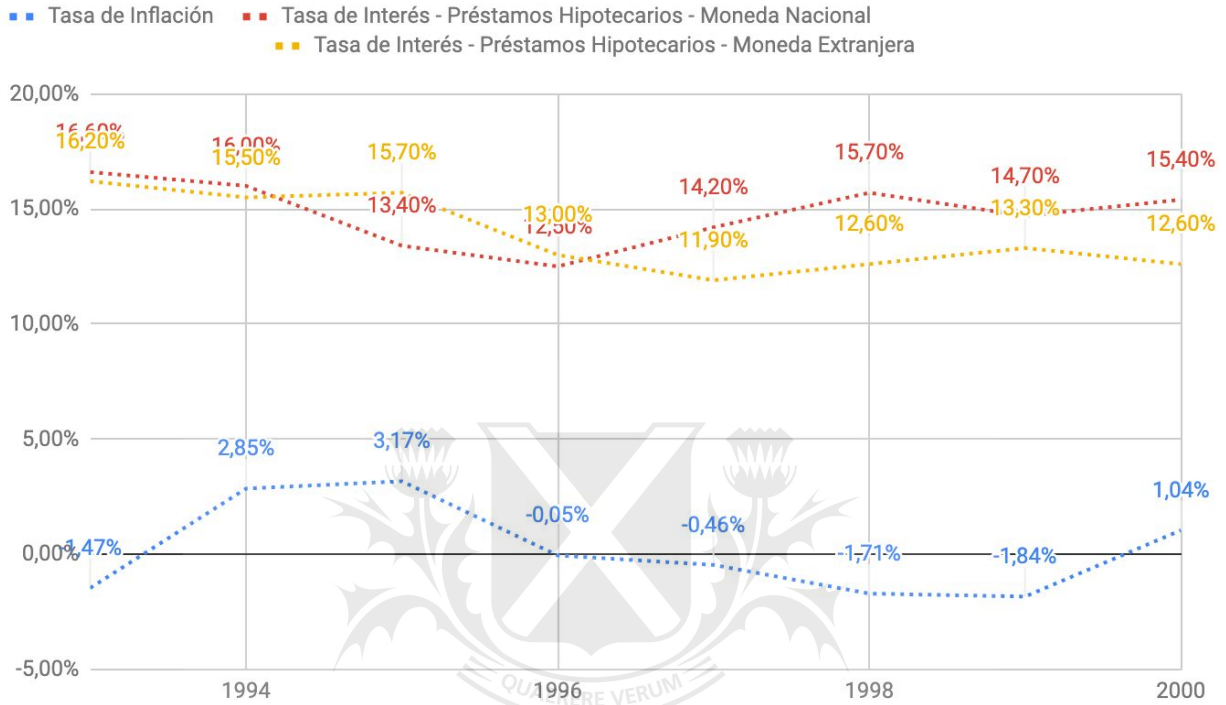


Figura 8. Estabilidad del período 1994-2000.



Fuente: Gapminder para serie inflacionaria, Cristini, M. y Moya, R. para tasas de interés de préstamos hipotecarios.

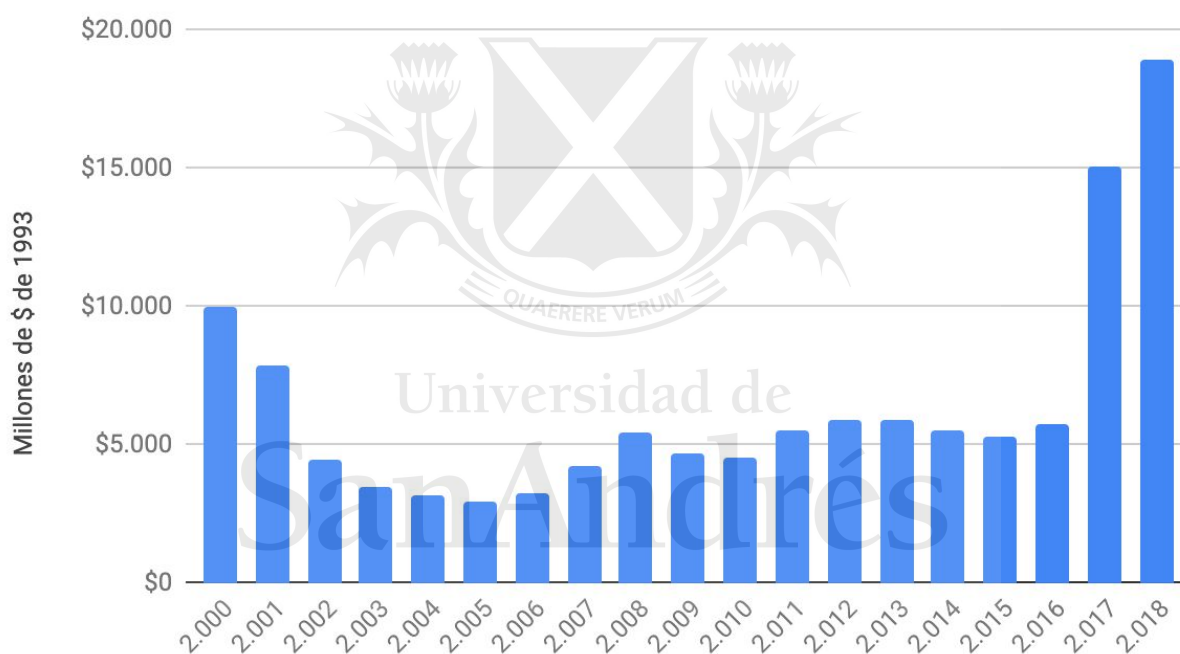
Hacia el final de la década, el mercado hipotecario fue uno de los últimos en entrar en crisis, demostrando su solidez. A diferencia de lo que había ocurrido en los años 80, fue la inestabilidad macroeconómica la que derribó al mercado de financiamiento de la vivienda.

2000 - 2014

El desarrollo del mercado hipotecario de la década del 90' fue interrumpido por la crisis socioeconómica que culminó en 2001 con el fin de la convertibilidad del peso argentino al dólar estadounidense. Esto tuvo un efecto sumamente negativo sobre los créditos hipotecarios. Los volúmenes otorgados se redujeron significativamente y se mantuvieron por niveles inferiores a los del año 2000 por los siguientes 16 años. La Figura 9 muestra que los niveles de préstamos hipotecarios cayeron 21% entre 2000 y 2001, luego 42% entre 2001 y 2002, y llegaron a un

mínimo en el año 2005. El flujo se recuperó hacia el año 2007, a medida que Argentina empezó a encaminarse hacia un equilibrio político y social. Sin embargo, la crisis internacional y su propagación sobre la economía argentina pusieron un segundo límite al mercado de créditos hipotecarios para la vivienda, que hasta el 2017 no recuperaría su volumen en términos reales alcanzado en la década del 90.

Figura 9: Préstamos Hipotecarios para la Vivienda en Millones de ARS de 1993 (niveles al último día de cada mes)



Fuente: BCRA, INDEC

En este período, el mercado inmobiliario se convirtió en una de las principales opciones de inversión para el excedente de renta generado en otros sectores productivos, entre ellos el agropecuario¹⁷. Si bien los “ladrillos” se instalaron una vez más como un reservorio de valor, la mayoría de las transacciones se hicieron en efectivo. Del total de las compras efectuadas durante el 2002 en la Ciudad de Buenos Aires, sólo un 4% se concretaron mediante un crédito

¹⁷ Mercado inmobiliario y problemática habitacional en Argentina post crisis 2001, p.2

hipotecario. Esta cifra creció hasta rondar el 10% en el año 2007, mientras que entre 1998 y 2001, había oscilado entre un 25% y 26%¹⁸.

Esfuerzos Recientes

ProCreAr

En el año 2014, en su segundo mandato, el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner lanzó el Programa de Crédito Argentino del Bicentenario para la Vivienda Única Familiar (ProCreAr). El programa ofrecía préstamos hipotecarios con tasas subsidiadas por el estado nacional. Las tasas de interés se ajustaban de acuerdo a los ingresos de los deudores, pero en todos los casos terminaron siendo tasas de interés reales negativas. Para el fondeo se utilizaron los recursos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del ANSES.

El programa tenía el carácter de un sorteo, pero incluía, algunos criterios de selección propios de un crédito hipotecario. Los principales criterios eran una antigüedad laboral mínima de 1 año en relación de dependencia o 2 años independiente, una relación cuota ingreso de hasta el 40% - considerando todas las obligaciones del beneficiario en el sistema financiero - y falta de antecedentes negativos en el sistema financiero. Al tratarse de tasas subsidiadas, estos criterios resultaban mucho más laxos que aquellos a los que pudieran haber accedido las mismas personas en un mercado sin intervención del estado.

Los créditos hipotecarios a personas alcanzaron el 0,45% del PBI en 2014, año en el que más créditos se entregaron. Los montos subsidiados entregados en el ProCreAr representaron más del 80% de estos créditos y llegaron al 0,38% del PBI¹⁹. Sin embargo, según información ofrecida por el Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda de la Nación, a diciembre de 2015, cuando finalizó el programa, aún existía un déficit de 1,6 millones de nuevas

¹⁸ Mercado inmobiliario y problemática habitacional en Argentina post crisis 2001, p.2

¹⁹ Radiografía de los créditos hipotecarios en la Argentina: qué pasó en los últimos años

viviendas, y otras 2,2 millones requerían refacciones o ampliaciones; lo que significaba prácticamente el 28% de las familias del país²⁰.

UVA

En 2015 se llevó a cabo una revisión de contratos de obra pública, lo que llevó a un estancamiento del sector y una caída en la construcción. Con el fin de encontrar una nueva modalidad para revitalizar el crédito hipotecario, en abril de 2016 el BCRA creó la Unidad de Valor Adquisitivo (UVA), una moneda artificial basada en el peso, diseñada como un índice con el objetivo de cumplir la función de reserva de valor.

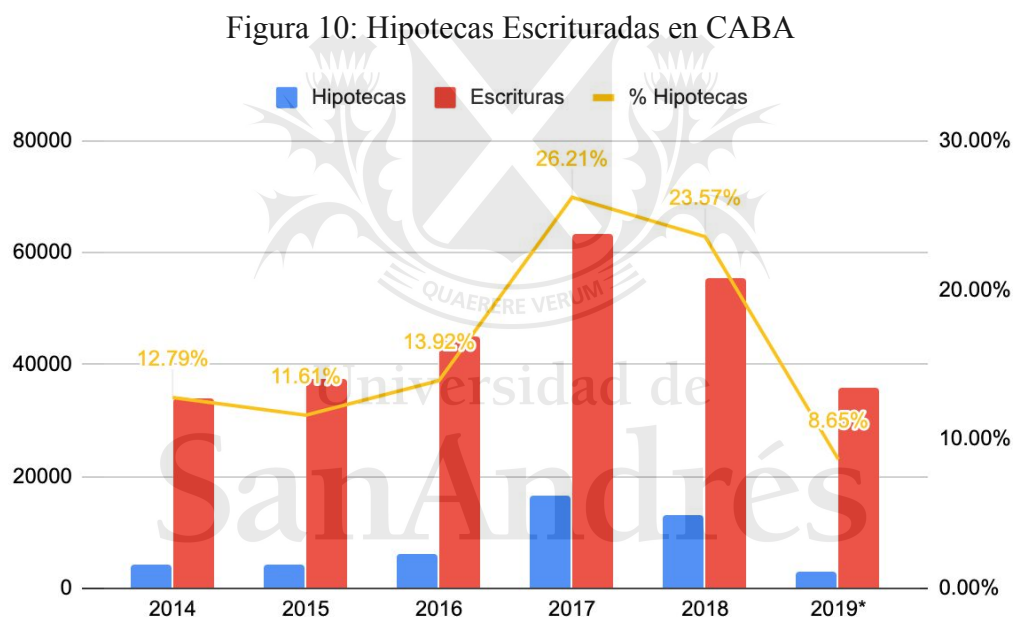
La estrategia de las UVA consiste en que estas se ajustan a la evolución del costo de construcción. Es decir, la UVA se indexa a alguna variable que refleje la evolución de los precios del sector que genera la necesidad de tomar créditos hipotecarios. La finalidad que se persigue es la de expresar los precios de transacciones de largo plazo en moneda local para desligarlas de las variaciones del dólar. Si bien esto reduce la demanda interna de moneda externa, estos instrumentos no escapan al problema de que los flujos de ingresos de los potenciales tomadores de crédito se encuentran expresados en pesos y, por tanto, no necesariamente ajustan a la misma velocidad o nivel que la UVA.

El funcionamiento de los créditos UVA es el siguiente: una vez que se establece el monto en pesos del préstamo, este monto se divide por la cotización de la UVA a la fecha. Por tanto, el cliente pasa a adeudar un stock de capital denominado en UVAs. Luego, resta establecer cuál va a ser la cuota mensual que el deudor va a pagar, incluido el monto de intereses. Para esto, se define un plazo de pago (en el auge de los créditos UVA, el máximo era de 30 años), y una tasa efectiva anual fija (TEA). De esta forma se define una cuota fija en UVA, que variará solamente con la variación de la unidad misma. La principal ventaja de los créditos UVA consistía en que contaban con una tasa de interés fija, a diferencia de los otros créditos disponibles al momento de su lanzamiento.

²⁰ Créditos UVA - Informe Especial. p.4

Junto con la implementación de los créditos UVA, el plan Pro.Cre.Ar vio un giro importante en su funcionamiento. En lugar de otorgar créditos subsidiados, los fondos del Estado asignados al plan Pro.Cre.Ar se empezaron a utilizar para descontar el capital de créditos UVA.

Como veremos más adelante, los tomadores de crédito hipotecario tienen una preferencia muy marcada por las hipotecas de tasa fija, que otorgan mayor previsibilidad. Con el cambio de gobierno en 2017, y una propuesta de reducción inflacionaria, hubo un boom en la emisión de créditos UVA, llevando los montos de préstamos a máximos históricos. La Figura 10 muestra cómo se duplicaron las escrituras en CABA que estuvieron ligadas a hipotecas en 2017 respecto de 2016.



Fuente: Properati Data

Teniendo en cuenta que los créditos UVA tienen un plazo máximo de 30 años, estando hoy a dos años de su lanzamiento es aún temprano para juzgar su efectividad. Sin embargo, se puede argumentar que la debilidad principal de los créditos UVA no tuvo que ver con el diseño de los instrumentos en sí, sino con el contexto macroeconómico los años siguientes a su implementación. El esquema inicial asumía que la inflación anual podría reducirse a una cifra de un sólo dígito. Cuando eso no ocurrió, los montos adeudados crecieron rápidamente, y con ellos,

las cuotas a pagar. Cuando se lanzaron los UVA, los bancos tenían un simulador que preveía tres escenarios: optimista, normal y pesimista. La situación de inflación de los 3 años siguientes resultó ser más negativa que el escenario más pesimista que ofrecía aquel simulador²¹. Por el resto de la duración de estos créditos, los prestatarios verán permanentemente un crecimiento de sus pagos mensuales en términos de poder adquisitivo. Esto es, a menos que sus ingresos se ajusten más rápidamente a los índices de precios, o bien la inflación sea controlada.



²¹Créditos Uva: entre la desesperación y la mentira, los usuarios piden respuestas al sistema bancario



Universidad de
San Andrés

Comparativa Internacional

El Origen de la Hipoteca Moderna en EE.UU.

Figura 11. Cuadro Comparativo de la Evolución del Mercado de Crédito Hipotecario en EE.UU

Etapa	Características
Pre 1933	Instrumentos <ul style="list-style-type: none">-Amortización balloon-LTV hasta 50%-Plazos hasta 10 años-Sin refinanciamiento-Tasas Variables
1933 - 1947	Instrumentos <ul style="list-style-type: none">-Amortización completa-LTV hasta 80%-Plazos hasta 20 años Instituciones <ul style="list-style-type: none">-Creación HOLC y FHA-Disolución HOLC ⇨ FNMA Financiamiento <ul style="list-style-type: none">-Principalmente depósitos en S&Ls-Creación del mercado secundario vía emisión de Bonos de FNMA
1948 - 1965	Instrumentos <ul style="list-style-type: none">-Plazos hasta 30 años Instituciones <ul style="list-style-type: none">-Extensión en LTV de préstamos hipotecarios asegurados por FHA-LTV: 95% para nuevas hipotecas-LTV: 90% para refinanciamientos
1966 - 1969	Financiamiento <ul style="list-style-type: none">-Falta de liquidez en el sector bancario ⇨ Securitización Instrumentos <ul style="list-style-type: none">-Creación de MBS Instituciones <ul style="list-style-type: none">-Nueva FNMA, GNMA y creación de Freddie Mac
1970-1990	Instituciones <ul style="list-style-type: none">-Sector privado compite contra el público en el mercado de seguros hipotecarios y domina el mercado.

Hasta la década de 1930, las hipotecas residenciales en Estados Unidos eran instrumentos de mediano plazo (5-10 años) que únicamente se pagaban de forma "balloon", es decir que acumulaban intereses y capital, que se pagaban al final del período pactado. En comparación con las hipotecas modernas, las de esta época tenían valores bajos, no superaban el 50% del valor del inmueble. Además, las entidades emisoras no ofrecían posibilidades de re-financiamiento, sino que dependía totalmente de los prestatarios encontrar los medios para refinanciar los préstamos si no podían pagar a la fecha del vencimiento. Otra característica importante era la preponderancia de los préstamos con tasa de interés variable. Esto significaba que las familias asumían los riesgos de la fluctuación de las tasas.

Este sistema mostró sus limitaciones a principios de la década de 1930. Durante la Gran Depresión, las propiedades en Estados Unidos perdieron en promedio la mitad de su valor. Los titulares de estas hipotecas, en medio de la crisis y ante un futuro incierto, se negaron a refinanciar los préstamos vencidos. Como resultado, muchos prestatarios incumplieron sus obligaciones, ya que no tenían ni el efectivo ni los ahorros necesarios para pagar los préstamos. Esto dio pie a una ola de ejecuciones hipotecarias - en promedio 250.000 por año - entre 1931 y 1935. En la peor parte de la Depresión, casi el 10% de los hogares estaban en ejecución hipotecaria. Las instituciones financieras a su vez intentarían revender las propiedades que recuperaron, lo que ejerció aún más presión a la baja en el mercado inmobiliario.

Para promover la recuperación de la Gran Depresión, en 1933 el gobierno de Franklin D. Roosevelt desarrolló el New Deal, una serie de programas y reformas. Una parte importante del New Deal hizo foco en el mercado inmobiliario, teniendo en cuenta que un tercio de los desempleados del país estaban en el sector de construcción, y entonces reactivar el sector inmobiliario era una oportunidad importante para reducir el desempleo²². La primera parte del New Deal creó dos instituciones importantes: La Corporación de Préstamos para Propietarios de Hogares (HOLC - Home Owner's Loan Corporation), y la Administración Federal de Viviendas (FHA - Federal Housing Administration).

²² Shaky Ground: The Strange Saga of the U.S. Mortgage Giants

La HOLC recaudó fondos con bonos respaldados por el gobierno, utilizándolos para comprar hipotecas incumplidas de las instituciones financieras, con el fin de reinstaurarlas. Al reinstaurarlas, alteraba los términos drásticamente, incorporando las siguientes características: tasas fijas en lugar de tasas variables, plazos de hasta 20 años en lugar del máximo anterior, de 10 años, amortización completa en lugar de la no amortización, (es decir, con pago balloon), y una relación préstamo/valor de la propiedad de hasta 80%, en lugar de 50%.

La FHA adoptó esta forma de hipoteca para evitar el problema de las personas que necesitaban refinanciar, lo que claramente había conducido al desastre en un escenario de baja liquidez crediticia. La gestión de la HOLC fue contundente: compró, reinstaló y convirtió un millón de hipotecas.

Como el gobierno federal no tenía interés en mantener en su posesión estas hipotecas de largo plazo, necesitaba encontrar una manera de que fueran comerciables. Algunas compañías de seguros hipotecarios privados habían manejado este negocio antes de la década de 1930, pero con niveles de capitalización bajos, y quebraron a principios de la década de 1930. Fue por esto que el gobierno estableció la FHA para proporcionar seguros hipotecarios de forma que los inversores pudieran adquirir hipotecas con confianza.

Una observación importante es que la invención de la hipoteca de tasa fija, amortizante y de largo plazo fue una respuesta a una crisis financiera general y no un diseño para la promoción de la propiedad de vivienda en sí, a diferencia del caso argentino. La combinación de HOLC y la FHA representó una parte de la "ingeniería financiera" que permitió a las instituciones financieras ilíquidas volverse líquidas.

La HOLC, habiendo realizado su tarea, fue disuelta en 1936. En su lugar, se fundó la Asociación Nacional Federal de Hipotecas Federales (FNMA - Federal National Mortgage Association, que más tarde sería Fannie Mae) como una agencia gubernamental en 1938 con el propósito de desarrollar un mercado secundario para las hipotecas aseguradas por la FHA.

El propósito de la organización era proveer a los bancos locales de fondos federales para que pudieran financiar préstamos de vivienda. Así se buscaba aumentar el nivel de

propiedad de la vivienda del país, haciendo más asequible la compra de un hogar de bajo costo. Para esto, FNMA creó un mercado secundario líquido para las hipotecas, comprando hipotecas de los bancos, posibilitando que emitieran más préstamos. Luego la FNMA emitía bonos para financiar la compra de estas hipotecas a la par. En esta primera instancia, todas las hipotecas que compraba la FNMA debían estar aseguradas por la FHA.

Con la anticipación del final de la Segunda Guerra Mundial, la FHA buscó estimular la construcción de viviendas por medio de una relajación sustancial de sus términos. En 1948, el plazo máximo de una hipoteca aumentó a 30 años. En 1956, se elevó la relación préstamo-valor máximo al 95% para la construcción nueva y al 90% para las viviendas existentes.²³ Sin embargo, mantuvo su límite sobre el monto total de deuda a emitir por hipoteca, y al hacer esto permitió que se desarrollara un mercado del sector privado de seguros hipotecarios.

La propiedad de vivienda se expandió rápidamente en EE.UU. en el período posterior a la Segunda Guerra. Esto ocurrió gracias a la fuerte expansión de la economía del país, que hizo aumentar los ingresos. También contribuyó la nueva hipoteca de amortización a largo plazo a tasa fija. De esta forma Estados Unidos se transformó de una nación de inquilinos urbanos a una de propietarios suburbanos: la tasa de propiedad entre los hogares estadounidenses aumentó del 43,6% en 1940, al 64% en 1980. La hipoteca aprobada y asegurada por la FHA fue clave para esta transformación. Su rentabilidad para el Tesoro de los EE. UU. atrajo fuertemente al sector privado, que comenzó a ofrecer nuevos seguros privados para hipotecas. Es importante destacar que las mayores intervenciones del Estado americano en el mercado hipotecario se hicieron a través de la FHA, es decir, dando un respaldo al asegurar los préstamos hipotecarios. De esta forma, la intervención se hizo con una lógica de reducir los riesgos asociados a las hipotecas y a las asimetrías informativas. Adicionalmente, el gobierno de Estados Unidos le dio la posibilidad al sector privado de involucrarse asegurando algunas hipotecas que excedían el alcance de la FHA.

²³ Sin embargo, mantuvo el límite de monto máximo asegurable para los préstamos.

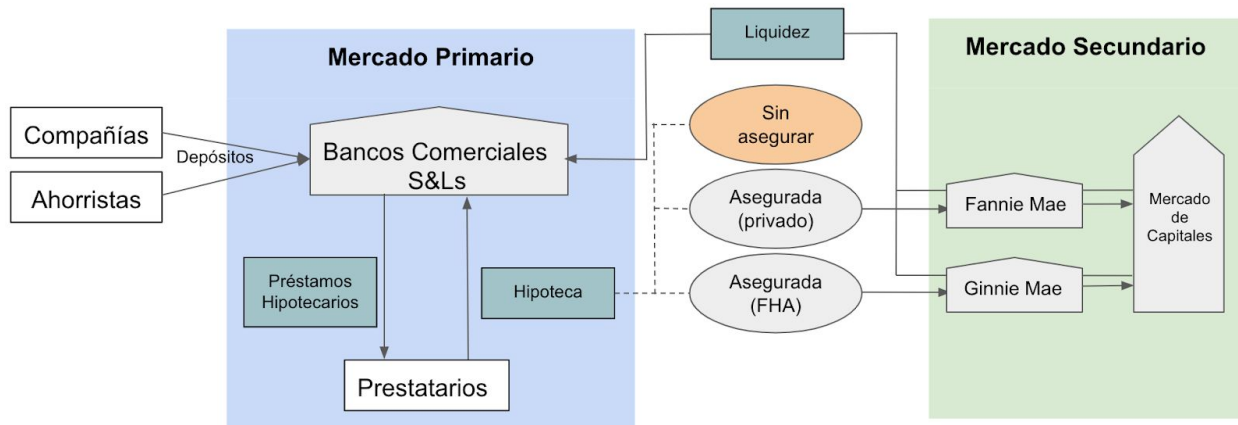
Con el tiempo, la participación del sector privado en seguros hipotecarios superó la del sector público a medida que ofreció términos más competitivos: el seguro hipotecario FHA disminuyó del 29% del mercado hipotecario en 1970 a menos del 10% a mediados de la década de 1990. La hipoteca que proporcionaban en común la FHA y el sector privado pasó a conocerse como "hipoteca convencional", y fue la que dominó el mercado.

Durante las dos décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial hubo un patrón en el financiamiento del mercado hipotecario. Los bancos comerciales y las instituciones de Savings & Loans (S&L - ahorros y préstamos)²⁴ fueron los principales proveedores de préstamos hipotecarios. Debido a que estas instituciones de depósito eran típicamente pequeñas, contaban con el apoyo del gobierno federal, que respaldaba sus depósitos. Esto llevaba a que hacer un depósito en un S&L tuviera una mejor tasa que invertir en bonos del tesoro, por más que ambos contaban con un riesgo similar. Al estar tan líquidas, estas instituciones podían ofrecer tasas de interés muy bajas para sus préstamos hipotecarios: las hipotecas de tasa fija generalmente les pagaban entre 5% y 6% en el mercado, mientras que entre 1945 y 1966, los rendimientos de los bonos del Tesoro a tres meses nunca pasaron el 4%.

Este esquema comenzó a mostrar defectos en 1966, cuando el rendimiento del Tesoro a tres meses subió por encima del 4 por ciento y los ahorros fluyeron de los depósitos hacia bonos del Tesoro, lo que resultó en una escasez de fondos para los préstamos hipotecarios. Una de las respuestas a este evento fue la división en 1968 de Fannie Mae (FNMA) en dos partes: la Asociación Nacional de Hipotecas del Gobierno, conocida como Ginnie Mae, y la "nueva" Fannie Mae, que ahora sería privada y podría comprar y vender hipotecas no respaldadas por el gobierno, y así proveer fondos adicionales para hipotecas (ver Figura 12). Además, el Congreso creó Freddie Mac en 1970 para securitizar hipotecas emitidas por S&Ls.

²⁴ Los bancos comerciales y las S&Ls son instituciones diferentes que se regulan de forma diferente. Una S&L suele atender a personas individuales. Por esto se les suele permitir menor toma de riesgo. En cambio, los principales clientes de los bancos comerciales son compañías, y estos bancos pueden involucrarse en actividades más riesgosas como, por ejemplo, banca de inversión.

Figura 12. Securitización en el Mercado Hipotecario de EE.UU.



Fuente: Elaboración propia en base a “The American Mortgage in Historical and International Context”.

Securitización

Con la creación de Ginnie, la nueva FNMA y Freddie, el congreso pretendía que los problemas de liquidez de la hipoteca de 1966 no se repitieran. Las concesiones federales que se les otorgaron a Fannie y Freddie requerían que estas promovieran la liquidez y la estabilidad en el mercado secundario de hipotecas, y fomentaran el crédito hipotecario en todo el país. Estas instituciones a su vez traerían uniformidad al mercado hipotecario e inventarían instrumentos financieros - derivados de valores respaldados por hipotecas (MBS - *mortgage backed securities*) - que ayudarían a mantener el mercado hipotecario líquido desde mediados de la década de 1980 hasta la debacle ocurrida en el año 2008.

La aceleración en la inflación en las décadas de 1960 y 1970 alteró la capacidad de los bancos comerciales y S&Ls para financiar hipotecas de tasa fija a largo plazo: la inflación elevó las tasas de interés nominales, erosionando los balances de los depositarios que financiaban hipotecas de tasa fija. Estos, además, estaban incapacitados para elevar sus tasas de interés debido a la Regulación Q, una regla federal que colocaba un tope en la tasa que los depositarios podrían pagar a los depositantes. A medida que las tasas de interés nominales subían, los S&Ls

no podían igualar lo que el mercado estaba pagando, y perdieron depósitos contra los valores del Tesoro, que pagaban tasas de mercado.

Un segundo factor que limitó la capacidad de los S&Ls para financiar hipotecas de tasa fija fue el surgimiento de nuevos vehículos de ahorro competitivos, como fondos de mercado monetario, fondos mutuos y fondos de pensiones, que pagaban tasas más altas que los depósitos y que se volvieron accesibles para pequeños ahorradores. Además, estas instituciones de ahorro, como los fondos de pensiones, estaban mejor preparadas para mantener inversiones en activos a largo plazo como las hipotecas.

Como resultado de la inflación y los nuevos vehículos de ahorro, se dio una salida de fondos del sector bancario. Esta salida llevó a una crisis en la industria de ahorro y préstamo, un importante cambio estructural en los mercados hipotecarios de Estados Unidos y, finalmente, una transformación del sistema de financiamiento de la vivienda. La industria de la banca comercial no se vio tan afectada ya que, a diferencia de los S&Ls, que por ley debían invertir en hipotecas, los bancos comerciales podían invertir en una variedad de activos. La legislación respondió al nuevo entorno y eliminó los topes impuestos a los depósitos. También permitió que los S&Ls invirtieran en hipotecas de tasa ajustable. Pero las instituciones depositarias ahora estaban preocupadas por prestar a una tasa fija después de lo ocurrido, sabiendo que las tasas de interés podían aumentar nuevamente. Por esto, cuando un comprador de vivienda elegía una hipoteca de tasa variable, el banco generalmente la mantenía en su tenencia, ya que el prestatario estaba absorbiendo el riesgo de la tasa de interés. En cambio, cuando el comprador elegía una hipoteca de tasa fija, el prestamista normalmente la vendía a Fannie Mae, Freddie Mac o Ginnie Mae, que luego empaquetaban los préstamos en MBS y revendían a inversionistas cuyos balances eran más compatibles con la tenencia de un activo a largo plazo con una tasa nominal fija.

En lugar de la dependencia tradicional sobre los S&Ls y los bancos comerciales como fuentes de fondos para préstamos hipotecarios, los fondos comenzaron a venir de MBSs que luego se negociaban en un mercado hipotecario secundario. Por lo tanto, la securitización se convirtió en una fuente dominante de fondos para hipotecas residenciales a largo plazo.

Durante un tiempo a principios de la década de 1980, cuando las hipotecas de tasa variable empezaron a ofrecerse y muchos expertos proyectaban una inflación masiva y variable en los próximos años, incluso pareció que la hipoteca de tasa fija podría convertirse en una anomalía histórica, y que la hipoteca estadounidense el mercado volvería a las hipotecas de tasa ajustable que habían sido comunes antes de la década de 1930. En un contexto inflacionario volátil, las hipotecas de tasa fija se vuelven demasiado costosas, y esto imposibilita su comercialización. Sin embargo, la Reserva Federal controló la inflación y la hipoteca de tasa fija recuperó su vitalidad, volviendo a ser la forma más común de financiamiento hipotecario residencial en el país.

El cambio hacia las hipotecas financiadas por los mercados de capital en lugar de por los depositarios se siguió acentuando. A fines de 2003, Fannie y Freddie garantizaban o tenían aproximadamente el 60 por ciento del mercado en el que podían participar y el 43 por ciento del mercado total.

Instituciones

En EE.UU. hay una predominancia inusual de 1) hipotecas de largo plazo de tasa fija y 2) el nivel de securitización utilizado para financiar la adquisición de viviendas. Estos dos aspectos son producto de las instituciones existentes, que reducen los costos de dichos instrumentos.

Figura 13: Instituciones del Mercado Hipotecario

	Asegurador Hipotecario	Garante de Instrumentos de Securitización	Empresas Público / Privadas
Dinamarca	No	No	No
Alemania	No	No	No
Irlanda	No	No	No
Holanda	NHG	No	No
España	No	No	No
Reino Unido	No	No	No
Australia	No	No	No
Canadá	CMHC	CMHC	No
Japón	No	JHF	Possible
Corea del Sur	No	No	Korean Housing Finance Corp.
Suiza	No	No	No
EE.UU	FHA	GNMA	Fannie Mae, Freddie Mac, FHLBs

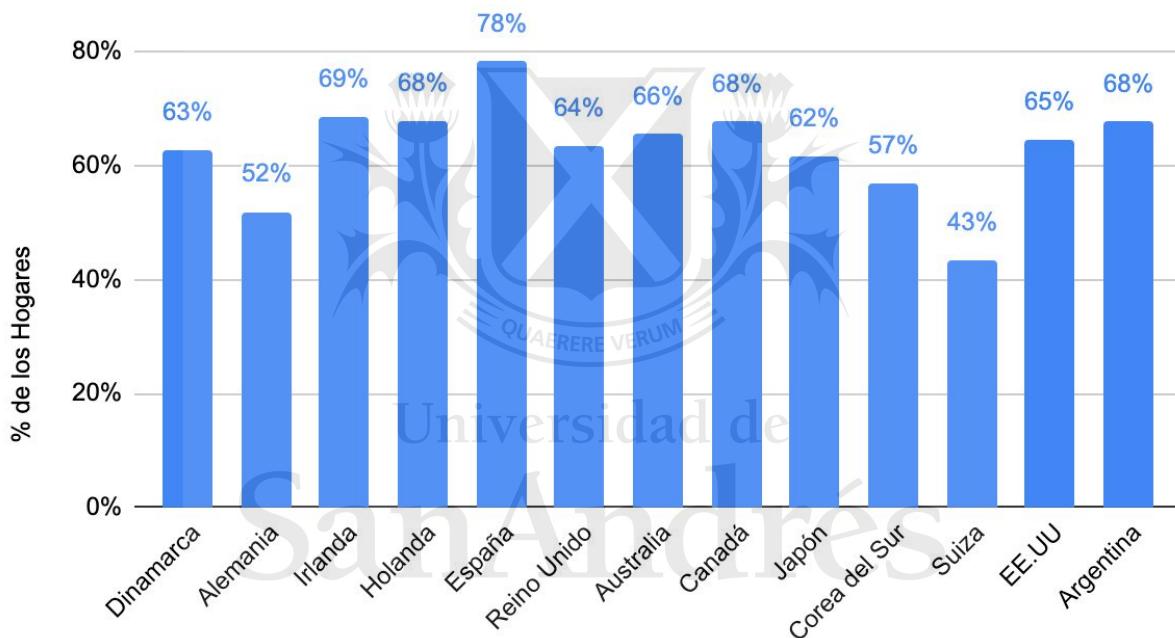
Fuente: International Comparison of Mortgage Product Offerings

La Figura 13 muestra las instituciones que existen en la actualidad dentro de una muestra de 12 países, todos ellos con niveles relativamente elevados de propiedad de hogar y deuda hipotecaria. Hay diferencias marcadas en la presencia de entes gubernamentales o semi-gubernamentales a lo largo de esta muestra. EE.UU. se destaca en su utilización de los 3 tipos de instituciones que dan soporte al sistema hipotecario: seguros para hipotecas, garantías para la securitización y entes público/privados. Pese a sus diferencias institucionales, todos los 12 países de esta muestra poseen mercados del financiamiento hipotecario desarrollados. A lo largo de la muestra hay mucha variabilidad en cuanto a los productos hipotecarios que se ofrecen, y en las fuentes de financiamiento que se utilizan.

En cuanto a la tasa de propiedad del hogar (Figura 14), algunos países europeos del oeste tienen tasas de propiedad relativamente bajas, como Alemania o Suiza, en parte debido a

que hay sistemas de renta muy instalados. Alemania provee incentivos para la inversión en alquiler, pero no para propiedad del hogar. Suiza, a su vez, históricamente ha tenido una tasa de propiedad baja, reflejando los costos elevados de mantenimiento y un porcentaje alto de población que no permanece en el país. En cambio, países europeos del sur como Italia, España y Grecia tienen tasas más elevadas, que reflejan valores culturales y políticas discriminatorias hacia del alquiler.²⁵

Figura 14: Tasa de propiedad del Hogar



Fuente: International Comparison of Mortgage Product Offerings

Disponibilidad de Instrumentos Hipotecarios

El conjunto de instrumentos hipotecarios que se ofrecen en un país es producto de la oferta y demanda de crédito y del entorno regulatorio. La literatura considera a los siguientes factores como significativos para la toma de decisión de toma de deuda hipotecaria: el consumo actual y futuro de su hogar, la incertidumbre sobre sus ingresos futuros, la incertidumbre sobre

²⁵ International Comparison of Mortgage Product Offerings. p. 11

las tasas de interés, la alta correlación entre shocks inflacionarios y tasas de interés reales, la incertidumbre sobre los precios de los inmuebles y la incertidumbre sobre el tipo de cambio (cuando sus ingresos y el préstamo no están definidos en la misma moneda).

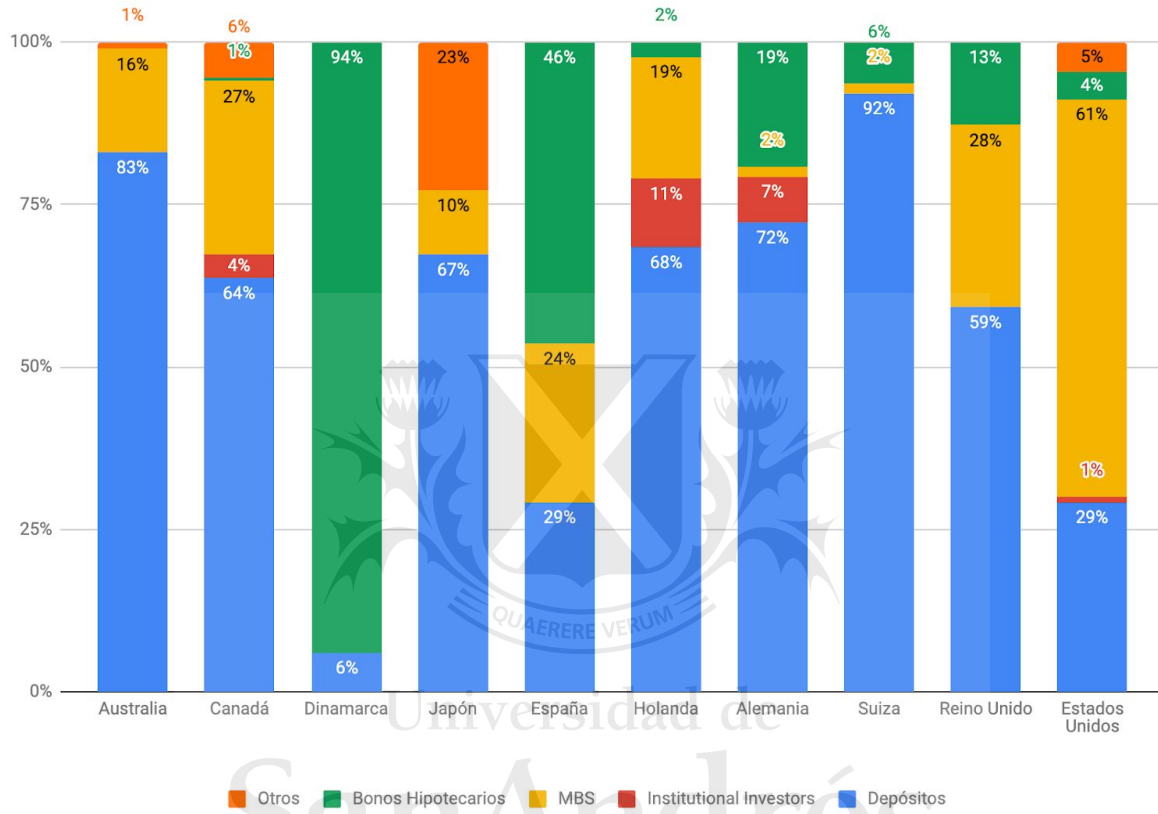
Por estas razones, en general la literatura coincide en que las hipotecas de tasa fija son más favorables para los prestatarios. Sin embargo, en la práctica se ve que la mayoría de los países tienen hipotecas de tasa variable como el instrumento principal, y es difícil proveer hipotecas de tasa fija y de largo plazo. La razón principal tiene que ver con cómo se financia el mercado hipotecario.

Financiamiento del Mercado Hipotecario

Dentro de la muestra analizada, el financiamiento del mercado hipotecario suele ser provisto por depósitos, bonos hipotecarios, y el mercado de capitales (vía activos como Mortgage Backed Securities) o bien inversores institucionales. Como muestran las Figuras 15 y 14.1, en la mayoría de los países, son los bancos (comerciales, de ahorro o cooperativos) quienes dominan el negocio del préstamo hipotecario. Estas instituciones se fondean con los depósitos de corto y mediano plazo que tienen en sus balances. Como consecuencia, los instrumentos hipotecarios que ofrecen estos países vienen definidos por los términos del fondeo. Las hipotecas de tasa variable, por ejemplo, tienen tasas que son establecidas en gran parte con las que poseen los depósitos, porque de esta forma los bancos minimizan el riesgo de interés. Cuando los préstamos hipotecarios de tasa fija son financiados mediante depósitos, los plazos suelen ser como máximo de mediano plazo, ya que emitir una hipoteca a tasa fija por un período largo conlleva un riesgo de interés significativo.

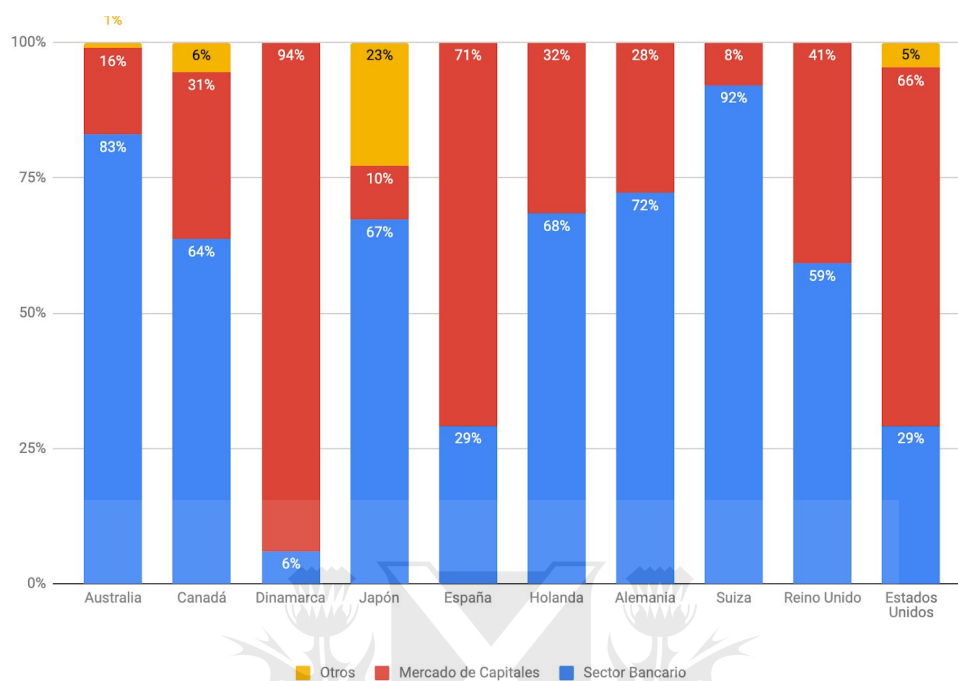
Es por esto que la mayoría de los países de esta muestra entran en la categoría de sistemas pro-intermediarios, es decir que el sector bancario tiene un peso preponderante en el mercado de financiamiento de la vivienda. En cambio, Dinamarca, España y EE.UU. tienen sistemas que se financian principalmente vía mercado de capitales.

Figura 15: Financiamiento del Mercado Hipotecario



Fuente: International Comparison of Mortgage Product Offerings

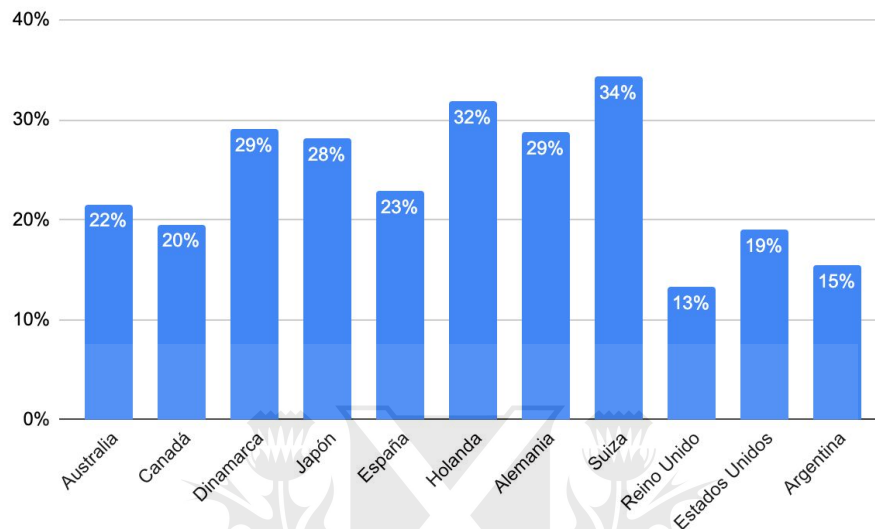
Figura 15.1: Financiamiento del Mercado Hipotecario. Sector Bancario y Mercado de Capitales.



Fuente: International Comparison of Mortgage Product Offerings.

Cabe destacar que el tanto el tamaño del sector bancario como el del mercado de capitales dependen del nivel de inversión y ahorro doméstico acumulado de una nación. Dentro de esta muestra de 11 países, Argentina tiene la segunda tasa de ahorro bruto más baja (Figura 16). De eso se desprende que, la capacidad de desarrollo de ambos sectores, son más limitadas en Argentina que en la mayoría de los países de la muestra.

Figura 16: Ahorro Bruto (% del PBI)



Fuente: World Bank

Australia

El hogar propio es un objetivo importante para muchos australianos - esto se refleja en una tasa alta de propiedad del hogar. Muchos australianos consideran importante retener sus propios hogares y, por lo tanto, cumplir sus obligaciones bajo préstamos hipotecarios, incluso si están bajo restricciones presupuestarias apretadas²⁶. Esta preferencia del mercado australiano hace que la asequibilidad del hogar sea un tema políticamente sensible.

Más de 67% de las familias australianas son propietarias de sus propios hogares. De este segmento, el 45% son propietarias sin deber ningún préstamo hipotecario (30,4% del total de los hogares). La proporción de hogares con hipoteca ha crecido en los últimos 10 años y al mismo tiempo ha crecido la proporción de alquilantes en el total de los hogares. Estos cambios reflejan los efectos de un crecimiento prolongado en los precios de las propiedades, que ha afectado la

²⁶ An Overview Of Australia's Housing Market And Residential Mortgage-Backed Securities

asequibilidad del hogar. Esto fuerza a más personas a alquilar por períodos más largos y a incrementar su endeudamiento, lo que exacerbaría los efectos de un revés económico severo.

La calificadora de riesgo S&P considera que el mercado hipotecario australiano es muy robusto a una eventual recesión debido a varias razones. En primer lugar, la mayoría de los préstamos hipotecarios son de tasa variable, lo cual deja a los prestatarios con un riesgo mayor, y esto los suele motivar a adelantar sus pagos al máximo para evitar riesgos. En segundo lugar, la variabilidad de las tasas incrementa la efectividad de las políticas monetarias expansivas. En tercer lugar, las tasas de estos préstamos suelen mantenerse en niveles bajos. En cuarto, las Conductas Obligatorias para el Préstamo Responsable - una serie de normas del Acta de Protección al Consumo de Crédito Nacional - aseguran estándares para la verificación crediticia de los prestatarios, y las regulaciones continúan reforzando estos estándares.

El mercado hipotecario de Australia tiene un volumen de USD 1.210 millones, de los cuales 6,1% están securitizados. El porcentaje de securitización se ha reducido desde 24% en el año 2007, debido a que ha caído la colocación de los MBS australianos (RMBS) en el mercado de capitales. Los RMBS, al igual que sus equivalentes estadounidenses, tienen primas sobre bonos corporativos de riesgo similar, y por eso son una opción popular para inversores sofisticados que buscan rendimientos más altos. En contraste con los modelos daneses y estadounidenses, el mercado australiano está más enfocado en intermediarios, y se podría argumentar que resulta más robusto que el americano al no estar sujeto a los riesgos de securitización que provocaron la crisis financiera del 2008.

Alemania

La proporción de deuda hipotecaria a PBI en Alemania ronda el 40%. Esta cifra no es más elevada porque el mercado de la vivienda en Alemania siempre ha sido conservador: los prestamistas financian como máximo el 70% del valor de la propiedad, y las tasas suelen ser fijas a 10 años. A su vez, la tasa de propiedad del hogar es relativamente baja; Alemania está en un 52% comparado con el 63% en Dinamarca, 65% en EE.UU. y 66% en Australia.

El mercado de alquiler, en cambio, está más desarrollado y regulado. Las familias alemanas típicamente han optado por el alquiler, pero se estima que crezca la tasa de propiedad del hogar en los próximos años considerando el contexto actual global de tasas de interés bajas.²⁷

A pesar de su penetración menor, el mercado hipotecario alemán tiene una posición distinguida dentro de la Unión Europea. Debido a su foco en reducir riesgo y limitar las prácticas crediticias, ofrecer tasas de interés fijas, y ratios LTV bajos, el mercado alemán asegura una base confiable tanto para prestamistas como para tomadores de préstamos hipotecarios. A la fecha, los productos financieros dan poco lugar para la especulación y contribuyen a mantener estables los precios del sector inmobiliario. Sin embargo, estas mismas precauciones también previenen que los hogares de menores ingresos accedan a la propiedad de un hogar. Esto explica que la tasa de propiedad del hogar de Alemania sea más baja que la de otras economías desarrolladas. Es así como el mercado alemán provee un marco estable y predecible para la sociedad propietaria.²⁸

Dinamarca

Las hipotecas de tasa fija de largo plazo están estrechamente vinculadas al fondeo mediante el mercado de capitales. Dinamarca, que tiene el mercado secundario de hipotecas más grande del mundo después de los Estados Unidos, también ha logrado una oferta a gran escala de hipotecas de largo plazo a tasa fija. A diferencia de EE.UU., no lo logra mediante securitización, sino con un esquema que involucra tanto al sector bancario hipotecario como al mercado de capitales, que es único en el mundo.

En Dinamarca, los únicos bancos que tienen permitido emitir hipotecas son los bancos hipotecarios, a diferencia de la mayoría de los países del mundo. A su vez, los bancos hipotecarios daneses no tienen permitido tomar depósitos - su única forma de financiarse es la emisión de bonos cubiertos. Los bancos observan los precios de los bonos hipotecarios de mercado, y emiten préstamos hipotecarios de condiciones equivalentes. De esta forma, Dinamarca ha creado un sistema hiper-competitivo en el que un bono del mercado hipotecario

²⁷ Europe's Housing Markets Continue To Recover Amid Extended QE

²⁸ Mortgage Market, Character and Trends: Germany

rinde exactamente lo mismo que la tasa de interés de la hipoteca. El prestamista solamente agrega un pequeño monto (50 puntos básicos) con fines administrativos para cubrir una pequeña ganancia.

A diferencia de un MBS, en este caso la relación hipoteca-bono es a nivel individual. Cada hipoteca adicional que se emite, tiene como equivalente una nueva serie del bono hipotecario del banco emisor. En gran medida, este sistema es posible gracias al “principio de balance”, un principio que establece la igualdad en la tasa que recibe un tenedor de bono hipotecario con la tasa que paga el tomador de un préstamo hipotecario. Bajo el sistema danés, el volumen del crédito hipotecario es el doble del volumen del crédito comercial.

Existen casos de éxito tanto para países donde el mercado hipotecario está concentrado en el mercado de capitales como para países donde los intermediarios financieros (es decir, los bancos) concentran esta actividad. Dado que los contratos hipotecarios se originan en el sector bancario, no es sorpresa que el segundo grupo sea el más numeroso.

Prepagos y Cancelaciones

El mercado danés no solamente se destaca por su ofrecimiento de préstamos hipotecarios de tasa fija, sino también por la flexibilidad y transparencia que les ofrece a los prestamistas. Mientras que en otros países existen penalidades para pagar anticipadamente las cuotas de una hipoteca, en Dinamarca hacer un “prepago” no tiene ninguna penalidad. Esto permite a las familias que tienen la oportunidad de hacerlo 1) terminar el pago de su hipoteca antes de lo estipulado, y 2) ahorrar sumas potencialmente significativas en pago de intereses.

Además, frente a incrementos o caídas de la tasa de interés de mercado, los prestatarios daneses tienen libertad para cancelar su hipoteca, tomando una nueva hipoteca para comprar el bono correspondiente a la hipoteca que ya habían tomado. Esto hace más manejable la deuda y el riesgo financiero.

El sistema reduce el riesgo financiero de los bancos hipotecarios al mínimo, siendo la única excepción el riesgo de default del prestatario, es decir, el riesgo crediticio. El riesgo

crediticio, según el esquema danés, no debería significar una carga para el bonista. Para prevenir esta eventualidad, los bancos hipotecarios tienen una obligación por estatuto para mantener en su tenencia suficientes reservas con el fin de contener estas eventualidades. Con este método, se estima que ningún tenedor de bonos ha sufrido pérdidas financieras en los más de 200 años de historia de crédito hipotecario danés.

Default y Ejecuciones Hipotecarias

Definimos como ejecución al proceso legal en el que un prestamista toma una propiedad del prestatario en caso de un default sobre su deuda. El tratamiento de las ejecuciones difiere mucho entre países e, incluso dentro de un país, las provincias o estados suelen tener legislaciones que tratan a las ejecuciones de formas diferentes.

Una observación importante es que, en un contexto de leyes que permiten una rápida ejecución de la hipoteca y toma del colateral, el riesgo del prestamista se reduce dramáticamente. Si a este contexto le sumamos un ratio LTV suficientemente bajo, los préstamos hipotecarios podrían ser libres de riesgo²⁹. Por ejemplo, con un ratio LTV del 75%, incluso si el precio del colateral cae 20%, en caso de default el prestamista podría ejecutar el colateral por un valor superior al monto total adeudado.

La capacidad de ejecución reduce el riesgo de información asimétrica, y reduce los costos transaccionales del préstamo hipotecario. En cambio, donde hay leyes más favorables para el prestatario que incumple, suelen encontrarse techos de LTV más bajos (es decir, se piden entradas iniciales más grandes)³⁰. Esto reduce el acceso a crédito, debido a que las leyes que amparan a aquel que incumple están a su vez imponiendo costos adicionales para el prestamista. En el caso de un default, los prestamistas no solo deben incurrir en costos legales y las expensas asociadas a mantener el inmueble ejecutado, sino que además deben enfrentar una demora antes de tomar control de la propiedad y venderla.

²⁹ The Oxford Handbook of Banking. p. 823

³⁰ The Oxford Handbook of Banking. p. 826

Sobre este último punto, el tiempo estimado de desalojo es una métrica que da una pauta sobre clara sobre el costo de ejecución. En Europa existe una varianza importante: de 2 meses en Finlandia a 132 meses en Italia. El tiempo promedio para esta región se estima en 2 años según el Banco Central Europeo. En Canadá el tiempo total para la retoma del inmueble se estima en 7 a 9 meses, y en Australia el proceso pareciera más corto aún. A su vez, la pérdida por default en Australia está entre el 20 y 25% del valor inicial de la deuda, y en Canadá se estima entre el 18 y 20%³¹.



³¹ International Comparison of Mortgage Product Offerings. p. 31

Recomendaciones para el caso argentino

El problema del mercado de la vivienda en Argentina, como hemos visto en los hechos ocurridos en los años 90 y más recientemente en 2017/2018, se caracteriza por una demanda ampliamente insatisfecha de créditos hipotecarios. En ambos episodios, cuando el mercado previó estabilidad y abundó el optimismo, la actividad del mercado hipotecario se disparó, demostrando la necesidad de fondeo y la voluntad del sector privado para tomar crédito e invertir en el sector inmobiliario.

En ambos casos, hoy podemos corroborar que lamentablemente el optimismo no llevaría a buen puerto, pero un aprendizaje importante es que la reactivación se puede dar en un plazo relativamente corto bajo las señales indicadas. En esta sección proponemos tres frentes de acción: primero, la estabilización de las variables macroeconómicas a corto y largo plazo. Segundo, una propuesta institucional con una impronta diferente a la que se aplicó históricamente en Argentina. Finalmente, concluimos con observaciones sobre competencia e innovación en el área tecnológica / financiera.

Variables Macroeconómicas

No es factible resolver los problemas del financiamiento de la vivienda en Argentina sin antes resolver problemas de fondo sobre las tasas de interés reales negativas, el ahorro, la inversión y la previsibilidad del mercado. A estos fines, el primer hito que debería buscar la Argentina es reducir la inflación, lograr un tipo de cambio estable, tasas de interés que fomenten el ahorro, y una estabilidad de las variables macroeconómicas que permita planificar a largo plazo. Esto último no solo abrirá la posibilidad a más soluciones, sino que las existentes serán más efectivas y abarcativas (por ejemplo, los créditos UVA).

Entre los modelos de país que debaten las fuerzas políticas actuales, no existe un consenso sobre la importancia de lograr un superávit fiscal. Esto resulta preocupante, ya que sin sanear este desequilibrio, Argentina permanentemente deberá caer en la inflación o el

endeudamiento externo para sostener su gasto público. Y, de esta forma, no logrará generar las condiciones de estabilidad necesarias para que su gente sea capaz de ahorrar en moneda local.

Es importante destacar que las posibilidades de financiamiento van a crecer proporcionalmente a la liquidez del sistema financiero. Es decir, a más depósitos y más inversión privada en el mercado de capitales, más productos se podrán ofrecer en el mercado hipotecario, y más se podrán relajar los requerimientos de entrada para acceder a los créditos hipotecarios³².

A su vez, lado del prestatario, el pago de un préstamo hipotecario en sí también significa reducir el consumo en pos de pagar una inversión de largo plazo como lo es la compra de una vivienda. Sin una cultura de resignación del consumo de largo plazo, resulta imposible el concepto del pago de un préstamo hipotecario que no esté subsidiado.

Instituciones

En la historia económica argentina, la política de préstamos hipotecarios se ha dado principalmente en forma de subsidio. Como se ha visto en la sección 1, el Estado ha demostrado consistentemente tener un alcance limitado para solucionar esta problemática. En cambio, como se ha visto en la sección 2, los países con los mercados hipotecarios más desarrollados han encontrado soluciones sustentables y de mayor alcance, donde el Estado se limita a proveer la infraestructura y los incentivos para que el sector privado distribuya recursos mediante lógicas de mercado.

La intervención directa del Estado no sólo produce ineficiencias importantes y da lugar a corrupción, sino que limita fuertemente el accionar del sector privado. Esto es porque las tasas subsidiadas son mucho más favorables a los ojos de un prestatario que las tasas de mercado. Desde esta perspectiva, el préstamo hipotecario subsidiado se podría considerar competencia desleal contra el mercado hipotecario. Resulta imperativo para el desarrollo del sector que el estado dé un claro mensaje sobre cuál va a ser su actividad, y qué va a dejar en manos de los bancos y del mercado de capitales. Si interviene directamente, o si da señales de que lo hará,

³² The Oxford Handbook of Banking, p. 866

estará reduciendo la atractividad del negocio para los sectores que realmente pueden hacer un ofrecimiento sustentable y de largo plazo.

En lugar de la intervención directa, las siguientes tres instituciones ayudarían a regular y a su vez fomentar la actividad del mercado hipotecario:

Primero, una Asociación Nacional de Bancos Hipotecarios: en lugar de un único Banco Hipotecario público, la ABH regularía los bancos privados hipotecarios, asegurando que sus reservas se mantuvieran en niveles razonables, simplificando el acceso a datos para mediciones crediticias, y aprobando o vetando los productos financieros que estos ofrecieran.

Segundo, una Aseguradora Nacional de Préstamos Hipotecarios: estaría diseñada para establecer un criterio nacional de hipotecas ANH. Toda hipoteca que cumpliera con estos criterios (en términos de riesgo crediticio, proporción LTV, relación ingreso-pago mensual y monto total del préstamo) calificaría para estar asegurada por la ANH. Esta institución reduciría el riesgo para los prestamistas, con un tope de monto asegurado por hipoteca - asegurando de esta forma el foco en hipotecas para las clases media y media-baja.

En este punto es importante destacar que, con un esquema subsidiario como el utilizado históricamente en Argentina, el Estado financia el 100% de los préstamos hipotecarios que provee. En cambio, una institución de seguros hipotecarios (como la que se utiliza en EE.UU.) tiene la ventaja de que el Estado solamente desembolsa fondos en caso del default de un préstamo asegurado. Como diseño de política económica, la segunda alternativa hace un uso más efectivo de los recursos, y tiene un efecto más extenso al reducir el riesgo de todas las operaciones aseguradas. Mientras que un esquema subsidiario ataca al síntoma de la escasez de crédito, una Aseguradora Nacional de Préstamos Hipotecarios soluciona el problema de fondo, que viene dado por la asimetría de información y el riesgo del préstamo.

Tercero, una Asociación Nacional de Hipotecas: equivalente a GNMA pre-separación de la FNMA, este ente sería el responsable de monitorear los pagos de capital y de interés de las hipotecas ANH para que estas pudieran ser insertadas en el mercado secundario correctamente.

Como hemos visto, los “booms” de crédito hipotecario de Argentina fueron episodios cortos y que no se sostuvieron en el tiempo. De esto se desprende que la institucionalidad no es el único determinante para el crecimiento del sector. Sin embargo, el estudio de los mercados desarrollados parecería indicar que un fortalecimiento institucional es la mejor apuesta que el país puede hacer por un desarrollo sustentable y prolongado. En el marco de la institucionalidad, es importante que el rol del Estado sea el de posibilitar opciones en lugar de forzar soluciones y reducir el accionar del sector privado.

Competencia e Innovación

Como hemos visto en la sección 1, durante la década del 90, con la globalización de los servicios financieros se dio el ingreso al país de la banca internacional. Esto tuvo el efecto de reducir las tasas de interés gracias a un aumento en la competencia. Hoy en día, existe una posibilidad similar gracias al desarrollo de compañías *fintech* o de tecnología financiera.

La promesa de estos negocios es de reducir costos, mejorar el fondeo del mercado inmobiliario y dar alternativas para que los prestatarios elijan nuevas soluciones financieras que mejor se adecúen a sus necesidades. En este aspecto, es importante que el BCRA tome una postura sana de liberalización para que los nuevos actores tengan la posibilidad de traer soluciones superiores a las actuales. A continuación planteamos tres tipos de negocios que han surgido en los últimos años y, pese a no estar comprobadas en el tiempo, plantean soluciones novedosas para el mercado inmobiliario.

Crowdfunding

El Crowdfunding es un mecanismo colaborativo de financiación de proyectos desarrollado sobre Internet. Prescinde de la tradicional intermediación financiera y consiste en poner en contacto a emprendedores de proyectos que requieren fondos mediante la emisión de valores o la solicitud de préstamos, con inversores u ofertantes de fondos que buscan en la inversión un rendimiento. En esta actividad se destaca la unión masiva de inversores, que financian con montos reducidos proyectos de alto potencial.

Crowdium es la primera plataforma de financiamiento colectivo de proyectos inmobiliarios de Argentina. La plataforma propone a pequeños y medianos ahorristas invertir montos desde 1.000 dólares en desarrollos inmobiliarios. El plazo mínimo para que la inversión rinda frutos es de tres años, y las tasas de rendimiento oscilan entre 10 y 17,5% anualmente en dólares. En Crowdium, un cliente invierte pesos y retira pesos al final del periodo, pero debido a la dolarización del mercado inmobiliario, los montos retirados están anclados al valor del dólar. El vehículo financiero sobre el que se erige Crowdium es un fideicomiso, en el que participan inversores, de los cuales se estiman entre 100 y 200 por proyecto (asumiendo la compra de un departamento de ticket promedio entre USD 100.000 y USD 200.000).

El atractivo del modelo de crowdfunding cae sobre dos puntos fuertes. En primer lugar, destraba una fuente de financiamiento que hasta ahora era inaccesible, haciendo posible llevar a cabo proyectos que, de caso contrario, no sucederían. En segundo lugar, funciona como un vehículo de ahorro e inversión para familias de clase media que no disponen de los fondos como para adquirir una unidad de vivienda completa.

Leasing Inmobiliario

La compañía Divvy, fundada en 2017 en San Francisco, California, propone un sistema para dar servicios a familias que buscan adquirir una vivienda pero no cumplen con los requisitos mínimos para acceder a un préstamo hipotecario. Funciona de la siguiente manera: primero, la familia elige un hogar que desea comprar, que cumpla con los criterios que establece la compañía. Divvy se ocupa de comprar el inmueble, requiriendo de la familia un pago igual al 2% de valor del hogar. La compañía luego le otorga a la familia un leasing del hogar - esencialmente un pago mensual un poco más alto que un alquiler - donde el 20% de los pagos mensuales se acumulan en forma de créditos. Estos créditos, al cabo de 3 años, equivalen al 10% del valor del hogar, típicamente suficiente en EE.UU. para calificar para un préstamo hipotecario y comprarle a Divvy su porcentaje del hogar.

A diferencia de otros sistemas de leasing, si los prestatarios deciden que al final del período no quieren o no pueden comprar el inmueble, al menos recuperarán parte de su

inversión: su porcentaje de propiedad sobre el valor tasado o el valor de venta del inmueble. Si se retiran del esquema antes de que se cumplan tres años, obtendrán el valor equivalente a la mitad de los créditos que acumularon.

Entre los inversores de Divvy se encuentran fondos como Andressen Horowitz (inversores en etapas tempranas de Facebook, Instagram, Skype, AirBnB y Rappi), que apuestan por el modelo de la compañía como una forma de agregar valor de manera sustentable. El modelo apunta a personas con empleos estables que buscan comprar una vivienda, pero que no poseen los requisitos para calificar para una hipoteca.

Conclusiones

En síntesis, interpretamos que para solucionar el problema del financiamiento de vivienda, Argentina precisa un cambio de mentalidad en los siguientes tres aspectos.

Primero, será necesario eliminar el déficit fiscal - una situación que padece históricamente - como primer paso para estabilizar sus variables macroeconómicas. Sin ello, la incertidumbre volverá inasequible cualquier instrumento de deuda a largo plazo, incluyendo a la UVA.

Segundo, para dejar de pensar el préstamo hipotecario como un subsidio más del estado, será necesario fomentar el ahorro. Convertir al peso en una reserva de valor sería la solución ideal - de no ser posible, otro vehículo de ahorro deberá ser generado.

Tercero, Argentina deberá repensar su política económica en el sector. En lugar de llevar a cabo intervención directa, debe generar las condiciones para que el sector privado tenga interés genuino por aumentar la oferta de crédito (y la clase trabajadora tenga confianza para tomarlo).

Bibliografía

Agostinis, S., Di Francesco, V. (2009). “Mercado inmobiliario y problemática habitacional en Argentina post crisis 2001”. XXVII Congreso de la Asociación Latinoamericana de Sociología

Badev, A., Beck, T., Vado, L., Walley, S. (2014). “Housing Finance Across Countries: New Data and Analysis. The World Bank.

Berger, A.N., Molyneux, P, Wilson, J.O.S. (2015). “The Oxford Handbook of Banking - Second Edition”. Oxford University Press.

Bolsa de Comercio de Santa Fe (2018). “Evolución de Créditos Hipotecarios Al Sector Privado. Período 1993-2018”. Centro de Estudios y Servicios

Chequeado.com (2018). “Radiografía de los créditos hipotecarios en la Argentina: qué pasó en los últimos años”. Disponible en <https://chequeado.com/el-explicador/radiografia-de-los-creditos-hipotecarios-en-la-argentina-que-paso-en-los-ultimos-anos/>

Cristini, M., Moya, R. (2004). “Las instituciones del financiamiento de la vivienda en Argentina”. Banco Interamericano de Desarrollo.

El Cronista (2018). “Más Propietarios y Menos Inquilinos”. Disponible en <https://www.cronista.com/columnistas/Mas-propietarios-y-menos-inquilinos-20180823-0083.html>

Jefatura de Gabinete de Ministros, Presidencia de la Nación (2017). “ Una Vivienda para cada Familia”. Carta de Jefatura de Gabinete

Fondo Monetario Internacional, “IMF Data Mapper”. Disponible en https://www.imf.org/external/datamapper/HH_LS@GDD/ARG/BOL/PRY/URY/CHL/BRA/PER/COL/VEN/GUY/

Finance Denmark (2016). “The Danish Mortgage Model”. Disponible en <https://financedenmark.dk/the-association-of-danish-mortgage-banks/the-danish-mortgage-model/>

Gaggero, A., Nemiña, P. (2013). “La vivienda como inversión. Liberalización y dolarización del mercado inmobiliario durante la última dictadura militar”. Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires.

Gaggero, A., Nemiña, P. (2013). “El origen de la dolarización inmobiliaria en la Argentina”. Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires.

Gilbert, J. (2013). “El problema de la vivienda y las políticas del Banco Hipotecario Nacional, 1946-1955.”. Universidad Nacional de Cuyo

Gómez, J.L. (2015). “Un país por construir. Las políticas del Banco Hipotecario Nacional durante el primer peronismo, 1946-1955”. CONICET-CIS-Ides / UNTREF

Green, R.K., Wachter, S.M. (2005) “The American Mortgage in Historical and International Context”. University of Pennsylvania.

Helbrecht, I., Geilenkeuser, T. (2012). “Mortgage Market, Character and Trends: Germany”. Humboldt-Universität zu Berlin

INDEC (2012). “Censo Nacional de Población, Hogares y Viviendas 2010 Censo del Bicentenario”

INDEC (2019). “Indicadores de condiciones de vida de los hogares en 31 aglomerados urbanos”

Infocielo. “Créditos Uva: entre la desesperación y la mentira, los usuarios piden respuestas al sistema bancario”. Disponible en https://infocielo.com/nota/99418/creditos_uva_entre_la_desesperacion_y_la_mentira_los_usuarios_piden_responsabilidad_del_sistema_bancario/

La Nación (2018). “Crisis habitacional: uno de cada tres hogares tiene problemas de vivienda”. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/politica/crisis-habitacional-uno-de-cada-tres-hogares-tiene-problemas-de-vivienda-nid2121533>

La Nación (2015). “El financiamiento colectivo online llega a la industria del real estate”. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/economia/el-financiamiento-colectivo-online-llega-a-la-industria-del-real-estate-nid1853422>

Lea, M. (2010). “International Comparison of Mortgage Product Offerings”. San Diego State University.

Lea, M. (2017). “Global Trends in Housing Finance”

McLean, B. (2015) “Shaky Ground: The Strange Saga of the U.S. Mortgage Giants”. Columbia Global Reports.

Properati, Oikos (2019). “Reporte del Mercado Inmobiliario”

Rooney B., and Hennessy E. (2013). "Actually in the Cinema: A Field Study Comparing Real 3D and 2D Movie Patrons' Attention, Emotion, and Film Satisfaction". Media Psychology. 16 (4): 441-460.

S&P Global Ratings (2018). “An Overview Of Australia's Housing Market And Residential Mortgage-Backed Securities”

S&P Global Ratings (2017). “Europe's Housing Markets Continue To Recover Amid Extended QE”

Szczech, I. (2017). “El nuevo modelo de acceso a la vivienda en la Argentina”. Cámara Argentina de la Construcción.

Tessmer, G., Jara Musuruana, L., Almeida Gentile, P. (2018). “Créditos UVA - Informe Especial”. Universidad Nacional de Rosario.

Wikipedia.org. “List of countries by home ownership rate”. Disponible en https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_home_ownership_rate



Universidad de
San Andrés