

Tipo de documento: Tesis de maestría

Maestría en Finanzas

El crédito hipotecario en la Argentina

Autoría: Brunstein, Jesica P.

Año académico: 2023

¿Cómo citar este trabajo?

Brunstein, J. (2023) "El crédito hipotecario en la Argentina".

[*Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella*].

Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/12055>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 2.5 Argentina (CC BY-NC-SA 2.5 AR)

Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2023

Alumno: Jesica P. Brunstein

Tutor: Julio Dreizzen

El crédito hipotecario en la Argentina

Índice

1	Introducción	5
2	Antecedentes, contexto y marco conceptual	7
2.1	Nacimiento y desarrollo del crédito hipotecario en la Argentina. 1880 – 1945.....	7
2.2	Los dos gobiernos peronistas y la implementación de planes masivos de vivienda para el sector popular. 1946 – 1955	10
2.3	La “Revolución Libertadora” y el fin del rol social del Estado en el desarrollo inmobiliario. 1955 - 1958	13
2.4	Los gobiernos radicales y el intento de retomar una política de construcción estatal. 1958 - 1966	14
2.5	La “Revolución Argentina” y el auge del crédito privado. 1966 – 1973.....	15
2.6	El tercer gobierno peronista y el intento de retomar los planes masivos de viviendas mediante la nacionalización de depósitos. 1973 – 1976	16
2.7	“El Proceso”, la dolarización del precio de los inmuebles y la segmentación del crédito. 1976 – 1983	17
2.8	El retorno a la democracia y el estancamiento del crédito. 1983 – 1989	19
2.9	Los gobiernos menemistas. La securitización de hipotecas y la privatización del BHN. 1989 – 1999	20
2.10	El fin de la convertibilidad, el fin de la confianza en el sistema financiero y el fin del crédito a largo plazo. 1999 – 2003.....	23
2.11	De la post crisis a la actualidad. PRO.CRE.AR y los créditos indexados. 2003 – 2022.....	26
3	Análisis del tamaño del mercado del crédito hipotecario en Argentina y de los factores que inciden en su escaso desarrollo	37
3.1	Argentina uno de los países con menor profundidad y penetración del crédito hipotecario.	37
3.2	La pérdida de profundidad del mercado hipotecarios post crisis 2001.....	39
3.3	El rol de los inversores institucionales y su impacto en el mercado secundario de hipotecas.	42
3.4	Los factores macroeconómicos y su impacto en el desarrollo del mercado hipotecario. ...	42
4	El financiamiento de la vivienda en pozo en la Argentina de la post devaluación, tras la falta de crédito hipotecario	50
4.1	Causas de la demanda de inmuebles en la Argentina pese a la ausencia de un mercado hipotecario.....	50
4.2	Alineando la oferta a las posibilidades de la demanda.	52
4.3	Alternativas de financiación de proyectos inmobiliarios en la Argentina.....	52
4.4	El fideicomiso al costo.....	55

4.5	Lo que queda pendiente por hacer en Argentina: El mercado de capitales como potencial impulsor de la industria inmobiliaria.....	60
5	Conclusión	65
6	Referencias	69

Abstract

En este trabajo se exponen las distintas etapas por las que ha pasado el mercado del crédito hipotecario en la Argentina a través de sus diferentes gobiernos. Se toma como punto de partida la creación e implementación de las hipotecas y el nacimiento del Banco Hipotecario Nacional en el año 1886, pasando por la privatización de la entidad y la crisis del 2001 hasta llegar a la actualidad, buscando exponer el impacto que tuvieron las distintas políticas en el desarrollo de este mercado. Asimismo, se exhiben los posibles factores macroeconómicos que han dificultado el desarrollo del financiamiento a largo plazo en el país, considerando como principales la falta de un tipo de cambio estable y los altos niveles de inflación que nos han llevado a encontrarnos entre el grupo de países con menor nivel de profundidad y penetración hipotecaria. A su vez, se mencionan brevemente algunas modalidades de crédito indexado que son propuestas por ciertos economistas en su afán por encontrar una solución a la falta de créditos para la vivienda en países con altos niveles inflacionarios.

Este trabajo llevará al lector a comprender la situación actual del mercado de bienes raíces en Argentina, como el mismo ha sufrido una segmentación implícita en términos de financiamiento en la que los sectores con menores recursos y menor capacidad de ahorro son asistidos por el Estado a través programas públicos de vivienda, mientras que la clase media y media-alta debe recurrir a las hipotecas bancarias.

Adicionalmente, se le muestra al lector como el escaso desarrollo del mercado hipotecario argentino ha llevado, a los desarrolladores locales, a implementar una estructura jurídica de negocio exitosa como la del fideicomiso al costo buscando satisfacer la demanda de los individuos pertenecientes a la clase media y media-alta por unidades funcionales “en pozo”, quienes adquieren los inmuebles como una vía de resguardo de valor para sus ahorros. Este trabajo también expone, como la figura del fideicomiso al costo, actúa como fuente de fondeo para el desarrollador, ya que los compradores de unidades funcionales “en pozo” realizan el pago por dichas unidades antes que las mismas les sean entregadas, supliendo de esta manera el financiamiento que el desarrollador no consigue en el mercado bancario o en el mercado de capitales.

Palabras clave: Créditos hipotecarios, UVA, programas públicos de vivienda, financiación de la vivienda, fideicomiso, fideicomiso al costo, preventa, venta en pozo, fondos inmobiliarios cotizados, mercado inmobiliario, Argentina, desintermediación, indexación, CAC.

1 Introducción

El crédito hipotecario en la Argentina ha experimentado a lo largo de su historia distintas etapas pasando por momentos de auge y de contracción asociados a las políticas implementadas por los distintos gobiernos y al contexto macroeconómico.

El presente trabajo busca guiar al lector a través de estas etapas para poder facilitar la comprensión de los sucesos que han hecho que en la actualidad el país se encuentre dentro de los que poseen menor profundidad¹ y penetración² hipotecaria y con políticas macroeconómicas que han desalentado no solo la generación de un mercado hipotecario primario³ sino también de uno secundario⁴ (Badev, A. et al., 2014; Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007),

A su vez, se busca exponer como las medidas expropiatorias sobre el sector privado llevadas adelante por sucesivos gobiernos a lo largo de la historia del país, junto con la creciente inflación, condujeron a la clase media y media-alta a refugiar sus ahorros en “ladrillos” como una fuente de reserva de valor, haciendo que los bienes inmuebles se transformen en activos altamente buscados, logrando que paradójicamente el desarrollo de proyectos inmobiliarios haya avanzado pese a la desintermediación financiera y el racionamiento de crédito que ha vivido el país desde el fin de la convertibilidad, desafiando la lógica del circuito “natural” de adquisición de vivienda que toma lugar en países desarrollados y consiste en: captación de fondos y generación y administración de créditos hipotecarios a largo plazo por parte de las entidades bancarias en favor de las familias dispuestas a adquirir su techo. En otras palabras, en los países desarrollados, es el crédito es el que mueve el mercado inmobiliario (Tabakman, D. y Levy Hara, F. 2010; Gómez, M., 2011)

Por otro lado, también se busca exhibir cuales han sido las herramientas utilizadas en el último tiempo para suplir la ausencia de financiamiento de la vivienda.

Con este objetivo a lo largo de la sección 2 (Antecedentes, contexto y marco conceptual) se presentan los antecedentes que dieron origen al crédito hipotecario en Argentina. Luego se transita los gobiernos peronistas que a través del Banco Hipotecario Nacional instauraron los créditos para la vivienda con subsidios para la clase media-baja y baja estableciendo una segmentación implícita del crédito hipotecario donde los sectores con menores recursos y menor capacidad de ahorro debían ser asistidos por el Estado mientras que la clase media debía recurrir al mercado privado (Socoloff, I. 2019, Gómez, J., 2021). Seguidamente se recorren los gobiernos de facto que alejaron al Banco Hipotecario Nacional de la política de vivienda, para posteriormente transitar la década de 1990, periodo en el que los bancos comerciales tomaron mayor preponderancia en el financiamiento de la vivienda y los créditos se ofrecían en dólares estadounidenses. Finalmente se abarca la crisis de 2001 y el fin de la convertibilidad que llevaron a los

¹ Profundidad del crédito hipotecario: La profundidad hipotecaria es la deuda hipotecaria pendiente en relación con el producto bruto interno (PBI o PIB) y mide la profundidad de los mercados hipotecarios centrándose en el volumen total. Este indicador es un indicador agregado de la importancia del mercado de financiamiento hipotecario en relación con la actividad económica total y, por lo tanto, comparable con el indicador estándar de profundidad financiera (crédito privado sobre PIB) (Badev, A. et al., 2014)

² Penetración de préstamos hipotecarios: el porcentaje de la población adulta con un préstamo pendiente para comprar una vivienda. Este indicador captura la dimensión de acceso, es decir, cuán ampliamente se utiliza la financiación de la vivienda (Badev, A. et al., 2014)

³ Por mercado primario hipotecario se entiende aquel en el cual se otorgan los créditos hipotecarios a los compradores o usuarios de las viviendas (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007)

⁴ El mercado secundario es aquel en el cual los originantes de hipotecas venden los créditos, (ya sea a través de securitizaciones, también llamadas titulizaciones, u otros mecanismos similares) a inversores institucionales que cuentan con fondeo a largo plazo como los fondos de pensión o las compañías de seguros. Este mercado es relevante para aquellos originantes que venden los créditos y que no cuentan con una base de fondeo a largo plazo que les permita mantener las hipotecas en cartera (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007)

bancos comerciales a alejarse del crédito hipotecario, llevando al sector de la construcción y al rubro inmobiliario a apelar a otras formas de financiamiento (Socoloff, I. 2019).

En la sección 3 (Análisis del tamaño del mercado del crédito hipotecario en Argentina y de los factores que inciden en su escaso desarrollo.) se exponen las opiniones e hipótesis que postulan diversos autores con el fin de indagar sobre los posibles factores que han dificultado el desarrollo del mercado de crédito hipotecario primario y secundario en Argentina, como ser la falta de un tipo de cambio estable y, los altos niveles de inflación. También se exponen algunos estudios desarrollados sobre préstamos indexados, los que intentan buscar alternativas para el desarrollo de mercados hipotecarios en países con inflación de dos dígitos. Con este objetivo se abordarán análisis tanto de alcance local como internacional relacionados con la temática y con foco en las últimas décadas (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

En la última sección de este trabajo (El financiamiento de la vivienda en pozo en la Argentina post devaluación, tras la falta de crédito hipotecario) se pone especial atención a las particularidades locales que mueven la demanda de los inmuebles, y en como “el ladrillo” se percibe como una fuente de reserva de valor para los ahorros de la población argentina y como la oferta debió desarrollar modalidades de financiación alternativa, en un mercado carente de financiamiento a largo plazo, pasando desde la preventa a precio fijo y a precio variable hasta llegar al fideicomiso al costo. Por último, se presenta un breve análisis de como aún la conexión entre el mercado de capitales y el mercado de la vivienda es una materia pendiente para Argentina y de la poca penetración que exhiben los fondos inmobiliarios cotizados en el mercado local (Tabakman, D. y Levy Hara, F. 2010; Gómez, M., 2011; Socoloff, I., 2021)

2 Antecedentes, contexto y marco conceptual.

2.1 Nacimiento y desarrollo del crédito hipotecario en la Argentina. 1880 – 1945.

El origen de del sistema financiero hipotecario argentino tiene sus comienzos en el siglo XIX. A mediados de dicho siglo, el país inicia un periodo de pacificación política y social y de crecimiento económico resultado del desarrollo de tres grandes pilares: la red ferroviaria, la inversión inmobiliaria y la industria frigorífica.

A comienzos de la década iniciada en **1880**, la crisis económica, que ya había iniciado algunos años atrás, golpeo fuertemente a muchos países europeos. Esta situación sumada al florecimiento de la economía doméstica despertó el interés de millones de inmigrantes por nuestro país. Muchos de estos inmigrantes, se asentaron en centros urbanos y se abocaron a la construcción, otros tantos se radicaron en el interior del país para dedicarse a trabajar la tierra (Banco Hipotecario, s.f.a).

Tras varios intentos de impulsar la actividad hipotecaria en la Argentina, el poder Ejecutivo encabezado por el presidente Julio Argentino Roca, persistió en la necesidad de establecer una entidad bancaria que se dedicara a fomentar esta actividad. Fue así, que el 15 de noviembre de **1886**, el Banco Hipotecario, en ese entonces denominado Banco Hipotecario Nacional (BHN), inició su actividad bajo la presidencia de Juan Agustín García (Banco Hipotecario, s.f.a).

La Ley N.º 1.804, que dio lugar a la fundación del BHN en **1886** con el objeto de facilitar créditos hipotecarios en todo el territorio argentino también instituyó la emisión de cédulas hipotecarias, autorizando a la entidad a emitir títulos de renta a tasa fija por un valor nominal y plazo igual al de los préstamos concertados (ver Imagen 1). En esta etapa, y mediante este instrumento, el BHN financiaba distintas actividades económicas, como ser la producción agraria, teniendo como garantía las tierras que se encontraban en la frontera de expansión, (Banco Hipotecario, s.f.a; Socoloff, I. 2019; BHN, 1961, como se citó en Gómez, J., 2021)

Imagen 1: Facsímil de la primera cédula emitida por el BHN



Fuente: Pérez, E. et al., (1936)

Las cédulas hipotecarias tenían la característica de ser al portador, tener como respaldo las hipotecas emitidas por el BHN y además contaban con la garantía de la Nación y con garantía de las reservas del Banco. Es decir que estos instrumentos contaban con triple garantía.

De esta forma el BHN, se convirtió en el intermediario entre aquellos ahorristas que buscaban invertir su capital y los individuos ávidos por conseguir fondos con garantía hipotecaria (Banco Hipotecario, s.f.a; Socoloff, I. 2019; Pérez, E. et al., 1936).

Las cédulas hipotecarias operaban de la siguiente forma: el propietario del bien a hipotecar solicitaba un empréstito al BHN, asumiendo la obligación de realizar el repago mediante amortizaciones anuales. La entidad financiera se ocupaba de tasar la propiedad, pero en vez de entregar el dinero, entregaba cédulas hipotecarias que luego debían venderse en la Bolsa de Comercio. Estos papeles se emitieron al portador, en moneda nacional pesos y también hubo una emisión en oro.

La suma avalada por el banco, a través de las cédulas hipotecarias, no debía exceder el 50% del valor de tasación del bien inmueble, y el activo a ser hipotecado debía encontrarse libre de otro gravamen (Rato de Sambucetti, S. 2009).

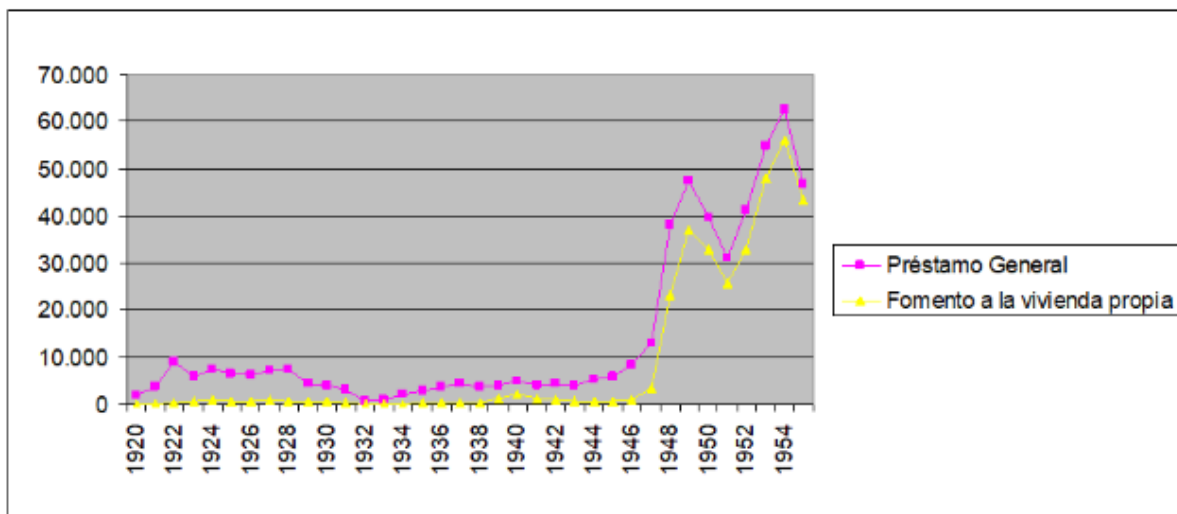
A mediados de la década de **1880**, tomó lugar un proceso de especulación financiera que resultó en una burbuja en los valores de las tierras comercializadas en ese entonces, lo que gravemente afectó a los créditos hipotecarios y al valor de las cédulas. Para sortear esta situación, el BHN se vio obligado implementar una política de austeridad y llevar adelante una reestructuración que consistió en la conversión a moneda nacional de las cédulas en oro y la interrupción por dos años del pago en efectivo del servicio en oro de estas cédulas. A su vez la entidad fue provista de una reserva de capital otorgada por la Caja de Conversión⁵. De esta forma el BHN pudo atender sus obligaciones y salvar el crédito de la cédula en moneda de curso legal y recuperar su prestigio (Banco Hipotecario, s.f.a; Pérez, E. et al., 1936).

Posteriormente, a fines de siglo la reactivación económica impactó de forma positiva en la actividad crediticia, lo que, sumado a la llegada de nuevos inmigrantes dispuestos a dedicarse a la actividad rural, hizo que la cédula hipotecaria se convirtiera en un instrumento altamente demandado (Banco Hipotecario, s.f.a; Socoloff, I. 2019).

Como se mencionó anteriormente, en sus inicios, el BHN no se dedicaba a financiar la vivienda, sino que fue recién, luego de las reformas realizadas en **1904** y **1919**, que la entidad habilitó líneas de créditos para este rubro, las que ocuparon un espacio marginal en la actividad de esta entidad hasta mediados de los años '20. Esto se debió a la conjunción de dos factores: por un lado, el desarrollo y ampliación de la red de transporte público en Buenos Aires logró que aumentaran los espacios habitables dando lugar a la oferta de una amplia cantidad de lotes y facilidades para su compra. Por otro lado, una corriente de ahorro interno generada por el incremento de empleados asalariados dio lugar a que la clase trabajadora pudiera aspirar a la adquisición de la casa propia, estableciendo el contexto socioeconómico necesario para desarrollar un mecanismo de ahorro y financiación. (BHN, 1961, como se citó en Gómez, J., 2021; Banco Hipotecario, s.f.a). Desde ese entonces y particularmente a partir de **1930**, los créditos para la vivienda fueron tomando cada vez mayor protagonismo en la actividad del BHN, hasta llegar a ser el principal destino de los préstamos otorgados (ver Gráfico 1) (BHN, 1986, como se citó en Gómez, J., 2021). Para dicho año, el 50% de los bienes inmuebles del país habían sido obtenidos mediante los créditos otorgados por la entidad financiera gracias a este instrumento (Banco Hipotecario, s.f.a).

⁵ Caja de Conversión: era la única institución que en aquella época estaba habilitada a emitir billetes (Bolsa de Comercio de Rosario (BCR), s.f.).

Gráfico 1: Créditos totales otorgados por el BHN. 1920 – 1954
(en cantidad de unidades)



Nota: La categoría “préstamo general” se asocia a los créditos totales otorgados por el BHN que abarca: créditos para la actividad rural, créditos para la cancelación de deuda y créditos para la vivienda (construcción y compra), mientras que la categoría “fomento a la vivienda propia” se refiere a los créditos otorgados para la construcción o compra de vivienda propia.

Fuente: Gómez, J. (2021)

Tal había sido la consolidación alcanzada por las cédulas, que pese al contexto histórico dado por la crisis internacional de **1929** y el derrocamiento del presidente Yrigoyen en **1930** que habían afectado la actividad inmobiliaria, en **1934** la cotización de la cédula hipotecaria se sostuvo en valores elevados y así se mantuvo pese al inicio de la Segunda Guerra Mundial en **1939** (Banco Hipotecario, s.f.a).

Para principios de la década de **1940**, el BHN se encontraba, altamente concentrado en el mercado urbano como producto de las transformaciones generadas por el proceso sustitutivo de importaciones⁶ (BHN, 1986, como se citó en Gómez, J., 2021). Para **1945** el 91% del total de los créditos otorgados por el BHN, eran con destino urbano y de dicha porción, la mayor parte estaba dirigida a la compraventa y edificación de casas de renta, mientras que una proporción mucho más pequeña se asignaba a los créditos de fomento a la vivienda (ver Cuadro 1) (Gómez, J., 2021; Gómez, J., y Gilbert, J. (2019).

El proceso de industrialización que vivía el país, a su vez retroalimentado por el efecto multiplicador de la construcción, hacía que los trabajadores se establezcan en zonas urbanas. Sin embargo, el mercado de capitales, donde se operaban las cédulas hipotecarias emitidas por el BHN no estaba en condiciones de proveer el volumen de recursos requeridos para financiar la demanda de viviendas de bajo costo por lo que los individuos debieron recurrir a prestamistas privados. Empero, los niveles salariales de la época afectados por la inflación imposibilitaban que los trabajadores pudieran cumplir con los pagos adeudados a dichos prestamistas (Fitte, R., 1986, como se citó en Gómez, J., 2021; Giarrizzo, V., 2019).

Hasta el año **1945**, la inflación se había mantenido acoplada a la inflación mundial, pero a partir de ese año paso a convertirse en un punto de dolor propio de la Argentina. En dicho año los precios alcanzaron una suba del 19.7% provocada por varios efectos simultáneos. El primero de ellos fue la lucha distributiva impulsadas por en el aquel entonces secretario del Departamento del Trabajo Juan Domingo Perón, quien en ese año lanzó políticas sociales orientadas a mejorar el ingreso del trabajador y transferir riqueza desde

⁶ En el periodo abarcado entre 1930 y 1950, la Argentina estableció la sustitución de importaciones con el fin de fomentar el desarrollo industrial. (Daziano, M., 2013)

la clase empresarial a la clase obrera. Debido a que estas mejoras no provenían de una mayor productividad, repercutieron como un aumento de costos de producción de las empresas trasladados a los precios. Segundo, el aumento del gasto público financiado a través de la emisión de dinero, ya que la recaudación fiscal no alcanzaba a cubrirlo (pese a que se había realizado una suba de impuestos) y la proliferación de ministerios cuya estructura debía ser también mantenida con gasto estatal. (Giarrizzo, V., 2019).

Cuadro 1: Préstamos escriturados por el BHN. 1924 - 1945
(según destino)

Año	Urbano		Rural		Total	Año	Urbano		Rural		Total
1924	3.581	57%	2.745	43%	6.326	1935	4.717	90%	529	10%	5.246
1925	4.245	67%	2.048	33%	6.293	1936	4.013	88%	549	12%	4.562
1926	4.774	66%	2.421	34%	7.195	1937	4.758	89%	573	11%	5.331
1927	4.689	63%	2.783	37%	7.472	1938	3.059	85%	539	15%	3.598
1928	2.892	68%	1.330	32%	4.222	1939	3.571	89%	438	11%	4.009
1929	2.510	61%	1.585	39%	4.095	1940	4.433	91%	425	9%	4.858
1930	1.637	62%	986	38%	2.623	1941	3.535	88%	481	12%	4.016
1931	540	80%	136	20%	676	1942	3.889	89%	484	11%	4.373
1932	2.555	88%	335	12%	2.890	1943	3.466	85%	623	15%	4.089
1933	1.935	88%	269	12%	2.204	1944	4.683	90%	500	10%	5.183
1934	3.300	90%	349	10%	3.649	1945	5.295	91%	543	9%	5.838

Fuente: Gómez, J. y Gilbert, J. (2019)

2.2 Los dos gobiernos peronistas y la implementación de planes masivos de vivienda para el sector popular. 1946 – 1955

En marzo de 1946, mientras la Argentina aún estaba bajo el gobierno de Edelmiro Farrell, el recién electo presidente de la Nación, Juan Domingo Perón, quien asumiría la presidencia en el mes de junio, resolvió la nacionalización del Banco Central de la República Argentina (BCRA) bajo el lema, “Hacer argentino el dinero del país”. Esta entidad había sido fundada en el año 1935 durante el mandato del presidente Agustín P. Justo y desde ese entonces mantenía fuertes vínculos con el capital británico. Mediante esta decisión, Perón buscaba cortar dichos vínculos, y reorientar la política económica y monetaria (Asociación Bancaria La Bancaria, 2022).

Fue así como en ese año se dictó la nueva Carta Orgánica⁷ del BCRA y del BHN. De esta forma se llevó adelante la reforma financiera que instituyó el Sistema Bancario, compuesto por el BCRA, el Banco Nación, el Banco de Crédito Industrial y el BHN (Banco Hipotecario, s.f.a; Gómez, J., 2021).

La nueva Carta Orgánica estableció que el BHN fuese una entidad autárquica, integrada al sistema del BCRA para que de esta forma desarrollara su actividad de manera alineada con la política económica, financiera y social del Estado. A partir de esta modificación, y gracias a la coyuntura favorable generada por el nivel de actividad del comercio exterior, el BHN comenzaría a entregar préstamos mediante la aplicación de una política de crédito abundante y barato facilitada por los redescuentos⁸ del BCRA (Banco Hipotecario, s.f.a; Gómez, J., 2021). En este nuevo sistema, cada uno de los bancos públicos se concentraba en distintos sectores productivos. De esta forma el BHN fue el encargado de ocuparse del sector de las viviendas (Banco Central de la República Argentina [BCRA], 1946, p. 24) y también quedó a cargo de la

⁷ Nacionalización del Banco Central

⁸ Redescuento: operación regulada por la nueva Carta Orgánica de 1946 mediante la que el Banco Central creaba billetes, para suministrar a los Bancos los fondos necesarios para desarrollar sus operaciones de crédito. (BCRA, 1946, p. 20).

Administración Nacional de la Vivienda, la que posteriormente en 1950 se transformaría en la Gerencia de Construcciones del BHN (Socoloff, I., 2019). Adicionalmente el BHN cambió cédulas hipotecarias por transacciones en efectivo logrando un mayor dinamismo en sus operaciones (Gómez, J., 2012).

En 1947, bajo el primer gobierno de Juan Domingo Perón, se lanzó el Primer Plan Quinquenal. Este plan tenía bajo su esfera de acción, el desarrollo de los planes masivos para la construcción de viviendas individuales y colectivas, los que promocionaron bajo la bandera del Plan Eva Perón. el que mediante la estandarización de la construcción permitió una baja de los costos de hasta un 40% de los valores de mercado vigentes a ese momento (Banco Hipotecario, s.f.a).

Durante el peronismo, la gestión del BHN persiguió objetivos sociales buscando solucionar el déficit habitacional⁹ y promover el desarrollo del mercado interno a través del incentivo de la construcción por sus efectos multiplicadores (Ballent, A., 2005, como se citó en Gómez, J., 2021).

En ese entonces existía un amplio consenso de que el déficit habitacional del país se debía a un problema fundamentalmente crediticio (Lamas, A., 1950, como se citó en Gómez, J., 2021).

En esta etapa la edificación de la vivienda social fomentada por el peronismo había tomado dos senderos. El primero era a través la construcción directa mediante la edificación de barrios populares y la segunda era a través de los créditos hipotecarios otorgados por el BHN (Fridman, P., 2022).

El Plan Eva Perón buscaba que el Banco se retirara de la construcción directa. Con este fin se ofrecía una línea de crédito para cooperativas, asociaciones civiles, mutuales, sindicatos y empresas constructoras y de otras áreas, las que se encontraban habilitados a presentar proyectos para la construcción de barrios bajo este plan. Como se observa, para estos casos los planes no se asignaban directamente a nombre de los particulares, sino que las empresas a cargo de los proyectos de construcción cumplían el rol de intermediarios de los créditos. Estos créditos financiaban el 100% de la edificación que no podía superar los 70 m² cubiertos, y el 30% de la tierra a una tasa anual del 4% y un plazo de hasta 40 años (Gómez, J., 2021).

El encargado de adjudicar las obras y los créditos para los beneficiarios del Plan Eva Perón era el BHN (Banco Hipotecario, s.f.a). Si bien se había suplantado la construcción directa por parte del Estado, es decir que el Banco ya no tenía a cargo el desarrollo de las obras y las mismas quedaban en manos de los constructores, la autonomía de las construcciones estaba limitada, ya que la entidad financiera se involucraba en varios aspectos de los desarrollos como por ejemplo, estableciendo una tasa de ganancia sobre la inversión de la construcción de entre el 8% y 15% (lo que más adelante derivaría directamente en una intervención de los precios). El BHN también participaba en la definición de planos, materiales y seguimiento de costos y delimitaba las especificaciones técnicas y arquitectónicas con el objetivo de cerciorarse que las obras fueran finalizadas y también garantizar el valor de las propiedades (Gómez, J., 2021; Fridman, P. 2022). El motivo de esto era que las viviendas terminadas constituían el respaldo de los créditos hipotecarios otorgados por la entidad financiera. Además, esta intervención del BHN en el desarrollo de las obras, le permitió influenciar en las definiciones urbanísticas del país (Gómez, J., 2021)

⁹ Déficit habitacional: Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), (2003), “tradicionalmente se ha distinguido dos fuentes o tipos de requerimiento habitacional: uno de tipo cualitativo, relacionado con mejorar la calidad del parque, y otro, déficit cuantitativo, relacionado con la expansión del número de viviendas (o cantidad del parque)” (p. 7). Siguiendo a la misma fuente, el déficit cuantitativo se relaciona con la cantidad de viviendas que se deben construir adicionalmente a las existentes para absorber la cantidad de familias que no la poseen. Por su parte el déficit cualitativo hace referencia a las viviendas particulares recuperables, cuyas características y atributos deben ser mejorados en relación con el suministro de servicios, hacinamiento, etc.

Como parte integradora del Primer Plan Quinquenal, se sancionó la Ley de Propiedad Horizontal, Ley N.º 13.512 f en **1948** (Pilcic, T., 2009).

En este mismo año el BCRA, quien apoyaba la expansión crediticia mediante los ya mencionados redescuentos, comenzó a sufrir las consecuencias del agotamiento del ciclo expansivo resultado de la coyuntura de la Segunda Guerra Mundial que le había permitido al país la acumulación de divisas (Gómez, J., 2021). Esta situación se vio agravada por la política del Gobierno vigente ya que como se mencionó, éste manejaba el crédito de la economía y establecía la emisión constante de dinero para cubrir su déficit fiscal, ocasionado por el aumento del gasto público. Adicionalmente, aún cuando el BCRA estaba abocado al desarrollo económico, se empezaron a asignar subsidios y financiamiento barato a sectores e industrias cercanas al Gobierno, desvirtuando el objetivo original que perseguía la entidad en desmedro de la sociedad (Giarrizzo, V., 2019).

En dicho contexto, el gobierno tomó medidas tales como la limitación de las facultades del BCRA mediante una nueva reforma y el Consejo Económico Nacional le solicitó al BHN la necesidad de limitar y reorientar el crédito (Gómez, J., 2021).

Es importante señalar, que en ese entonces, para poder calificar a un préstamo hipotecario no era requisito contar con depósitos ni tampoco tener ahorros previos. Otra particularidad de la época es que las tasas de interés de los créditos otorgados no se ajustaban por inflación aún cuando la dinámica inflacionaria del país generaba cada vez mayor presión sobre la capacidad del sistema financiero. Esto implicaba que quienes tomaban un préstamo se terminaban financiando a tasas reales negativas (Gerchunoff, P. y Llach, L. 1998, como se citó en Gómez, J., 2021).

El año **1949**, no solo se caracterizó por la reforma constitucional que introdujo el derecho universal a la vivienda, sino también por comenzar a mostrar las consecuencias de las políticas aplicadas al momento. Como resultado, el BHN no solo no podía cumplir con la demanda de créditos, sino que además los créditos que se habían asignado estaban siendo invertidos en obras que no podían ser finalizadas sin créditos complementarios debido al impacto de la inflación en los costos de la construcción. Esto hacía que cada vez se demandaran más recursos de la entidad, afectando su estabilidad y alterando los objetivos de su política crediticia. Además, esta dinámica inflacionaria fomentaba la compraventa de bienes inmuebles en detrimento de la construcción que era el foco principal perseguido por el Gobierno. Los préstamos otorgados generaron una ola de especulación inmobiliaria financiada con recursos públicos, que no contribuía a bajar el déficit habitacional y tampoco estimulaba el crecimiento económico (Socoloff, I. 2019; Gómez, J., 2021).

En este contexto inflacionario que afectaba el mercado inmobiliario, si bien era necesario que el BHN contrajera el volumen de crédito en caso de que deseara contribuir a desacelerar la escalada inflacionaria, este objetivo resultó dificultoso debido a las políticas sociales del gobierno peronista embanderadas en la universalización del derecho a la vivienda que estimulaban la continua demanda y oferta del crédito. Aunque para **1949** el volumen de crédito creció, al menos el destino de este logró ser reorientado hacia la construcción duplicándose la cantidad de crédito aplicado a este destino y logrando la caída en la aplicación a la compraventa de inmuebles (Gómez, J., 2021; Gómez, J., 2012).

Además de enfrentarse a la alta demanda de crédito, en este año el BHN se enfrentó a otro problema. La entidad absorbió los créditos para la vivienda otorgados por las sociedades de crédito recíproco (SCR), luego de que el BCRA prohibiera la actividad de este segmento por incumplimiento de sus contratos. Las SCR habían comenzado a operar en 1935 y desde 1947 operaban con garantía del propio BCRA (Socoloff, I. 2019; Gómez, J., 2014, como se citó en Gómez, J., 2021).

En **1950** el BHN presentó al Ministerio de Finanzas un plan para cumplir con la reducción de gastos que se le había solicitado el año anterior, el que se vio afectado por la absorción de la cartera de las SCR ya que el Banco tuvo que actuar como garante de última instancia de dichas entidades no solo aumentando el volumen de su cartera sino también debiendo cumplir con las condiciones contractuales previamente

establecidas por las SCR, que incluían préstamos a cero interés y/o a tasas más bajas de las que manejaba el BHN. La propuesta presentada a su vez incluía una nueva modalidad de crédito llamada “Préstamos para Ahorristas” parecida a la línea de créditos provista por las SCR (aprobada al año siguiente) con el objetivo de estimular el ahorro y combatir la morosidad. El préstamo consistía en compensar a los ahorristas que hubieran realizados depósitos de ciertas cuotas mensuales por 5 años en el BHN con créditos de montos, plazos y porcentajes de tasación¹⁰ superiores a los vigentes en el mercado en ese momento (Gómez, J., 2012).

En este mismo año, inmerso en esta nueva coyuntura el BHN intervino los precios de las propiedades, pero esta vez con mayor fuerza como condición para proveer créditos, afectando nuevamente los márgenes obtenidos por las constructoras, generando rispideces con el sector (Gómez, J., 2021). Para **1950** y **1951** los créditos escriturados descendieron en valor real y en cantidad (Ver Gráfico 1) (Gómez, J., 2021).

En **1952**, durante el segundo gobierno de Juan Domingo Perón, se inició una lucha contra la inflación, dando lugar a una serie de medidas contractivas del gasto público a través del Plan de Emergencia que fueron acompañadas por el congelamiento de los precios y los salarios con el fin de estimular el ahorro. Alcanzando una estabilización, con una inflación del 4% anual, se dio comienzo a un nuevo programa que perseguía el objetivo de reorientar el patrón productivo y lograr una expansión sustentable del sector industrial. De esta forma el Segundo Plan Quinquenal llegó en busca de reducir el gasto y estimular las exportaciones para conseguir los capitales necesarios para financiar el crecimiento de las industrias pesadas y consolidar algunas de las medidas implementadas en 1949. En este nuevo entorno político, el BHN renunció una vez más a la construcción directa en pos de privilegiar las actividades de fomento promocionando la participación de cooperativas, sindicatos y empresas privadas (Gómez, J., 2021).

En el año **1954** el BHN, extendió los plazos de amortización de los créditos. Los préstamos de fomento para la construcción de la casa propia se extendieron a 50 años mientras que las amortizaciones de los fondos otorgados para la construcción con destino a locación se extendieron hasta 30 años. Además, se les otorgó hasta 5 años de gracias a los créditos otorgados para el desarrollo de barrios encarados por empresas cooperativas y sindicatos. Todo esto llevó a que en este periodo la cantidad de acuerdos alcanzaran un nuevo máximo logrando aumentar el porcentaje de propietarios y reduciendo el déficit habitacional del país (ver Gráfico 2) (Gómez, J., 2021).

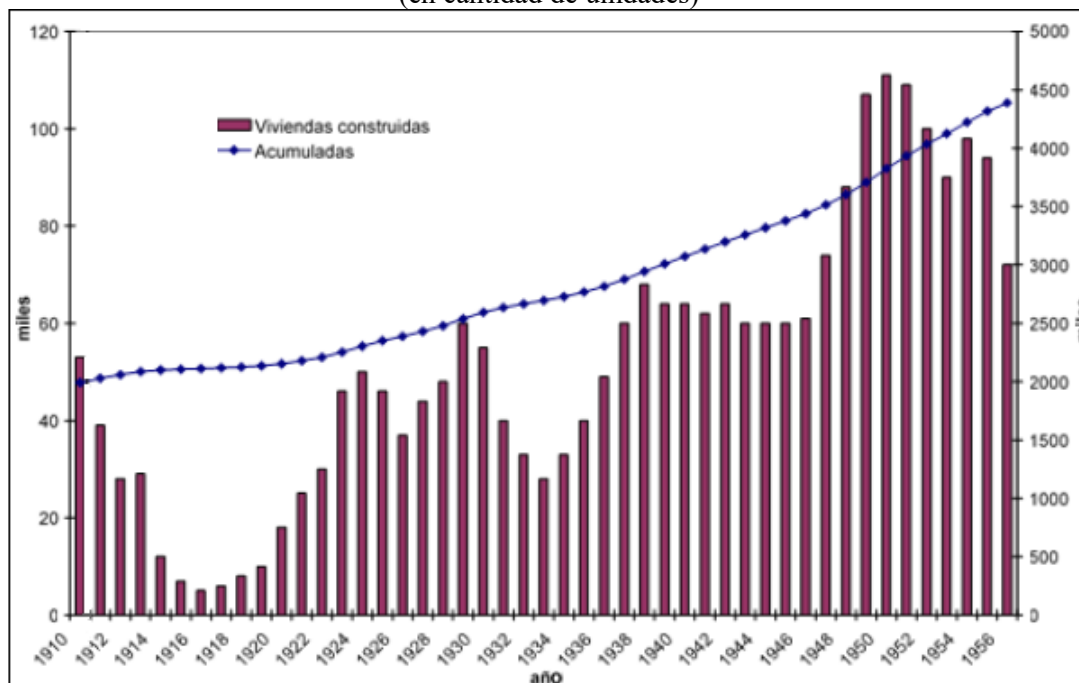
2.3 La “Revolución Libertadora” y el fin del rol social del Estado en el desarrollo inmobiliario. 1955 - 1958

En **1955**, luego del golpe militar llevado adelante por la autoproclamada Revolución Libertadora, las políticas aplicadas por el peronismo fueron objeto de revisión lo que llevó a una nueva reforma de la Carta Orgánica del BHN y la reimplementación de las cédulas hipotecarias¹¹ en el año **1957**. (Gómez, J., 2021; Pigna, F. s.f.a). De esta forma en materia de vivienda, se reemplazó la función social del Estado por el apoyo a las iniciativas privadas. De esta forma el BHN, pasó a depender del ahorro privado (Fridman, P. 2022). También se procedió a derogar el congelamiento de alquileres establecido durante el gobierno peronista (Gómez, J., 2021; Fridman, P. 2022).

¹⁰ Porcentaje de tasación de un crédito: se denomina porcentaje de tasación de un crédito (o en inglés loan-to-value [LTV]), a la medida que compara el monto de crédito otorgado versus el valor de tasación de la propiedad que se adquirirá con dicha hipoteca (Consumer Financial Protection Bureau [CFPB], 2020)

¹¹ Según Gómez, J. (2021), las cédulas hipotecarias se reestablecieron en 1957, pero Fridman, P. (2022) describe que estos instrumentos se restituyeron en 1959.

Gráfico 2: Viviendas construidas y acumuladas en Argentina. 1910 – 1956
(en cantidad de unidades)



Fuente: Gómez, J. (2021)

2.4 Los gobiernos radicales y el intento de retomar una política de construcción estatal. 1958 - 1966

Durante el gobierno constitucional de Arturo Frondizi (1958-1962), en el año **1959**, se implementó el Plan de Estabilización, juntamente con un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) llevando adelante un recorte fiscal.

En **1961** se creó el Fondo Federal de Vivienda¹² para el cual el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) aportó el 50% para financiar los programas de viviendas (Plan Federal de Vivienda) promovidos por el ente como un intento de retornar a una política de construcción estatal de viviendas (Fridman, P. 2022; Dvoskin, N. 2017). El fondo fue “centralizado por el BHN desde 1962 -tras la efímera creación de la Administración Federal de Vivienda” (Fridman, P. 2022, p.18).

Este plan permitió que muchas empresas y sindicatos edificaran barrios para sus afiliados. Finalizadas las obras y entregadas las viviendas a los beneficiarios, éstos comenzaban a pagar la cuota, que se le deducía directamente de sus salarios. El rol que tomó el BHN en el desarrollo de este plan fue el de agente financiero. (Banco Hipotecario, s.f.a).

Durante el mandato del presidente Arturo Umberto Illia (1963-1966), se procedió a ampliar el crédito hipotecario y en **1964** se realizaron acciones directas por parte del Estado, mediante el Plan Federal de Vivienda (Fridman, P. 2022).

¹² Según el Banco Hipotecario, s.f., el Plan Federal de Vivienda se creó en 1962, pero Fridman, P. (2022) detalla que se creó en 1961.

2.5 La “Revolución Argentina” y el auge del crédito privado. 1966 – 1973

En 1969, bajo el gobierno de facto encabezado por Juan Carlos Onganía (1966-1970), tras varios años de cese de actividad social en materia de vivienda a favor de las clases sociales más vulnerables, se pone en marcha el Plan de Viviendas Económicas Argentinas (Fridman, P. 2022). Este plan se fondeó con flujos provenientes tanto del ahorro privado como del ahorro público, y de los fondos de seguridad social y préstamos internacionales. Los planes se otorgaban a entidades intermedias, comerciales o sin fines de lucro, como sindicatos, cooperativas y mutuales, para la construcción y venta de viviendas individuales y colectivas cuyo destinatario principal no resultaron ser los estratos más vulnerables. Mediante el Plan de Viviendas Económicas Argentinas, se establecieron distintas categorías de viviendas diferenciadas por su nivel de confort, las que eran financiadas con mecanismos de créditos sobre bases diferenciales adaptadas a los distintos tipos de tomadores (Gomes, G. 2017; Fridman, P. 2022).

En esta etapa el Banco de la Provincia de Buenos Aires fue otra de las entidades que promovió planes de vivienda social mediante la financiación hipotecaria orientada los sectores de bajos ingresos (Gomes, G. 2017).

La inversión proveniente de la banca privada se dirigió hacia la construcción, ya que era el sector que a partir de 1967 se encontraba en expansión. Esto llevó a que se celebraran convenios entre constructoras e inmobiliarias para financiar la construcción de edificios. Así fue como, las viviendas para sectores altos y medios-altos comenzó a expandirse, ya que eran estos sectores los únicos que podían tener accesos al crédito privado. Como resultado, el mercado se saturó haciendo que quedaran unidades sin colocar.

Durante este periodo denominado como el Onganiato, la financiación del sector privado fue sustancialmente mayor a la del sector público (ver Cuadro 2). La política de vivienda en esta etapa del país cubrió las necesidades de los sectores medios promoviendo el afloramiento de un mercado especulativo de tierras. Esto sumado a la escasa reglamentación necesaria para enmarcar el crecimiento de las grandes ciudades y la ausencia de un plan de desarrollo y planificación urbana, dieron lugar al loteo indiscriminado de terreno carente de infraestructura (Gomes, G. 2017; Fridman, P. 2022).

En 1971 el Estado llevó adelante distintas acciones para redirigir el crédito privado hacia la construcción de viviendas económicas. Algunas de las medidas aplicadas en ese entonces fueron los precios máximos de venta y exenciones impositivas. Sin embargo, estas medidas no lograron promover la construcción de viviendas para los sectores de bajos recursos, sino que tuvieron el efecto contrario, aumentando la construcción de viviendas para sectores medios. Finalmente, los créditos originados con capital privado fueron asequibles al sector de la población de mayores ingresos, y la financiación provista por el sector público terminó alcanzando a los sectores medios, ya que resultó inaccesibles para el 50% de la población de bajos recursos (Gomes, G. 2017).

Dado el marco social precedente, en ese mismo año se implementó el Plan Nacional de Desarrollo bajo la gestión del presidente Levingston (1970-1971), mediante la participación del Estado, el que facilitaba financiamiento a tasas menores de las vigentes en el mercado privado con el fin de solucionar el déficit habitacional que afectaba al país. Además, durante esta época se otorgaron subsidios a los sectores con capacidad de ahorro precaria que no podían afrontar las condiciones originales que establecía la financiación provista por la banca pública. (Gomes, G. 2017).

Llegado el año 1972, el en ese entonces presidente, Alejandro Agustín Lanusse (1971-1973) promulgó la Ley N.º 19.929 creando el Fondo Nacional de Vivienda (FONAVI) bajo el ámbito del Ministerio de Bienestar Social. Mediante este ente se buscaba fomentar la construcción de viviendas económicas y obras de equipamiento urbano con destino a los sectores de bajos recursos u organizados bajo formas sin fines de lucro. Este fondo se financiaría mediante gravámenes impuestos a los empleadores sobre los salarios abonados y al sector agropecuario sobre la venta de ganado. La Secretaría de Estado de Vivienda era la encargada de proponer los proyectos a ser financiados por este fondo y el Poder Ejecutivo bajo la

forma de un Consejo Asesor Permanente expresaba su opinión sobre los lineamientos y planes que la Secretaría presentaba (Gomes, G. 2017).

Cuadro 2: Producción de viviendas según fuente de financiamiento. 1961 – 1971

Años	Sector Público (%)	Sector Privado (%)
1961-1965	10.5 %	89.5 %
1966-1970	15.2 %	84.8 %
1971	42.1 %	57.9 %

Fuente: Gómez, G. (2017)

2.6 El tercer gobierno peronista y el intento de retomar los planes masivos de viviendas mediante la nacionalización de depósitos. 1973 – 1976

Durante el tercer gobierno peronista, se procuraría replicar las políticas redistributivas de sus primeros dos gobiernos, hacia los estratos sociales de menores recursos. Fue así como, en el año **1973**, el ministro de economía José Ber Gelbard, proclamó el Plan Trienal, como parte del Pacto Social (Banco Hipotecario, s.f.a; Fridman, P., 2022).

Mediante este plan, se realizaron incrementos en los salarios, las asignaciones familiares y las jubilaciones y también se estableció un aumento diferencial de las tarifas de bienes y servicios. Luego de que el incremento de las tarifas fuese trasladado a los costos los precios debían permanecer congelados hasta el 1° de junio de 1975 (Vitto, C., 2019). Todo esto se logró a través de un acuerdo entre las cámaras patronales y la Confederación General del Trabajo (CGT).

En lo que respecta a materia habitacional, se lanzaron tres planes alineados con el programa: la segunda edición del Plan Eva Perón, el Plan 17 de Octubre y el Plan Alborada, el que posteriormente sería renombrado como el PEVE. (Banco Hipotecario, s.f.a; Fridman, P., 2022; Rubinzal, D., 2012).

Uno de los temas prioritarios en la agenda del programa, era la reforma del sistema financiero para asegurar la capacidad regulatoria del Estado. Siguiendo esta línea se buscó centralizar el crédito para encausar el ahorro interno hacia actividades prioritarias para el Gobierno, como el sector productivo, y necesidades sociales básicas tales como la vivienda y el consumo. A su vez se redujeron las tasas de interés para los tomadores de crédito para fomentar la inversión.

En este contexto se llevó a cabo la nacionalización de depósitos mediante la Ley N° 20.520 que determinaba que todas las entidades financieras debían transferir sus depósitos al BCRA. El BCRA a su vez estaba a cargo de autorizar los giros de cada banco, así como también de establecer la cartera máxima de préstamos de cada uno de ellos (Vitto, C., 2019).

En **1974**, tras la muerte de Juan Domingo Perón, la vicepresidente María Estela Martínez de Perón asume la presidencia de la República. En ese entonces “la crisis del petróleo” (en conjunto con la inundación mundial de petrodólares) impactaba fuertemente a la Argentina y los términos de intercambio que hasta ese entonces habían favorecido al país se revirtieron: las importaciones de Argentina se encarecieron 40% y el Mercado Común Europeo, que cuidaba la balanza de pagos de sus miembros buscando sobrevivir la crisis petrolera, suspendió las importaciones de carne argentina (Torres Cabreros, D., 2022; Maas, P., 2021).

Para el año **1975**, se vive un gran momento de tensión social y desorden cuyo componente central fue el plan lanzado por el ministro de Economía Celestino Rodrigo cuyo nombramiento resultó forzado por López Rega, ministro de Bienestar Social. Mediante una devaluación del 100%, aumento de tarifas y congelamiento salarial, este plan conocido como el “Rodrigazo”, perseguía un ajuste interno a las nuevas

condiciones internacionales que habían sumado mayor presión inflacionaria al país, (Torres Cabreros, D., 2022; Maas, P., 2021).

El “Rodrigazo” representó la quiebra de importantes sectores económicos nacionales y llevo al país en tan solo una semana a una inflación estructural de gran amplitud, junto con una recesión generando así la antesala que daría lugar al siguiente gobierno de facto (Torres Cabreros, D., 2022; Muchnik, D., 2011; Brown, W., 2021),

2.7 “El Proceso”¹³, la dolarización del precio de los inmuebles y la segmentación del crédito. 1976 – 1983

En 1976, tras derrocar al gobierno de María Estela Martínez de Perón, toma el control del país, la dictadura cívico militar encabezada por Jorge Rafael Videla (Fridman, P., 2022; Pigna, F. s.f.c).

En este año el Ministro de Economía José Alfredo Martínez de Hoz, lanza un plan económico basado en el modelo de valorización financiera que contemplaba: congelamiento de salarios, liberación de precios, recorte del gasto público en materia social, política de privatizaciones y concesiones de empresas de bienes y servicios estatales, la supresión de restricciones a las importaciones, sobrevaluación de la moneda y la desregulación de los mercados financieros (Museo de la Deuda Extranjera Argentina [MDEA], s.f.; Fridman, P., 2022). Este modelo también es descripto por algunos historiadores y periodistas como un modelo basado en la acumulación rentística y financiera (Torres Cabreros, D., 2022), el cual buscaba combatir la inflación que había alcanzado su pico máximo en la historia del país (Heredia, M., 2022, como se citó en Torres Cabreros, D., 2022).

En este contexto se produce una gran fuga de capitales favorecida por la Ley de Inversiones Extranjeras N.º 21.382 y la Ley de Entidades Financieras N.º 21.526, lo que resultó en un aumento del endeudamiento de la Argentina sin precedentes (MDEA, s.f.; Torres Cabreros, D., 2022).

En su artículo, Torres Cabreros, D. (2022) cita a Mario Rapoport quien explica que se “produjo una liberalización de la entrada de capitales externos en el país, restringiendo al mínimo las áreas prohibidas para este tipo de inversiones y asegurando un trato igualitario a las inversiones extranjeras y a las nacionales”. El historiador y economista continuó diciendo que esta situación “acentuó un proceso de desindustrialización, porque ese capital no se ubicó en sectores productivos locales y, además, como la ley no obligaba a la reinversión de utilidades no se tradujo en una radicación local de las ganancias empresariales”.

La fuga de capitales se dio a través del mecanismo denominado “bicicleta financiera”. Mediante esta práctica los inversores se endeudaban a un dólar barato en el extranjero, para luego cambiar esos dólares por pesos y colocarlos en el país a altas tasas de interés. Una vez realizada la ganancia, el dinero era retirado de Argentina para comprar nuevamente dólares y saldar el crédito pedido en el extranjero. Las altas tasas tuvieron su origen en la ya mencionada Ley de Entidades Financieras, la que desreguló los mercados financieros. Todos estos movimientos de capital eran favorecidos por la desregulación antes mencionada y por la entonces denominada “tablita cambiaria”, la que informaba de forma anticipada las futuras devaluaciones planificadas para el peso argentino respecto del dólar. Los préstamos en dólares que ingresaban a la Argentina (o “fondos negros”), también eran parte de este mecanismo especulativo como a su vez lo era el endeudamiento de las empresas públicas, las que tomaban deuda formalmente, mientras que los dólares ingresados quedaban en el BCRA y las empresas acreedoras del Estado recibían el equivalente en pesos (MDEA, s.f.; Torres Cabreros, D., 2022).

¹³ Este periodo se autodenomino Proceso de Reorganización Nacional, ya que las fuerzas armadas que lo llevaron adelante se consideraban los continuadores de la Organización Nacional encabezada por el presidente Bartolomé Mitre en 1862 (Pigna, F. s.f.c)

En materia de bienes raíces estas políticas llevaron a la dolarización de los inmuebles, generando una dinámica económica cuya operatoria está vigente aún hoy en día. Según describe Torres Cabrerros, D., (2022):

Los investigadores Pablo Nemiña y Alejandro Gaggero rastrean el primer aviso clasificado publicado en dólares en el país: el 16 de julio de **1977** el diario La Nación imprime una oferta de la inmobiliaria Beccar Varela de dos propiedades en San Isidro en moneda estadounidense. Apenas tres años después, según el relevamiento de los académicos de Conicet e Ideaes-Unsam, el 90% de las publicaciones aparecían en dólares.

En su mismo artículo, Torres Cabrerros, D., (2022) cita a Fernando Rocchi, doctor en Historia, Lic. en Economía y profesor de la Universidad Torcuato di Tella (UTDT), quien explica que “se dolariza la economía porque el peso deja de cumplir esas tres funciones que tiene una moneda: medio de cambio, unidad de referencia y reserva de valor”

La llegada de la dictadura hizo que el Estado, que hasta ese momento había tenido un rol activo en el esquema de acceso a la vivienda mediante una fuerte regulación (ya sea a través de los préstamos del BHN o de la construcción directa llevada adelante por la misma entidad), se hiciera a un lado y apostara a que las fuerzas del mercado estimularan libremente la oferta del mercado inmobiliario. A su vez algo análogo ocurrió en materia de alquileres, mediante la desregulación del mercado de alquileres regulado por la Ley de Normalización de Locaciones Urbanas N° 21.342. Desde 1921, cuando el presidente Hipólito Yrigoyen resolvió retrotraer los precios de los alquileres a valores de 1920 y congelarlos por dos años, el mercado de alquileres había estado bajo algún tipo de control estatal. Hasta **1976** los aumentos de alquiler debían ser autorizados por el Gobierno (Torres Cabrerros, D., 2022; Bercovich, F., 2020; Fridman, P., 2022). El resultado que se esperaba al desregular el mercado de alquileres era que la oferta de alquileres se ampliara generando una mejora de precios y un círculo virtuoso bajo el slogan del Gobierno de turno “alquilar es elegir” (Fridman, P., 2022).

La dolarización del valor de las propiedades, la liberación de tasas establecida por la reforma financiera y por la circular N.º 1050 de reajustes de capital adeudado hizo que los créditos hipotecarios pudieran ser tomados por los sectores altos de la clase media. De esta forma se estableció una segmentación implícita y los créditos otorgados por el FONAVI eran asignados a los estratos sociales de bajos recursos y los créditos bancarios comerciales asignados por el BHN se asignaban a la clase media. Siguiendo esta línea se siguió también una segmentación sobre el uso de suelo, ya que el Código de Planeamiento Urbano de la Capital Federal y el Decreto Ley N° 8912 fijaron prioridad residencial para la Ciudad de Buenos Aires versus el establecimiento industrial, el que fue relegado a los suburbios. A su vez, también se prohibieron en la Ciudad de Buenos Aires los loteos económicos (Snitcofsky, 2018, como se citó en Fridman, P., 2022).

En **1977** se crea el segundo FONAVI bajo la Ley N° 21.581, el que queda enmarcado bajo la responsabilidad de la Secretaría de Desarrollo Urbano y Vivienda en reemplazo de la cartera del Ministerio de Bienestar Social y cuyas obras son ejecutadas de forma descentralizada por los Institutos de Vivienda por Provincia. Las construcciones financiadas por el FONAVI durante el gobierno dictatorial y durante los siguientes tres años posteriores a la finalización de este Gobierno tuvieron como destino principal a los sectores medios (Raspall et al., 2013, como se citó en Fridman, P., 2022).

En **1980** se lleva adelante otra reforma de la Carta Orgánica del BHN bajo la Ley N° 22.232, la que establecía que la entidad debía lograr la autarquía financiera y autonomía administrativa, imponiéndole de

esta forma la generación de recursos propios. De este modo el gobierno de facto dejaba en claro que las instituciones nacionales dejarían de responder por los gastos incurridos por el BHN y daban continuidad a su postura de dejar que las fuerzas del mercado tanto local como internacional actuaran libremente. A su vez a través de esta reforma el Banco paso a ser una entidad financiera regida por la ya mencionada Ley de Entidades Financieras produciendo un quiebre en las condiciones que imperaban sobre la entidad en los periodos precedentes (Socoloff, I. 2019).

Nuevamente, como en el caso de los alquileres el Gobierno sustentaba su postura basándose en la generación de un círculo virtuoso, que impactaría en el ahorro, inversión, crecimiento del empleo y desarrollo económico. Las reformas llevadas adelante se sustentaban en base a un diagnóstico negativo realizado sobre la gestión predecesora, la que se había caracterizado por la regulación financiera y habría generado como resultado tasas de interés reales negativas que desalentaron el ahorro repercutiendo en el crédito bancario. (Socoloff, I. 2019). De esta forma el objetivo del gobierno cívico militar fue generar sistemas financieros eficientes, solventes y competitivos para lograr una reducción del costo de intermediación financiera y así lograr encausar los recursos para el funcionamiento de la economía del país (Cibilibis y Allami 2010, como se citó en Socoloff, I. 2019).

Una característica importante para mencionar contemplada en la reforma fue la incorporación de disposiciones bancarias alineadas con la Ley de Entidades Financieras, que habilitaban al BHN a llevar adelante todas las actividades y operaciones autorizadas a los bancos comerciales. Esto supuso que el país ya no tendría una banca especializada sino un sistema de banca universal dirigido por los bancos comerciales. Fue así, como mediante estas modificaciones regulatorias el crédito en su definición más amplia pasó a ser un bien de mercado, controlado por las acciones de los bancos comerciales (López 2011, como se citó en Socoloff, I. 2019). Como resultado de la restricción al financiamiento impuesta al BHN, durante **los años '80** la entidad sufrió un descalce financiero ya que el financiamiento que el BHN recibía del BCRA a través de los redescuentos era a corto plazo y a tasas altas ajustadas por inflación, mientras que los préstamos que otorgaba eran a largo plazo y a tasas más bajas con un ajuste por inflación menos agresivo (Socoloff, I. 2019; Banco Hipotecario s.f.).

2.8 El retorno a la democracia y el estancamiento del crédito. 1983 – 1989

El contexto en el que el nuevo presidente democrático, Raúl Ricardo Alfonsín, inicia su mandato en **1983** se caracterizaba por los siguientes factores: inflaciones de más del 100% anuales, recesiones, incremento de las tasas de desempleo, agudización del proceso de desindustrialización y el último aumento exponencial de la deuda externa generado por el gobierno precedente (BCRA Memoria Anual de 1983, como se citó en Rossi I., 2021; Fridman, P., 2022). Estos factores impidieron un avance en el desarrollo tanto del sector de la construcción como del inmobiliario y de la misma forma afectaron de forma negativa la evolución del crédito en general y particularmente el crédito hipotecario (ver Cuadro 3), generando un decenio de estancamiento en materia habitacional (Banzas, A. y Fernández, L., 2007).

En este periodo el BHN sufrió un descalce originado por su fondeo de corto plazo provisto por otras entidades estatales versus los préstamos otorgados a mayor plazo que el de los fondos recibidos. Para intentar cubrir este desfasaje la entidad debió recurrir a los redescuentos del BCRA a cambio de altas tasas de interés indexadas por inflación lo que le ocasionó un alto grado de morosidad haciendo que su funcionamiento sea prácticamente inviable (Banzas, A. y Fernández, L., 2007).

A su vez, los programas implementados para luchar contra la inflación que afectó gran parte de la década del 80, tendieron a restringir el desarrollo del crédito con el objetivo de moderar la expansión de la oferta monetaria. Por su parte el FONAVI no tuvo un buen desempeño en esta etapa. Esto se debió a la baja tasa de recupero del capital otorgado, a la vez que el organismo debía afrontar altos costos, lo que hizo que la calidad de la vivienda social a su cargo sufriera un alto deterioro. Sumado a esto, los altos niveles de inflación afectaban la evolución de las construcciones que el organismo llevaba adelante haciendo que las

obras debieran detenerse en cada instancia que era necesario renegociar la indexación de los costos (Cristini, M. y Moya, R., 2004, según se citó en Banzas, A. y Fernández, L., 2007).

Cuadro 3: Permisos, escrituras y escrituras hipotecarias. 1980 – 1989

PERÍODO	PERMISOS DE CONSTRUCCIÓN BASE 1986=100	TASA DE VARIACIÓN ANUAL	ESCRITURAS DE TRASLACIÓN DE DOMINIO CAPITAL FEDERAL	ESCRITURAS HIPOTECARIAS CAPITAL FEDERAL	ESCRITURAS HIPOTECARIAS SOBRE ESCRITURAS TOTALES
1980	137.4	-10.8	102.098	13.197	12.9
1981	122.8	-10.8	91.138	11.940	13.1
1982	109.5	-3.5	110.512	6.090	5.5
1983	105.7	0.0	102.925	5.015	4.9
1984	105.7	3.4	96.693	4.055	4.2
1985	109.3	-8.5	86.622	4.492	5.2
1986	100.0	2.3	89.157	8.130	9.1
1987	102.3	-17.7	85.027	9.424	11.1
1988	84.2	-13.1	78.394	7.791	9.9*
1989	73.2	-10.0	72.478	5.010	6.9

Fuente: Banzas, A. y Fernández, L. (2007)

2.9 Los gobiernos menemistas. La securitización de hipotecas y la privatización del BHN. 1989 – 1999

En **1989** asume su primer mandato como presidente de la República Argentina Carlos Saul Menem. En aquel momento el país se encontraba en plena crisis financiera y económica producto de la hiperinflación (Fridman, P., 2022) y en una etapa que sería considerada el inicio del neoliberalismo internacional que lideraría la década de 1990 y al que la Argentina no sería ajena (Rossi I., 2021).

El modelo económico propuesto por el gobierno menemista, basado en la convertibilidad, que establecía que por cada dólar que ingresara a las reservas se emitiría un peso (Laudonia, M., 2021), proveyó una solución rápida y efectiva a la hiperinflación de 1989 y 1990 y estableció las condiciones para un periodo de fuerte crecimiento económico. La salida de la hiperinflación fue inmediata dando lugar a una expansión del producto bruto interno (PBI o PIB) fundado en el crecimiento del consumo interno, estimulado por la recomposición del crédito y en una primera instancia por el aumento de la participación de los asalariados en el ingreso total (Carmelo, P., 2021).

“La desaceleración de la inflación y la desaparición del riesgo cambiario contribuyeron a reducir las tasas de interés reales y dieron pie a una renovada oferta de créditos hipotecarios en dólares” (Banco Hipotecario, s.f.a).

A su vez se llevó adelante una apertura al mercado externo de bienes (sobre todo en maquinarias y equipos importados) lo que produjo una reactivación de la inversión. Paralelamente se implementó una fuerte desregulación económica y la reestructuración del Estado. Esta última se llevó a cabo mediante privatizaciones y fue acompañada en un principio de fuertes inversiones que mejoraron las prestaciones de los servicios (Carmelo, P., 2021).

En lo que respecta al BHN y su rol de promotor del crédito hipotecario cabe destacar que entre **1992 y 1994** el banco fue reestructurado, transformándose en una entidad mayorista llevándolo a cerrar el 50% de sus sucursales y dejando de otorgar créditos a individuos. De esta manera se sostuvo entonces la reforma financiera llevada adelante durante el gobierno dictatorial en el año 1980 (Socoloff, I. 2019).

Toda esta batería de políticas llevó a que el periodo abarcado entre **1991-1998** fuera uno de los de mayor crecimiento promedio para el país en el último medio siglo, interrumpido solamente por la crisis mexicana de **1994-1995** (Loser, C., 2021).

Luego de efectuar la reforma constitucional en **1994**, Menem logra la reelección en el año **1995** como presidente de la República para gobernar durante los siguientes cuatro años (Dinatale, M., 2014). Es durante este periodo, entre **1995 y 1996**, que el BHN lanzó al mercado la titulización de hipotecas con las que se conformó un fondo de inversión inmobiliaria bajo rigurosos estándares internacionales con el fin de colocarlo en la bolsa estadounidense (Socoloff, I. 2019). En el mientras tanto, el Gobierno debilitaba su política fiscal con una relación deuda-PIB creciente, bajo el supuesto de que el acceso al crédito internacional era “ilimitado”, ignorando la preocupación del FMI y de la comunidad financiera sobre la supuesta ventaja competitiva dada por el tipo de cambio fijo. (Loser, C., 2021).

Esta situación sumada a un contexto internacional de continuas crisis en los mercados emergentes que afectaba el movimiento de capitales hacia la región llevó al Gobierno a nuevos procesos de privatización como fuente de divisas (Socoloff, I. 2019). Así fue como en **1996** el Gobierno envió un proyecto de ley con el objeto de privatizar el BHN (Banco Hipotecario, s.f.a). Dicho proceso inició en **1997**, bajo la Ley N° 24.865 y culminó en **1999** con la oferta inicial de la entidad, quedándose el Estado con el 49% del paquete accionario ordinario, manteniendo su posición mayoritaria, pero perdiendo poder de decisión en lo referente a la actividad regular de la entidad (Socoloff, I. 2019).

El accionista que tomó el control de las decisiones sobre la actividad del Banco fue la empresa Inversiones y Representaciones SA. (IRSA) quien adquirió el 14.5% de las acciones clase D con tres votos por acción y obteniendo 6 de los 9 directores (Socoloff, I. 2019). Una posible hipótesis detrás de la privatización es que el gobierno buscaba darle mayoría de votos y mayor peso en el directorio al sector privado con el fin de mejorar la “performance” de la entidad para aumentar su valor potencial, para en una siguiente instancia vender el remanente de sus acciones a un mayor valor. Cabe destacar que la privatización del Banco había sido originada en 1990 a través de un decreto nacional, pero debido a la controversia y debate que abrió esta situación, el proceso se prolongó en el tiempo (Banco Hipotecario, s.f.a).

Como consecuencia de este proceso, el destino del BHN dejó de estar en manos del Congreso y pasó a depender de IRSA (Socoloff, I. 2019). Bajo esta nueva estructura el BHN que pasó a denominarse Banco Hipotecario S.A. (BHSA) centró su objetivo en mejorar la rentabilidad comercial e incorporó otros productos tales como préstamos para la refacción de la vivienda, seguros relacionados con los préstamos hipotecarios que otorgaba, etc. (Socoloff, I. 2019; Banco Hipotecario, s.f.b; Banzas, A. y Fernández, L., 2007). Como consecuencia de esta nueva estructura adoptada por el BHSA, el crédito hipotecario sostuvo elevadas tasas en dólares y con una baja proporción sobre el PIB en comparación con los países pares (Socoloff, I. 2019; Banzas, A. y Fernández, L., 2007).

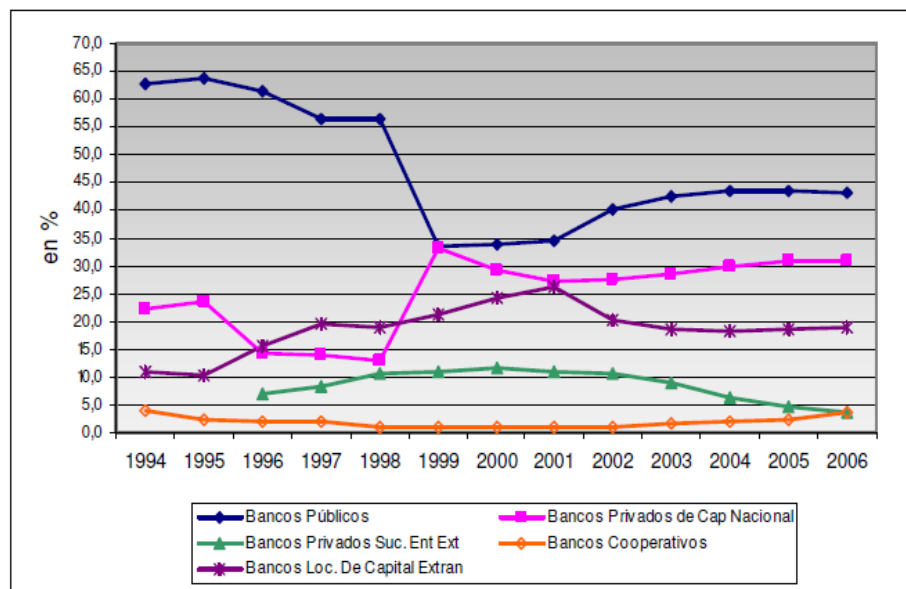
Según indican Banzas A. y Fernández L. (2007) (ver Gráfico 3), “a partir de la década del 90, en la cual el financiamiento bancario adquiere más preponderancia, la banca pública mantiene un rol de liderazgo. A pesar de la privatización ...continuó liderando el stock de préstamos hipotecarios” (p. 56), a su vez los autores profundizan y detallan que:

Desde los inicios de la convertibilidad y hasta el año 1999, el BHN encabezó el ranking de bancos en préstamos hipotecarios para luego, en el marco de un escenario más competitivo, ingresar en una tendencia descendente que se manifestó en su menor participación en el mercado, que pasó del 34,3%

registrado en 1994 al 17,3% en el 2001, siendo desplazado del primer lugar por el Banco de la Nación Argentina, que desde esa fecha hasta el presente conserva esa posición. (p. 56)

Durante el período (1994-2001) se observó un sustantivo avance de la banca privada de origen extranjero, que adquirió mayor relevancia como consecuencia del significativo proceso de fusiones, adquisiciones y absorciones producido a la salida de la crisis mexicana (Efecto Tequila) de diciembre de 1994. En efecto, su participación en el mercado del financiamiento hipotecario pasó de representar el 11% en aquel momento al 26%, siete años después. Adicionalmente, las entidades cooperativas sufrieron un retroceso en la participación del mercado durante la convertibilidad como resultado de la desaparición en dicho lapso de una gran cantidad de bancos, por lo que su representación se vio sensiblemente disminuida, pasando de contar con el 4,1% del total del volumen de préstamos hipotecarios en 1994 al 1,1% en el año 2001. (p. 57)

Gráfico 3: Evolución del “market share” del préstamo hipotecario por grupo homogéneo de bancos. 1994 – 2006



Fuente: Banzas, A. y Fernández, L. (2007)

A lo largo del periodo menemista “se consolidaron las tendencias hacia la desindustrialización y reestructuración sectorial puestas en marcha a partir de la dictadura militar, provocando el tránsito de una economía industrial a otra que puede considerarse como financiera, agropecuaria y de servicios de baja calificación” (Carmelo, P., 2021).

Como resultado del volumen y dinamismo con que había avanzado el endeudamiento, sumado al agresivo plan de privatizaciones, la apertura de los mercados de bienes y servicios, la desregulación de distintos

mercados y la flexibilización laboral, se obtuvo un fuerte aumento del desempleo, de la pobreza, de la informalidad y polarización de la concentración de ingresos (Carmelo, P., 2021; Socoloff, I. 2019).

Consecuentemente a medida que los préstamos hipotecarios aumentaban en cuantía para algunos estratos de la población, también se incrementaba la proporción de sectores que quedaban rezagados de la capacidad de generar ingresos y por ende de la posibilidad de poder acceder a los créditos hipotecarios, ergo a una vivienda (Banzas, A. y Fernández, L., 2007; Socoloff, I. 2019). Finalmente, el plan de convertibilidad en su conjunto tuvo un resultado perjudicial para gran parte de la sociedad argentina, cuyo efecto se hizo sentir fuertemente a finales del **2001** cuando estalló la crisis (Carmelo, P., 2021).

2.10 El fin de la convertibilidad, el fin de la confianza en el sistema financiero y el fin del crédito a largo plazo. 1999 – 2003.

A fines de **1999**, asume la presidencia el radical Fernando De la Rúa, candidato por la Alianza, que era un partido conformado por la UCR y el Frente País Solidario (FREPASO). El mandatario tomó el liderazgo de una Argentina en recesión, con un exorbitante déficit público una voluminosa deuda externa y una industria en declive, heredada de su predecesor Carlos Menem. Como parte de su campaña, De la Rúa se había comprometió a mantener el modelo de convertibilidad lo que requería mejoras constantes en la productividad, una gran necesidad de divisas en una economía que mostraba un fuerte desequilibrio por el desbalance entre la gran cantidad de importaciones y el limitado volumen de exportaciones, con un déficit fiscal desbordado, un excesivo déficit en cuenta corriente y el nivel más bajo de los términos de intercambio registrado en los últimos 7 años. (García, R., 2019; Blindaje, Blindaje, Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, 2019; Polémica por la economía que deja Carlos Menem, 1999; La Argentina enfrenta un 1999 con recesión y sin salida exportadora; 1999; MECON 2009).

A principios del **2001**, el país sufría una fuerte presión sobre las cuentas públicas generada por los compromisos de la deuda tomada con anterioridad, por lo que el FMI brindaría un crédito billonario (~US\$ 40 mil millones) a la Argentina en enero de 2001. Este crédito se desembolsaría durante el 2001 y 2002 en distintas etapas, pero con la condición de que se cumplieran ciertos requisitos y metas, dentro de las que se encontraban una reforma previsional, ajuste del gasto público, reestructuración de organismos públicos tales como el ANSES y PAMI, baja de salarios, etc. (Blindaje, Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, 2019). Para evitar entrar en default, además de que se concretaran los desembolsos del préstamo, la Argentina necesitaba que los bancos comerciales honraran su compromiso de renovar Letras del Tesoro que vencían durante el 2001 por un valor total de ~US\$ 10 mil millones y que el mercado proporcionara nuevos fondos para cumplir con las amortizaciones a vencer en dicho año (~US\$ 7 mil millones) como también necesitaba incrementar la confianza de los inversores con el ulterior fin de disminuir el costo de financiamiento tanto para el sector público como para el privado (Blindaje, Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, 2019).

Pese a toda esta ingeniería financiera, el llamado “blindaje”¹⁴ solo permitió contener el retiro de depósitos hasta marzo de 2001, proceso que se había iniciado en octubre de 2000, tras la crisis política generada en La Alianza por la renuncia del entonces vicepresidente, Carlos Álvarez tras un caso de sobornos a senadores para incentivar la aprobación de la reforma laboral (Blindaje, Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, 2019; Laudonia, M., 2021; García, R., 2019).

¹⁴ Blindaje fue el nombre que se le dio a este proceso de tomar el voluminoso crédito ofrecido por el FMI a la Argentina para “blindar” su economía y poder afrontar las deudas tomadas con anterioridad por parte del Estado y para demostrar la voluntad de pago del país para fortalecer la confianza de los inversores a nivel internacional (Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, 2019).

“La fuga de divisas pasó por una efímera recuperación gracias al anuncio del "blindaje", y luego volvió a incrementarse a partir de marzo de 2001” (Laudonia, M., 2021), cuando se empieza a evidenciar que la Argentina no podría cumplir con los objetivos de gasto público y déficit fiscal exigidos por el FMI poniendo en juego los desembolsos futuros del préstamo otorgado haciendo que la salida de depósitos se acelerara (Blindaje, Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, 2019).

Es en este contexto que renuncia en el aquel entonces ministro de Economía José Luis Machinea quien es remplazado por Ricardo López Murphy (Blindaje, Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, 2019; Laudonia, M., 2021).

El nuevo ministro llega con un agresivo programa de recorte presupuestario para el resto del año que incluía recortes de fondos para salud y/o educación, produciendo la reacción popular que lleva a la renuncia de varios miembros del gabinete nacional y en tan solo 2 semanas la del propio ministro (Blindaje, Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, 2019; Laudonia, M., 2021). “Con el propósito de aferrarse a su promesa de mantener la convertibilidad y evitar una devaluación, De la Rúa acudió a Cavallo...mentor de esa norma” (Laudonia, M., 2021). Con Cavallo al frente del Ministerio de Economía y pese al incumplimiento de las metas establecidas por el FMI, se firma un nuevo acuerdo con dicho organismo estableciendo lo que se denominó el “Megacanje” que constaba en postergar por tres años todos los vencimientos de las deudas con madurez previa al 2011 a cambio de aumentos en las tasas de interés. El Blindaje y el Megacanje causaron una importante suba en la deuda externa del país, pero sin lograr el objetivo deseado ya que las corridas bancarias no se detenían e iban tomando mayor velocidad (Blindaje, Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, 2019; Laudonia, M., 2021).

Fue así como intentando detener la fuga de depósitos y con el fin de combatir a los “fondos buitres”, tomó lugar lo que se describió como el “corralito” (Blindaje, Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, 2019; Laudonia, M., 2021; Yofre, J. 2019), que “se trató de la restricción de la libre disposición de dinero en efectivo de plazos fijos, cuentas corrientes y cajas de ahorros, que tenían las personas en los bancos” (Blindaje, Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, 2019).

El sábado 1 de diciembre, luego del cierre de una semana llena de versiones, corridas bancarias y un clima generalizado de desconfianza en la City porteña, el entonces ministro de Economía, Domingo Cavallo, anunciaba el congelamiento de los depósitos en dólares existentes en los bancos, que sumaban 16.000 millones de dólares en cajas de ahorro y alrededor de 42.000 millones en plazos fijo. (Laudonia, M., 2021).

En diciembre **2001**, el descontento social sumado a otros factores políticos llevo al presidente a declarar el Estado de Sitio y posteriormente a su renuncia como primer mandatario, llevando a la culminación de un periodo económico marcado (Laudonia, M., 2021; Yofre, J. 2019) “por la Ley de Convertibilidad y las políticas del Consenso de Washington y el comienzo de una etapa caracterizada por una flotación "administrada" del tipo de cambio” (Laudonia, M., 2021). A este desafortunado suceso le seguiría la asunción de cinco presidentes distintos en un lapso menor a 15 días, Ramon Puerta (2001), Adolfo Rodríguez Saá (2001), Eduardo Camaño (2001-2002) y finalmente Eduardo Duhalde (2002-2003) (Pigna, F. s.f.b).

Durante el breve mandato del presidente Saá, el país entró en default, luego de que la Asamblea Legislativa declarará la cesación de pagos de la deuda externa y finalmente en medio de emisiones de cuasimonedas y otras estrategias paliativas durante el mandato del quinto presidente Eduardo Duhalde, se anunció

formalmente el final de la convertibilidad y el inicio de la devaluación y la “licuación” de las deudas en dólares (Laudonia, M., 2021; Kanenguiser, M. 2023; Yofre, J. 2019).

En materia de créditos hipotecarios, hasta diciembre **2001** el BHSA ofreció créditos hipotecarios individuales para la adquisición, construcción o refacción de viviendas, bajo su línea denominada como crédito “Acceso Inmediato”. Estos créditos se ofrecían en dólares a tasa fija y flotante (LIBOR¹⁵) con vencimientos de entre 3 y 20 años, y en pesos a tasa fija con vencimiento de entre 3 a 15 años. También disponía de otros productos con tasas superiores a la de los productos tradicionales como por ejemplo “Crédito Confianza”, “Confianza 50 y 50” y “Destino Libre”, también con la opción de ser adquiridos en pesos o en dólares (MECON s.f.).

En el año **2002**:

Bajo los términos de la Ley N° 25.561 de Emergencia Pública y Régimen Cambiario (Ley de Emergencia), el Decreto sobre Reordenamiento del Sistema Financiero (Decreto N° 214/02) [con fecha 3 de febrero de 2002] y otras normas complementarias y modificatorias, los préstamos en dólares estadounidenses u otras monedas extranjeras otorgados por el sistema financiero argentino fueron convertidos a pesos de acuerdo con las siguientes pautas: (i) los préstamos al sector privado no financiero, al tipo de cambio de \$ 1,00 por dólar estadounidense o su equivalente en otras monedas extranjeras, (ii) al sector público no financiero, al tipo de cambio de \$ 1,40 por dólar estadounidense o su equivalente en otras monedas extranjeras; y (iii) al sector financiero, al tipo de cambio de \$ 1,40 por dólar estadounidense o su equivalente en otras monedas extranjeras. (MECON s.f.)

En febrero de **2002** estas medidas incorporaron la aplicación del CER¹⁶ a los préstamos asignados al sector privado no financiero, con el fin de reflejar las variaciones en el índice de precios al consumidor (IPC), y una tasa reducida dependiendo del tipo de operación efectuada (MECON s.f.). Posteriormente bajo el Decreto N° 762/02 y adicionalmente la Ley N° 25.713 Ley CER, exceptuaron de la aplicación del CER a los préstamos tomados por personas físicas que cumplieran con lo siguiente (MECON s.f.):

¹⁵ Libor: es una tasa de interés de referencia de corto plazo administrada por ICE Benchmark Administration® Limited (“IBA”). En 2008, la integridad de LIBOR fue cuestionada luego de una serie de actividades fraudulentas relacionadas con ella. En marzo de 2021, el regulador de LIBOR, la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) confirmó la fecha de cese de la tasa LIBOR al anunciar que todos los administradores dejarán de proporcionar todas las configuraciones para el franco suizo, el euro, la libra esterlina y el yen japonés y dos configuraciones para el dólar estadounidense. o dejar de ser representativo después de diciembre de 2021 y las configuraciones LIBOR restantes para el dólar estadounidense después de junio de 2023 (World Bank, s.f.; ICE Benchmark Administration, s.f.)

¹⁶ CER: es un coeficiente de estabilización de referencia introducido por el Decreto N° 214/2002. El CER se publica mensualmente por el BCRA, siguiendo los lineamientos establecidos por el MECON en la Resolución N° 47/2002, para reflejar la variación diaria de la evolución mensual del IPC publicado por el INDEC. El BCRA está obligado a publicar el CER todos los días 7 de cada mes (Bensadon, M. y Cereijido, P, 2002, Estadísticas BCRA s.f.a)

(i) garantizados por hipotecas sobre la vivienda única de los deudores, a cordados originariamente por hasta u\$s 250.000 u otras monedas extranjeras y convertidos a pesos, (ii) préstamos de consumo otorgados originariamente por hasta u\$s 12.000 o su equivalente en o t ras monedas extranjeras, ya sea garantizados o no por hipotecas, y (iii) créditos prendarios para consumo otorgados originariamente por hasta u\$s 30.000 o el equivalente en otra moneda. Estos préstamos fueron ajustados a partir del 1º de octubre de 2002 aplicando el CVS¹⁷ publicado por el INDEC [Instituto Nacional de Estadísticas y Censos]. (MECON s.f.)

Finalmente, en el año 2002, dado el escenario de crisis de liquidez al que se enfrentaba, el BHSA dispuso suspender toda actividad en relación con el otorgamiento de crédito hipotecarios (MECON s.f.).

2.11 De la post crisis a la actualidad. PRO.CRE.AR y los créditos indexados. 2003 – 2022.

Siguiendo a Socloff, I. (2019), luego de la crisis del 2001 el sector de la construcción se recuperó rápidamente y mostró un crecimiento continuo entre los años **2003** y **2013** pero con estancamientos estacionales en los años **2009** y **2012**. En la Ciudad de Buenos Aires se produjo una expansión inmobiliaria impulsada por la edificación residencial, siguiendo las principales ciudades restantes del país una suerte similar. Sin embargo, dicho auge en la construcción residencial se dio sin financiamiento hipotecario y el segmento residencial que tuvo mayor expansión fue el de la vivienda suntuosa asociada con la clase media-alta y alta (Baer, L. 2008 según se citó en Socoloff, I 2019: Socoloff, I. 2011, según se citó en Socoloff, I. 2019; Baer, L. y Kauw, M., 2016, según se citó en Socoloff, I., 2019; Socoloff, I. 2019a, según se citó en Socoloff, I., 2019; Sigue el boom inmobiliario en Capital Federal, 2008).

En el año **2003**, asume la presidencia Néstor Kirchner (2003-2007), cuyo partido seguiría gobernado el país por dos periodos más bajo la presidencia de Cristina Fernández de Kirchner (2007-2015). En ese mismo año, el BHSA lanza un nuevo producto crediticio llamado Casa Plus, que se encontraba orientado a personas del segmento medio-alto. Para poder acceder a este producto crediticio el potencial tomador debía contar con al menos el 30% del valor de la propiedad a ser adquirida y se debía mantener una relación cuota/ingreso con un tope de 25%. Con respecto a las propiedades a tomar en concepto de garantía del crédito, el BHSA estableció parámetros exigentes, por lo que solo se tomarían inmuebles con probabilidades de realización cierta y con buen valor de reposición. Como resultado de los requisitos establecidos, esta línea crediticia estaba orientada a prestatarios con buena salud crediticia y con ingresos tales que les permitieran cumplir con los compromisos mensuales en forma holgada (MECON s.f.).

¹⁷ CVS: es el coeficiente de variación de salarios. Según el INDEC “el Índice de salarios estima, a partir de la comparación de meses sucesivos, las variaciones de los salarios tanto del sector público como del privado en cada mes. Para la obtención de los salarios se efectúa una encuesta de periodicidad mensual a las empresas del sector privado y se recaba información en los circuitos administrativos correspondientes del sector público. Respecto del sector privado no registrado se ha realizado una estimación de la evolución de sus salarios sobre la base de la información obtenida mediante la Encuesta Permanente de Hogares (EPH). Para más información se puede consultar la metodología de elaboración. La evolución de los salarios pagados en los sectores público y privado registrados se difunde con datos a partir de noviembre 2015. A partir de junio de 2017, se agrega el cuadro de la serie del Índice de salarios del sector privado no registrado, con datos desde octubre de 2016” (INDEC, s.f.)

Con la llegada del año **2004**, se vio una recuperación de los créditos hipotecarios, pero la demanda, con un público orientado mayormente a tasas fijas, no llegó a equiparar los niveles precrisis del 2001. Esto de debió principalmente al alto valor de los inmuebles en relación con el nivel de ingresos de los individuos (MECON s.f.).

En este mismo año, se implementa el Programa Global de Valores Fiduciarios dirigido tanto a inversores institucionales como al minorista. Durante el **2004** se lanzan dos series a las que se les daría continuidad por medio de nuevos lanzamientos durante los años posteriores. Para el año **2006**, la colocación de los créditos hipotecarios ofrecidos por el BHSA se consolidaba, excediendo en sobremanera los objetivos establecidos por la entidad continuando la tendencia a lo largo del año **2007** (MECON s.f.).

Debido a la ausencia de crédito hipotecario accesible para los estratos de bajos recursos, en el año **2005**, se reconfigura el Sistema Social de la Vivienda para ampliar el financiamiento público masivo de vivienda para estos sectores (Varela O. y Fernández Wagner R., 2012, como se citó en Socoloff, I. 2019). Este proceso se llevó adelante mediante la recentralización de la toma de decisiones del FONAVI y en un entorno de crecimiento económico con redistribución del ingreso. Esta situación se sostuvo hasta la crisis internacional (2007-2008). En agosto **2007**, como resultado de la crisis las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones (AFJP), que se encontraban invertidas en el mercado de capitales que fue severamente afectado por la crisis, perdieron todo lo que habían percibido (Socoloff, I. 2019).

A causa de este suceso el Estado retomó el control del sistema previsional y el retorno al “Régimen de Reparto” bajo la gestión de la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES). Los fondos que ahora estaban bajo la administración estatal se seguirían invirtieron en el mercado local buscando apalancar el financiamiento a largo plazo del sector real de la economía quedando prohibida la inversión de los fondos en el extranjero. La Ley N° 26.425 con fecha 4 de diciembre 2008 en su artículo 8° establecía que:

En los términos del artículo 15 de la Ley 26.222¹⁸ el activo del fondo se invertirá de acuerdo a criterios de seguridad y rentabilidad adecuados, contribuyendo al desarrollo sustentable de la economía real a efectos de garantizar el círculo virtuoso entre crecimiento económico y el incremento de los recursos de la seguridad social.

En razón de sus actuales posiciones, las inversiones permitidas serán las previstas en el artículo 74¹⁹

¹⁸ La Ley 26.222 con fecha marzo 2007 y asunto “Sistema Integrado De Jubilaciones y Pensiones” modificaba la Ley N° 24.241, estableciendo la libre opción del Régimen Jubilatorio y resuelve en su artículo 15 que: “A los efectos de su preservación y sustentabilidad futura, los recursos pertenecientes al sistema de seguridad social integrados por los activos financieros de la ADMINISTRACION NACIONAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL serán invertidos conforme a lo dispuesto en la Ley N° 24.156 [Ley sobre Administración Financiera y de los Sistemas De Control del Sector Publico Nacional, Disposiciones generales. Sistemas presupuestario, de crédito público, de tesorería, de contabilidad gubernamental y de control interno. Disposiciones varias] debiendo únicamente ser utilizados para efectuar pagos de beneficios del mismo sistema”

¹⁹ Ley N° 24.241 con asunto Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. Creación y fecha 13 de octubre de 1993 establecía en su artículo 74 las inversiones en las que el fondo de jubilaciones y pensiones tenía permitido invertir su activo.

de la Ley 24.241, rigiendo las prohibiciones del artículo 75²⁰ de la citada ley y las limitaciones de su artículo 76²¹.

Queda prohibida la inversión de los fondos en el exterior.

Con este objetivo se constituye el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), del Sistema Integrado Previsional Argentino, mediante cuya contribución se llevó adelante la estrategia de financiación de obra pública y vivienda (Socloff, I., 2019).

En el año **2012**, se crea el Programa de Crédito Argentino del Bicentenario para la Vivienda Única Familiar, también conocido como PRO.CRE.AR, que buscaba dar una solución al déficit habitacional mediante un crédito accesible y la construcción de barrios sobre terrenos fiscales (Socloff, I., 2019; Banco Hipotecario s.f.a).

El programa inició con líneas principales, a tasas subsidiadas por el Estado, avocadas a la construcción de vivienda para familias que ya contaban con un terreno o tenían la posibilidad de adquirir uno. Posteriormente se adicionaron otras líneas crediticias tales como “desarrollos urbanísticos”, “vivienda a estrenar” y “construcción con terreno”. PRO.CRE.AR se financiaba primariamente por el FGS y a su vez cuenta con bienes inmuebles (suelo público) que le son transferidos por la Agencia de Administración de Bienes del Estado y también cuentas con fondos originados por el recupero de créditos y la titulización de la misma deuda hipotecaria del programa. Los valores fiduciarios de la deuda son emitidos y por el BHSA en su rol de fiduciario (Socloff, I., 2019; Banco Hipotecario s.f.a).

La titulación (también llamada securitización) de la deuda del programa PRO.CRE.AR se realiza a través de un fideicomiso administrativo y financiero. Según el Decreto N° 902/12 que regula la creación del Fondo Fiduciario Público denominado Programa Crédito Argentino del Bicentenario para la Vivienda Única Familiar, establece en su artículo 2 que el fiduciante es el Estado Nacional, que el fiduciario es el BHSA y que el beneficiario es el mismo fiduciante (es decir el Estado Nacional).

El sistema de colocación del fideicomiso se realiza a través de valores representativos de deuda (VRD) y de los certificados de participación (CP). Para el caso de los VRDs, el inversor/fiduciante (el Estado Nacional) suscribe e integra los mismos acordes al cronograma establecido. Los VRDs tienen distintos tramos: Tramo I y II que capitalizan intereses mensuales y el Tramo III y subsiguientes que no capitalizan intereses. Por el otro lado los CPs se categorizan en CPs de dinero y CPs de terrenos. Para el caso de los CPs de dinero es el MECON el fiduciante que realiza aportes de dinero según los cronogramas establecidos y a cambio recibe los CPs. Para el caso de los CPs de terrenos los fiduciantes son la Agencia de Administración de Bienes del Estado (AABE), las Provincias y Municipios quienes pueden ceder terrenos a cambio de CPs (Ver Gráfico 4 y 5). (Boletín Oficial de la República Argentina N° 35109, 2023; Ministerio de Desarrollo Territorial y Hábitat, 2020; Decreto N° 902, 2012, 2012; PROCREAR 2022: cierra el nuevo concurso cómo acceder a la primera casa, 2022; Socloff, I., 2019).

El periodo abarcado entre los años **2016** y **2019**, durante la presidencia de Mauricio Macri (2015 - 2019), se vio caracterizado por el surgimiento de los créditos indexados, comúnmente llamados créditos UVA²², sistema generalizado para toda la banca y también se caracterizó por el lanzamiento de la segunda fase del programa PRO.CRE.AR, que en esta etapa otorgó préstamos similares a los de las entidades

²⁰ Ley N° 24.241 con asunto Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. Creación y fecha 13 de octubre de 1993 establece en su artículo 75 las inversiones en las que el fondo de jubilaciones y pensiones tiene prohibido invertir su activo

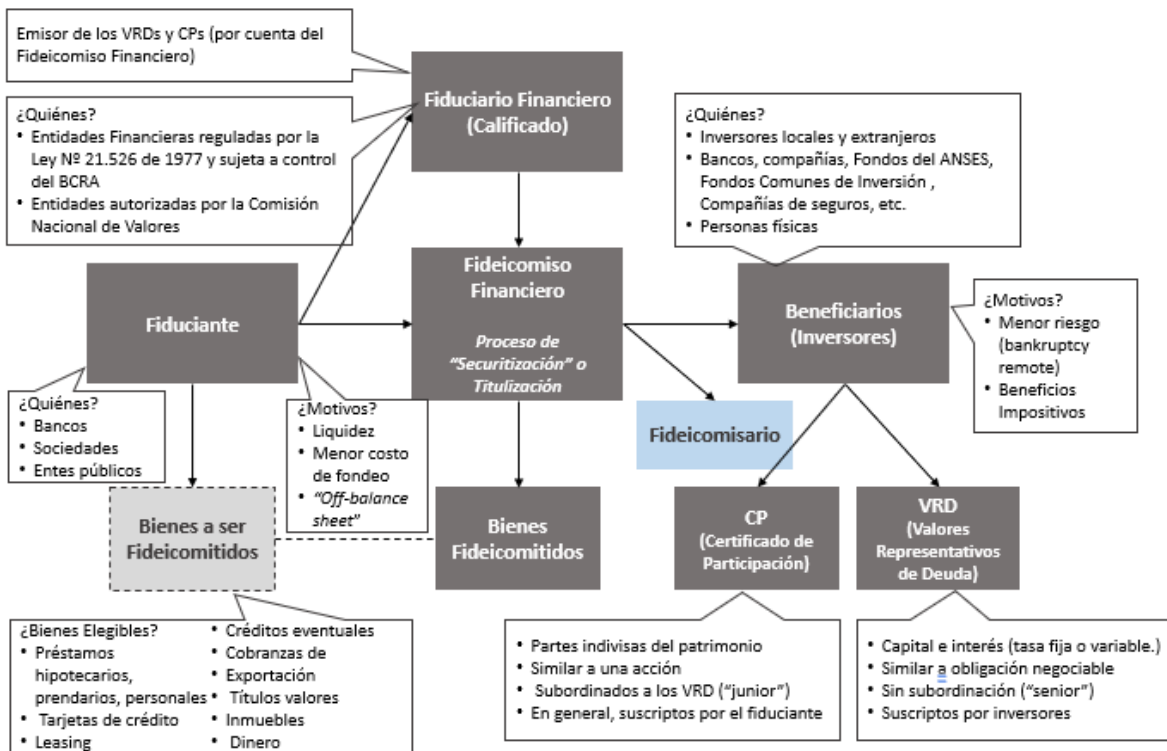
²¹ Ley N° 24.241 con asunto Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. Creación y fecha 13 de octubre de 1993 establece en su artículo 76 las limitaciones para las inversiones en obligaciones negociables y otros títulos valores representativos de deuda correspondientes a emisores argentinos.

²² UVA: Unidades de Valor Adquisitivo (Bolsa de Comercio de Santa Fe, 2018)

bancarias privadas, pero con un mínimo descuento de capital. Ambas herramientas se convirtieron en el núcleo de la política pública del gobierno vigente, junto otras medidas relacionadas, como la promoción de la titulización de créditos hipotecarios indexados (Socoloff, I. 2019; Bolsa de Comercio de Santa Fe, 2018) llevando todo esto a que el total de créditos hipotecarios se multiplicara (BCRA, 2018, según se citó en Socoloff, I. 2019).

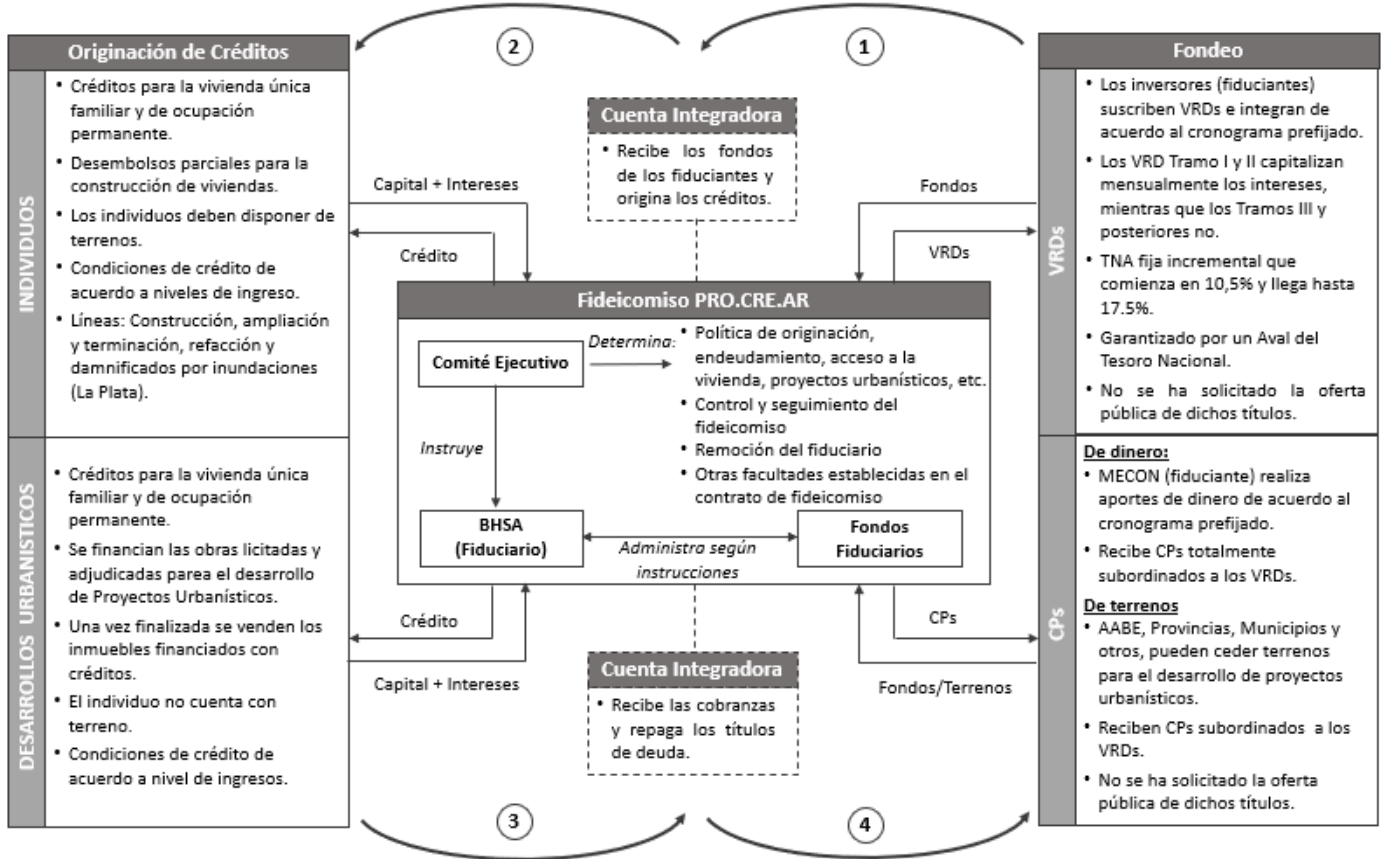
Respecto del BHSa, para el periodo 2013 -2018, Socoloff I. (2019), destaca en su estudio que la actividad del banco se fue asemejando a la de un banco comercial y su cartera de productos fue migrando a líneas de mayor rentabilidad, favoreciendo de esta forma a los créditos de corto plazo orientados a consumos, por sobre los créditos hipotecarios. (Ver Gráfico 6) (Socloff, I., 2019).

Gráfico 4: Estructura básica de un fideicomiso financiero genérico



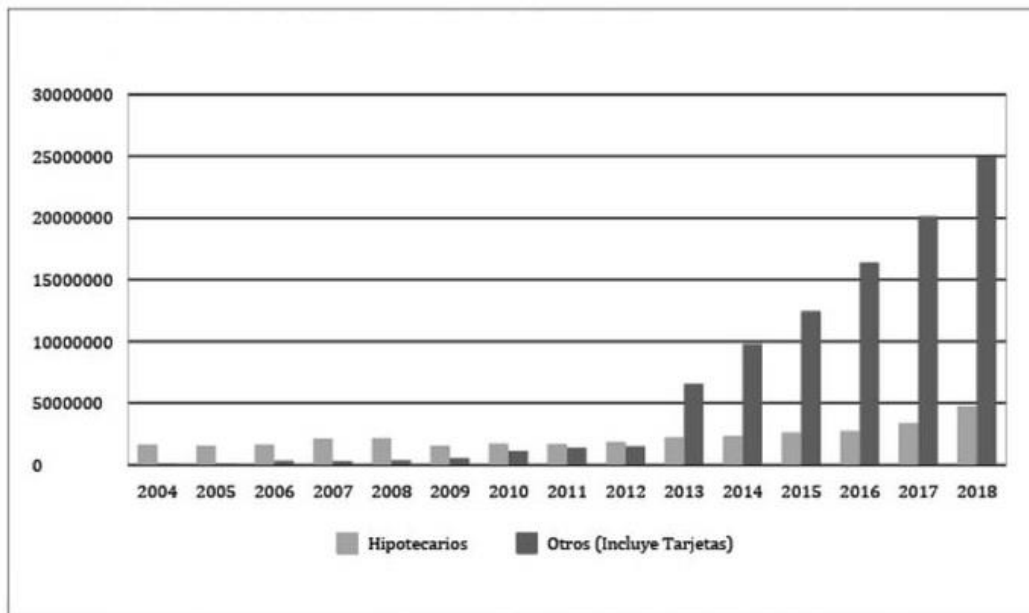
Fuente: Tavarone, M. (2022)

Gráfico 5: Origen y aplicación de recursos del fideicomiso PRO.CRE.AR



Fuente: Socoloff, I. (2019)

Gráfico 6: Comparativo de la evolución de los créditos hipotecarios y otros préstamos entregados por el BHSA. 2004 – 2018
(en pesos argentinos nominales)



Fuente: Socoloff, I. (2019)

El mandato del presidente Mauricio Macri finalizó en el mes de diciembre del 2019 y fue sucedido por Alberto Fernández (2019 – 2023) quien encabezaba la alianza denominada Frente de Todos. En agosto de ese mismo año, debido al deterioro que estaban sufriendo los salarios reales de la población argentina, el gobierno decidió implementar el congelamiento del valor UVA (para préstamos que cumplieran con ciertas condiciones). Esta medida se concibió como una medida temporal pero dada la inesperada aparición de la pandemia (COVID-19) en el año 2020, la misma se extendió hasta febrero 2021 (S&P Global Ratings, 2021). Según explicaba el periodista Grosz, M. (2022), debido al impacto de la alta inflación en el sistema UVA, “los préstamos hipotecarios quedaron reducidos a la mínima expresión en la Argentina”, lo que hizo que el acceso a este tipo de crédito sea cada vez más dificultoso para el segmento medio-bajo y medio de la población del país (Grosz, M., 2022).

Pese a esta situación y para tomar ventaja de la baja de precios en dólares de las propiedades que se dio en el año 2020, las familias que deseaban obtener financiación para adquirir, construir o refaccionar una vivienda, podían conseguir el fondeo necesario (hasta AR\$ 28 millones), ya sea bajo sistema de tasas combinadas (tasa fija durante un año - a partir del 30% - y luego se pasa a tasa la variable calculada como Badlar²³ más 4 o 6 puntos porcentuales) o sistema UVA con plazos de entre 20 y 30 años (Grosz, M., 2022). En aquel entonces una de las ventajas ofrecidas por los préstamos hipotecarios, era que frente al cepo cambiario²⁴ se convertían en un medio para hacerse de dólares al tipo de cambio oficial. Estos préstamos habilitaban a los individuos a comprar hasta US\$ 100.000 a la cotización oficial de AR\$ 114,50 por dólar. Sin embargo, los préstamos hipotecarios no estaban al alcance de cualquier individuo que deseara tomarlos, ya que el salario requerido para calificar era prácticamente inalcanzable para muchos, por lo que finalmente estos préstamos se encontraban dirigidos a personas que contaran con un ahorro sólido y solo necesitaran financiar la menor parte de la operación de compra o a personas que necesitaran financiar refacciones y mejoras de sus viviendas. (Grosz, M., 2022).

En el transcurso del año 2022 se otorgaron préstamos hipotecarios UVA por solamente ~ AR\$ 8.500 millones (sector privado no financiero), lo que equivalía a ~ US\$ 24 millones a la cotización del dólar libre. Por su parte, el stock de préstamos UVA ya otorgados, se reducía a medida que transcurrían los meses. El pico de stock de los préstamos bajo esta modalidad se alcanzó en julio de 2019, cuando el stock total llegó a ~ 9.169 millones de UVA (sector privado no financiero), el que para el cierre del año 2022 caía a ~ 6.465 millones de UVA (sector privado no financiero) (Ver Cuadros 4, 5 y 6 y Gráfico 7) (Créditos hipotecarios atados al salario: cómo es la nueva línea de préstamos que evalúa lanzar el Gobierno, 2023; Gerencia de Estadísticas Monetarias BCRA, s. f. a).

²³ Tasa Badlar: “La tasa de interés Badlar es una pactada por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) para depósitos que superen el millón de pesos argentinos con un plazo de entre 30 y 35 días. Esta tasa de interés supera a la tasa tradicional de un plazo fijo y, en algunos bancos privados, suele ser algo superior en comparación a la ofrecida por los bancos públicos” (Castillo, G., 2022)

²⁴ Cepo cambiario: “un cepo cambiario es una restricción a la compra o adquisición de una divisa de otro país. El objetivo que busca es evitar que la moneda local se deprecie, es decir, que pierda valor y que aumente la inflación. También frena la fuga de capitales” (¿Qué es el cepo cambiario al dólar?, 2019).

El cepo funciona en base a una serie de medidas restrictivas que pueden variar dependiendo las resoluciones que se quieran tomar.

Luego de los resultados de las Elecciones PASO 2019 en el mes de agosto de dicho año, la Argentina volvió a instaurar un cepo cambiario al dólar durante el último tramo del gobierno del presidente Mauricio Macri. Luego durante el gobierno de Alberto Fernández, el cepo se impuso con mayor firmeza limitando la adquisición de dólares a US\$ 200 por mes (¿Qué es el cepo cambiario al dólar?, 2019).

Cuadro 4: Préstamos UVA. Serie mensual 2019 – 2022.
(saldos en miles de pesos argentinos nominales)

Fecha		Total	Sector público	Sector privado no financiero	Residentes en el exterior y financiero
2019	Ene.	206,875,196	7,053,490	198,975,004	846,702
	Feb.	211,255,929	7,053,490	203,161,732	1,040,707
	Mar.	215,512,600	7,750,392	205,940,042	1,822,166
	Abr.	217,720,498	7,750,392	208,059,970	1,910,136
	May.	220,746,307	7,750,392	210,988,280	2,007,635
	Jun.	224,719,578	7,750,392	214,105,390	2,863,796
	Jul.	234,766,262	7,750,392	224,106,867	2,909,003
	Ago.	236,598,636	8,056,059	225,601,864	2,940,713
	Set.	238,509,667	8,056,059	227,562,539	2,891,069
	Oct.	240,132,391	8,056,059	229,137,055	2,939,277
	Nov.	240,096,427	8,056,059	229,101,091	2,939,277
	Dic.	239,612,164	7,910,302	228,864,012	2,837,850
2020	Ene.	237,966,992	7,764,545	227,421,482	2,780,965
	Feb.	235,798,370	7,618,788	225,463,973	2,715,609
	Mar.	234,703,942	7,473,031	224,529,061	2,701,850
	Abr.	231,725,012	7,473,031	222,407,689	1,844,292
	May.	221,323,822	7,181,517	212,398,469	1,743,836
	Jun.	218,570,605	8,002,284	209,152,553	1,415,768
	Jul.	214,423,544	7,592,839	204,800,337	2,030,368
	Ago.	212,797,185	7,269,434	203,398,574	2,129,177
	Set.	211,517,313	7,239,827	202,318,515	1,958,971
	Oct.	215,293,231	12,685,599	200,671,320	1,936,312
	Nov.	213,503,720	12,679,014	199,307,442	1,517,264
	Dic.	211,070,860	12,672,401	197,285,377	1,113,082
2021	Ene.	210,249,165	12,665,760	196,544,937	1,038,468
	Feb.	209,566,343	12,659,092	195,908,861	998,390
	Mar.	209,869,405	12,652,397	196,492,672	724,336
	Abr.	210,853,686	12,442,136	197,701,317	710,233
	May.	208,879,280	12,231,847	196,215,411	432,022
	Jun.	207,552,439	12,021,530	195,114,749	416,160
	Jul.	210,240,919	16,291,442	193,547,042	402,435
	Ago.	209,370,232	16,284,608	192,205,296	880,328
	Set.	207,928,181	16,277,747	190,878,547	771,887
	Oct.	206,239,450	16,270,857	189,210,088	758,505
	Nov.	203,940,188	16,263,939	186,939,556	736,693
	Dic.	202,403,965	16,256,993	185,428,481	718,491
2022	Ene.	200,915,927	16,250,018	183,960,548	705,361
	Feb.	198,709,928	15,971,585	182,052,576	685,767
	Mar.	196,945,964	15,693,123	181,086,935	165,906
	Abr.	194,969,105	15,414,633	179,429,469	125,003
	May.	179,772,142	1,564,631	178,115,459	92,052
	Jun.	182,362,514	1,557,512	180,734,074	70,928
	Jul.	180,868,558	1,550,364	179,276,250	41,944
	Ago.	181,596,538	1,543,186	180,033,352	20,000
	Set.	182,657,885	1,535,979	181,021,906	100,000
	Oct.	185,676,258	1,528,743	184,047,515	100,000
	Nov.	189,867,410	1,521,477	188,245,933	100,000
	Dic.	195,548,455	1,514,181	193,934,274	100,000

Nota:

Este cuadro es un extracto de la serie mensual de préstamos de UVA, elaborada por la Gerencia de Estadísticas Monetarias BCRA. El mismo muestra los saldos mensuales de préstamos UVA desagregados por sector, en millones de pesos argentinos nominales. La información surge del balance contable de saldos presentado por todas las entidades financieras. Para la expresión de los saldos en UVA, se considera el capital y los ajustes devengados a cobrar.

Fuente: Gerencia de Estadísticas Monetarias BCRA, (s. f. a)

Cuadro 5: Préstamos UVA. Serie mensual 2019 – 2022.
(saldos en miles de UVA)

Fecha		Total	Sector público	Sector privado no financiero	Residentes en el exterior y financiero
2019	Ene.	9,053,190	250,786	8,771,609	30,795
	Feb.	9,146,864	250,786	8,859,434	36,644
	Mar.	9,224,309	268,766	8,896,157	59,386
	Abr.	9,237,439	268,766	8,906,775	61,898
	May.	9,261,326	268,766	8,928,206	64,354
	Jun.	9,317,588	268,766	8,962,000	86,822
	Jul.	9,525,450	268,766	9,168,892	87,792
	Ago.	9,498,213	276,425	9,133,771	88,017
	Set.	9,483,013	276,425	9,120,037	86,551
	Oct.	9,450,441	276,425	9,086,809	87,207
	Nov.	9,040,077	264,315	8,692,375	83,387
	Dic.	9,302,409	271,483	8,947,185	83,741
2020	Ene.	9,197,417	266,540	8,848,598	82,279
	Feb.	9,083,336	261,597	8,741,574	80,165
	Mar.	9,001,796	256,655	8,665,407	79,734
	Abr.	8,878,433	256,559	8,567,647	54,227
	May.	8,549,629	246,770	8,251,657	51,202
	Jun.	8,403,933	241,827	8,116,951	45,155
	Jul.	8,230,574	232,103	7,945,921	52,550
	Ago.	8,137,600	224,046	7,860,418	53,136
	Set.	8,037,837	218,983	7,770,325	48,529
	Oct.	7,924,022	218,863	7,657,303	47,856
	Nov.	7,817,156	218,742	7,558,991	39,423
	Dic.	7,698,467	218,621	7,452,460	27,386
2021	Ene.	7,611,839	218,499	7,368,065	25,275
	Feb.	7,538,186	218,377	7,295,951	23,858
	Mar.	7,464,570	218,254	7,227,459	18,857
	Abr.	7,415,083	214,653	7,181,965	18,465
	May.	7,320,401	211,051	7,096,089	13,261
	Jun.	7,221,833	207,449	7,001,590	12,794
	Jul.	7,123,762	207,325	6,904,028	12,409
	Ago.	7,029,759	207,199	6,804,987	17,573
	Set.	6,942,581	207,074	6,721,893	13,614
	Oct.	6,862,766	206,947	6,642,576	13,243
	Nov.	6,759,831	206,821	6,540,479	12,531
	Dic.	6,684,294	206,693	6,465,625	11,976
2022	Ene.	6,610,054	206,566	6,391,874	11,614
	Feb.	6,532,303	203,152	6,318,195	10,956
	Mar.	6,443,410	199,739	6,239,197	4,474
	Abr.	6,364,601	196,324	6,164,810	3,467
	May.	6,128,569	28,666	6,097,357	2,546
	Jun.	6,089,686	28,536	6,059,113	2,037
	Jul.	5,992,198	28,405	5,962,820	973
	Ago.	5,933,033	28,273	5,904,295	465
	Set.	5,885,460	28,141	5,856,661	658
	Oct.	5,855,255	28,009	5,826,588	658
	Nov.	5,826,385	27,876	5,797,851	658
	Dic.	5,805,930	27,742	5,777,530	658

Nota:

Este cuadro es un extracto de la serie mensual de préstamos de UVA, elaborada por la Gerencia de Estadísticas Monetarias BCRA. El mismo muestra los saldos mensuales de préstamos UVA desagregados por sector, en millones de UVA. La información surge del balance contable de saldos presentado por todas las entidades financieras. Para la expresión de los saldos en UVA se considera el capital y los ajustes devengados a cobrar.

Fuente: Gerencia de Estadísticas Monetarias BCRA, (s. f. a)

Cuadro 6: Préstamos Hipotecarios al Sector Privado No Financiero - Desagregación por Destino del Préstamo. Serie mensual 2019 – 2022.
(saldos en miles de pesos argentinos nominales)

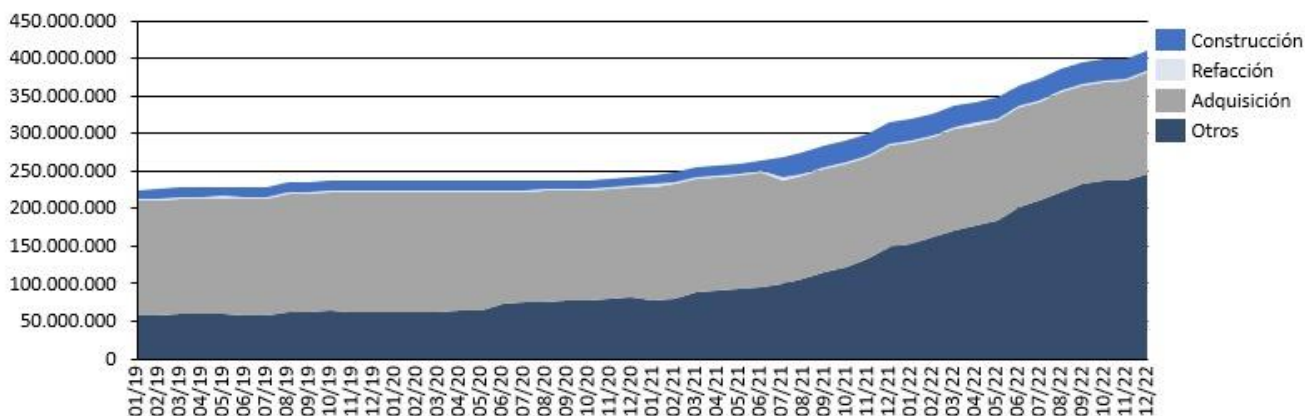
Fecha		Total	Cnstrucción	Refacción	Adquisición	Otros
2019	Ene.	224,984,664	11,919,373	2,599,186	152,224,772	58,241,333
	Feb.	226,033,371	12,072,586	2,609,363	152,909,017	58,442,405
	Mar.	227,973,577	12,156,068	2,610,799	153,472,990	59,733,720
	Abr.	228,263,316	12,223,385	2,600,839	153,962,071	59,477,020
	May.	228,995,548	12,333,429	2,595,857	154,794,179	59,272,083
	Jun.	227,806,334	12,426,228	2,593,456	155,194,304	57,592,346
	Jul.	228,647,518	12,494,090	2,598,190	155,697,362	57,857,876
	Ago.	234,437,350	12,582,632	2,601,532	156,244,141	63,009,045
	Set.	235,729,703	12,795,935	2,617,251	157,254,046	63,062,470
	Oct.	237,286,865	12,783,328	2,720,896	157,854,324	63,928,317
	Nov.	237,561,971	12,897,083	2,727,932	158,650,150	63,286,806
	Dic.	238,007,833	12,890,334	2,736,891	159,226,286	63,154,322
2020	Ene.	237,417,080	12,910,921	2,729,357	159,062,047	62,714,755
	Feb.	237,266,143	12,902,132	2,719,422	158,804,422	62,840,167
	Mar.	237,213,960	12,870,684	2,704,409	158,443,932	63,194,935
	Abr.	237,459,967	12,887,208	2,688,030	158,127,763	63,756,966
	May.	237,081,999	12,860,975	2,664,820	157,397,150	64,159,055
	Jun.	236,812,631	11,902,359	2,156,008	148,241,795	74,512,469
	Jul.	236,884,866	11,941,919	2,114,424	147,671,634	75,156,889
	Ago.	237,644,259	11,920,413	2,113,068	146,923,277	76,687,501
	Set.	237,455,550	11,867,086	2,042,800	146,399,306	77,146,358
	Oct.	238,345,771	11,870,689	2,045,757	145,708,498	78,720,827
	Nov.	239,595,139	11,911,161	2,059,558	145,223,017	80,401,403
	Dic.	241,618,464	11,906,351	2,045,365	144,947,423	82,719,325
2021	Ene.	244,737,330	12,884,280	2,599,661	151,525,823	77,727,565
	Feb.	247,771,106	12,958,643	2,616,110	151,458,484	80,737,869
	Mar.	254,683,168	12,969,509	2,587,630	150,876,299	88,249,731
	Abr.	257,111,071	12,987,242	2,583,266	151,242,220	90,298,343
	May.	259,807,638	13,048,383	2,597,036	151,186,640	92,975,580
	Jun.	263,670,177	13,244,662	2,603,074	151,212,593	96,609,848
	Jul.	269,066,972	28,097,336	2,733,307	137,228,281	101,008,047
	Ago.	274,423,792	28,251,693	2,756,010	136,834,751	106,581,338
	Set.	283,479,096	28,329,220	2,751,127	136,596,197	115,802,553
	Oct.	289,655,929	28,121,885	2,764,137	135,953,050	122,816,857
	Nov.	299,187,676	28,097,464	2,791,738	135,588,868	132,709,606
	Dic.	314,365,703	28,040,712	2,787,506	135,023,223	148,514,263
2022	Ene.	319,308,953	27,971,657	2,792,232	134,729,675	153,815,389
	Feb.	325,664,595	27,934,149	2,781,175	134,008,167	160,941,104
	Mar.	335,947,704	27,910,559	2,798,776	133,725,011	171,513,359
	Abr.	341,559,550	27,531,111	2,796,113	133,171,674	178,060,652
	May.	347,365,850	27,675,983	2,788,501	132,896,655	184,004,711
	Jun.	364,704,894	27,718,464	2,827,809	133,190,871	200,967,750
	Jul.	372,239,840	27,579,167	2,843,577	131,176,960	210,640,136
	Ago.	385,419,429	27,548,076	2,887,762	132,197,930	222,785,661
	Set.	394,134,123	27,531,965	2,887,998	131,101,352	232,612,808
	Oct.	398,789,089	27,507,583	2,876,328	131,528,932	236,876,246
	Nov.	399,978,670	27,494,635	2,871,049	132,223,174	237,389,811
	Dic.	410,722,263	27,465,466	2,974,621	133,149,320	247,132,856

Nota:

Este cuadro es un extracto de la serie mensual de préstamos hipotecarios al sector privado no financiero, elaborada por la Gerencia de Estadísticas Monetarias BCRA. La información surge del balance contable de saldos presentado por todas las entidades financieras del país. Para la expresión de los saldos se considera exclusivamente el capital y no se incluye ajustes e intereses devengados.

Fuente: Gerencia de Estadísticas Monetarias BCRA, (s. f. b)

Gráfico 7: Préstamos Hipotecarios al Sector Privado No Financiero - Desagregación por Destino del Préstamo. Serie mensual 2019 – 2022.
(saldos en miles de pesos argentinos nominales)



Nota:

Este gráfico es de elaboración propia en base al Cuadro 6 el que es un extracto de la serie mensual de préstamos hipotecarios al sector privado no financiero, elaborada por la Gerencia de Estadísticas Monetarias BCRA. La información surge del balance contable de saldos presentado por todas las entidades financieras del país. Para la expresión de los saldos se considera exclusivamente el capital y no se incluye ajustes e intereses devengados.

Fuente: Gerencia de Estadísticas Monetarias BCRA, (s. f. b)

Con respecto al plan ProCreAr, durante el periodo 2020-2022, el mismo mantuvo su continuidad. En agosto del año 2020 se relanzó el programa ofreciendo dos líneas nuevas de crédito: la línea Microcréditos Mejoramientos y la línea Ampliación. La primera de estas líneas se otorgaba bajo el formato de créditos personales a tasa fija y se podía financiar desde AR\$50.000 a AR\$500.000. Para esta categoría de préstamos el Gobierno nacional aportó AR\$10.383.550.000 y llegó a conceder 49.768 créditos. Por su parte la línea Ampliación llegó a financiar hasta AR\$ 1.500.000 (considerando materiales y mano de obra para ampliaciones de hasta 20 m² de viviendas existentes) y se otorgó bajo el formato de crédito hipotecario, cuya fórmula para la actualización de cuotas seguía a los salarios. Es decir, que este ajuste de cuotas no se basaba en UVA sino en la fórmula HogAr, la cual era calculada por la Secretaría de Desarrollo Territorial y seguía el CVS. Además, esta línea de préstamo estaba topeada de forma tal que, si los salarios superaban a la inflación en algún momento durante la vida del crédito, las cuotas no se disparaban (el tope se consideraba como el monto equivalente en ese entonces, a la construcción de una vivienda de 60 m²). Bajo esta categoría se entregaron 56 créditos para lo que la nación invirtió AR\$84.000.000 (El Gobierno lanzará un plan Procrear 2: cuáles serían las diferencias con el anterior, 2020; Muscatelli, N., 2020; Gómez, D., 2020; López, P., 2020; Rumi, M., 2020; El Ministerio de Desarrollo Territorial y Hábitat ya entregó más de 100.000 créditos, 2021).

En diciembre de ese mismo año, el Gobierno nacional anunciaba el lanzamiento del ProCreAr II, para continuar con los desarrollos urbanísticos. Según detallaba el ministro de Desarrollo Territorial y Hábitat, Jorge Ferraresi, en una nota para *Ámbito* la diferencia del programa ProCreAr II respecto de la versión anterior se basaba en lo siguiente:

El Procrear tiene una necesidad fundamental en el tema del recupero financiero. Tenemos que hacer un replanteo, porque en el inicio el Procrear eran aportes de la ANSES, que a partir de su economía

no aporta más, entonces eran aportes únicamente del tesoro nacional. Debemos generar un mercado de capitales que aporte a ese programa para iniciar un proceso que tenga que ver con el recupero de la inversión. (El Gobierno lanzará un plan Procrear 2: cuáles serían las diferencias con el anterior, 2020).

Adicionalmente, el ministro detalló e insistió en que la nueva política del programa se basaría en establecer un solo tipo de vivienda y no definir dos niveles de viviendas como sucedía con anterioridad (El Gobierno lanzará un plan Procrear 2: cuáles serían las diferencias con el anterior, 2020). Ferraresi marcó también otra diferencia al mencionar “que no haya que tener condiciones económicas para acceder a un crédito, sino las condiciones para poder devolver en función de un programa solidario” (El Gobierno lanzará un plan Procrear 2: cuáles serían las diferencias con el anterior, 2020).

Posteriormente, en abril del año 2021 se lanzó la línea Créditos Casa Propia para refacción de viviendas existentes, brindando la posibilidad de acceder a créditos personales de AR\$100.000 o AR\$240.000. Bajo esta modalidad se otorgaron 50.299 créditos (El Ministerio de Desarrollo Territorial y Hábitat ya entregó más de 100.000 créditos, 2021). Durante el año 2022 el programa continuo sin grandes cambios. (Procrear 2022: empezaron las inscripciones para sacar préstamos para viviendas, ¿cuáles son los requisitos?, 2022).

Cabe destacar, que en el último tiempo la feroz inflación que azotó al país fue consumiendo los montos de los créditos ProCreAr, generando una brecha de precios entre el valor financiado por los créditos y el precio final de las refacciones, mejoras y ampliaciones efectuadas por los beneficiarios del programa. Esto llevó a muchos de estos beneficiarios a recurrir a entidades financieras privadas para poder financiar dichas diferencias, lo que llevó al Congreso de la Nación a solicitar la ampliación de los créditos ProCreAr (Nunes, S. 2023).

3 Análisis del tamaño del mercado del crédito hipotecario en Argentina y de los factores que inciden en su escaso desarrollo.

3.1 Argentina uno de los países con menor profundidad y penetración del crédito hipotecario.

Como se observó a lo largo de la sección anterior de este trabajo, el mercado hipotecario argentino mantuvo un tamaño relativamente pequeño y siempre estuvo atado a las condiciones macroeconómicas y a las distintas políticas llevadas adelante por sus gobiernos, los que dependiendo de su postura y corriente, siempre beneficiaron un estrato social sobre otro, no llegando a establecer políticas y/o planes que permitieran el desarrollo del mercado hipotecario a largo plazo.

El Gráfico 8 elaborado por Badev, A. et al. (2014) en base a una muestra de 99 países analizada durante el periodo abarcado entre 2006 y 2010, exhibe como Argentina se ubica entre los países con menor profundidad de crédito hipotecario (la profundidad de crédito hipotecario se mide como la deuda hipotecaria pendiente a nivel país, en relación con el producto bruto interno²⁵ PBI o PIB). Por otra parte, el Cuadro 7 muestra la penetración promedio de préstamos hipotecarios por país sobre la misma muestra de países durante el mismo periodo, en donde Argentina sigue una suerte similar posicionándose entre los países de menor penetración de préstamos hipotecarios (la penetración se mide como el porcentaje de la población adulta con un préstamo pendiente para comprar una vivienda²⁶) (Badev, A. et al., 2014).

Como ya se evidenció en este trabajo, en lo que respecta al mercado primario²⁷, Argentina tiene dos fuentes principales de financiamiento para la vivienda: las hipotecas bancarias y los programas públicos de vivienda, los que han estado en vigor de forma masiva durante varias décadas y son dirigidos a los individuos de menores recursos (quienes no son el segmento objetivo al que se dirige el mercado hipotecario) y no son habituales en el país otros tipos de financiación o hipotecas de entidades no bancarias. Desde 2003 el ritmo de construcción de vivienda pública ha aumentado y nuevos programas públicos han proliferado (Ver Gráfico 9). En consonancia, el gasto público en vivienda casi se ha duplicado, pasando del 0,45 % del PBI en la década de 1990 al 0,7 % en la década del 2000. Estas iniciativas estatales no hacen más que continuar mostrando las debilidades de las políticas económicas aplicadas al momento, las que no han favorecido el desarrollo sustentable del mercado hipotecario privado (Auguste, S. et al. 2011).

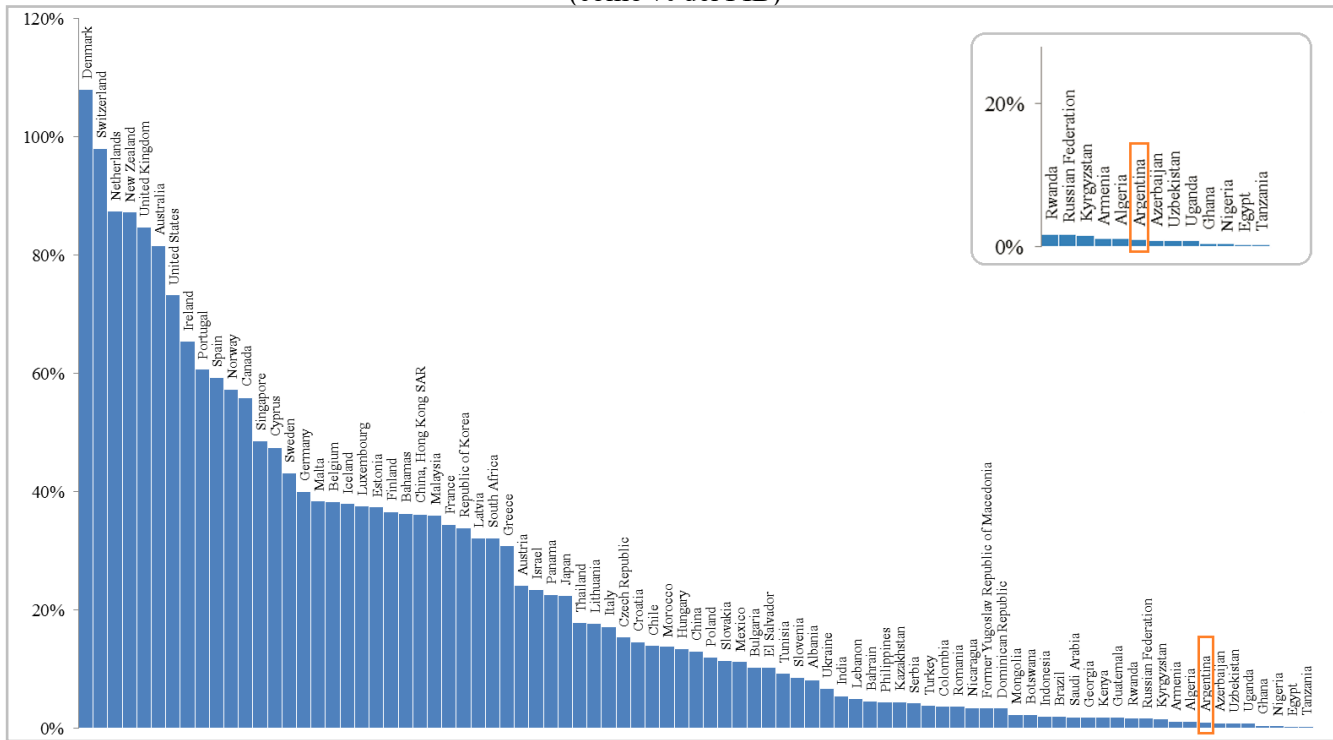
²⁵ Profundidad del crédito hipotecario: La profundidad hipotecaria es la deuda hipotecaria pendiente en relación con el PBI y mide la profundidad de los mercados hipotecarios centrándose en el volumen total. Este indicador es un indicador agregado de la importancia del mercado de financiamiento hipotecario en relación con la actividad económica total y por lo tanto, comparable con el indicador estándar de profundidad financiera (crédito privado sobre PIB) (Badev, A. et al., 2014).

²⁶ Penetración de préstamos hipotecarios: es el porcentaje de la población adulta con un préstamo pendiente para comprar una vivienda. Este indicador captura la dimensión de acceso, es decir, cuán ampliamente se utiliza la financiación de la vivienda (Badev, A. et al., 2014).

Según los autores, si bien los dos indicadores están fuertemente correlacionados no lo hacen de forma perfecta y detallan que utilizan el análisis de regresión transversal y de panel para documentar las covariables a nivel de país, de profundidad y penetración hipotecaria.

²⁷ Por mercado primario hipotecario se entiende aquel en el cual se otorgan los créditos hipotecarios a los compradores o usuarios de las viviendas (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007)

Gráfico 8: Profundidad del crédito hipotecario. 2006 – 2010
(como % del PIB)



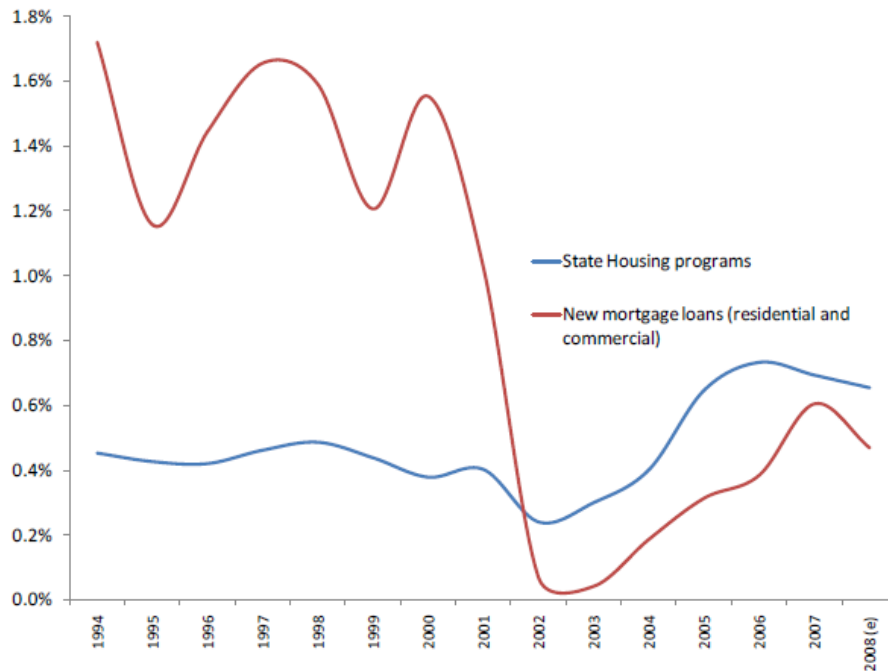
Fuente: Badev, et al. (2014)

Cuadro 7: penetración de préstamos hipotecarios. 2006 – 2010
(como % de la población adulta)

Country	%	Country	%	Country	%	Country	%	Country	%
Sweden	59.7	Malaysia	16.9	Mauritius	5.7	Vietnam	2.4	Yemen, Rep.	1.2
Denmark	53.5	Saudi Arabia	16.1	China	5.4	Albania	2.3	Armenia	1.1
Netherlands	45.0	Iran, Islamic Rep.	16.0	Tanzania	5.4	Pakistan	2.3	Central African	1.1
Australia	43.8	Hungary	14.2	South Africa	5.4	Togo	2.3	Mozambique	1.1
New Zealand	42.6	Hong Kong SAR, China	13.5	Kazakhstan	5.3	Bulgaria	2.2	Turkmenistan	1.0
Luxembourg	41.5	Italy	12.9	Montenegro	5.2	Cambodia	2.2	Niger	1.0
Ireland	39.2	Panama	12.2	Bahrain	5.0	Ecuador	2.2	Indonesia	0.8
Belgium	39.2	Slovenia	12.0	Croatia	4.6	Egypt, Arab Rep.	2.2	Lesotho	0.8
United States	36.7	Belarus	10.9	Bolivia	4.5	Honduras	2.1	Mali	0.8
Spain	35.3	Afghanistan	10.2	Mongolia	4.4	Rwanda	2.1	Burkina Faso	0.7
United Kingdom	34.3	Latvia	9.6	Angola	4.3	El Salvador	2.0	Comoros	0.7
Canada	33.4	Czech Republic	9.1	Romania	4.3	Kosovo	2.0	Moldova	0.7
Finland	33.1	Slovak Republic	8.5	Macedonia, FYR	4.3	Dominican Republ	2.0	Congo, Dem. Rep.	0.7
France	31.1	Greece	7.2	Chile	4.2	Uruguay	2.0	Benin	0.6
Cyprus	29.2	Algeria	7.1	Sri Lanka	4.2	Trinidad and Toba	1.9	Kyrgyz Republic	0.6
Austria	29.1	West Bank and Gaza	7.1	Costa Rica	4.2	Russian Federatio	1.8	Tajikistan	0.6
Portugal	25.9	Somalia	6.9	Jordan	4.0	Botswana	1.8	Madagascar	0.6
Korea, Rep.	25.6	Lithuania	6.7	Bosnia and Herzegovina	4.0	Zambia	1.8	Venezuela, RB	0.6
Germany	23.7	Nepal	6.7	Philippines	3.9	Serbia	1.7	Gabon	0.6
Kuwait	23.5	Swaziland	6.6	Jamaica	3.8	Cameroon	1.7	Argentina	0.5
United Arab Emirates	23.0	Malawi	6.5	Liberia	3.6	Paraguay	1.6	Sierra Leone	0.5
Singapore	21.8	Sudan	6.4	Haiti	3.4	Brazil	1.6	Georgia	0.5
Malta	20.5	Chad	6.3	Colombia	3.3	Turkey	1.6	Azerbaijan	0.4
Qatar	20.4	Morocco	6.3	Tunisia	3.2	Peru	1.4	Nicaragua	0.4
Estonia	19.0	Djibouti	6.3	Poland	3.1	Zimbabwe	1.3	Congo, Rep.	0.3
Oman	18.5	Lebanon	6.1	Mexico	3.1	Guatemala	1.3	Nigeria	0.3
Japan	18.1	Mauritania	6.1	Bangladesh	2.9	Kenya	1.2	Guinea	0.2
Israel	17.7	Syrian Arab Republic	5.9	Ghana	2.8	Lao PDR	1.2	Burundi	0.1
Iraq	17.3	Thailand	5.8	India	2.5	Uganda	1.2	Senegal	0.1
						Ukraine	1.2	Uzbekistan	0.0

Fuente: Badev, et al. (2014)

Gráfico 9: Flujo de programas estatales e hipotecas bancarias para la vivienda en Argentina. 1994-2008
(como % del PBI)



Nota: El gráfico muestra como en los últimos años los programas estatales para la vivienda han superado a las hipotecas bancarias para la vivienda (ambas variables se miden como porcentaje del PBI).

La categoría “State Housing programs” muestra la evolución de los programas públicos de vivienda como porcentaje del PBI.

La categoría “New mortgage loans” exhibe la evolución de las hipotecas bancarias para la vivienda como porcentaje del PBI.

Fuente: Auguste, S. et al. (2011)

3.2 La pérdida de profundidad del mercado hipotecario post crisis 2001.

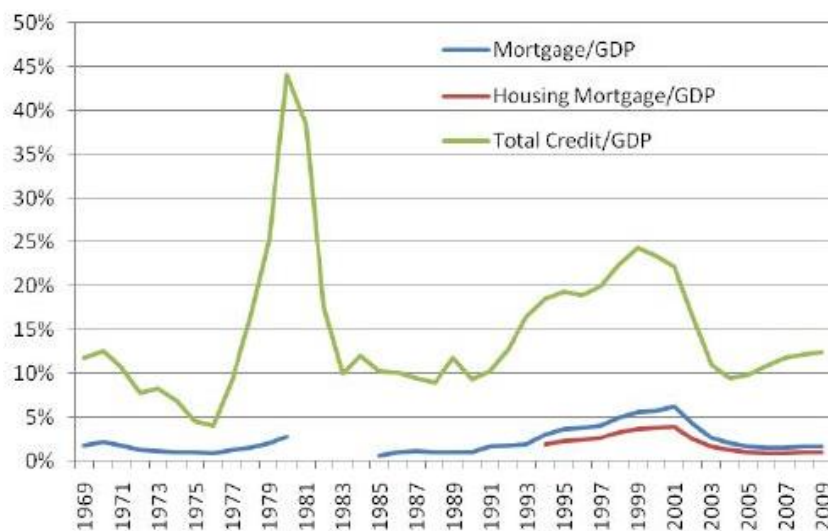
En los últimos años de historia del país, más específicamente en la segunda mitad de los años '90, Argentina llegó a tener un periodo de rápida expansión como resultado de un “boom” económico dado por las reformas realizadas en la normativa, con una orientación hacia el mercado y debido a la estabilidad de precios y la estabilidad cambiaria dada por la convertibilidad, que permitieron el desarrollo de préstamos a largo plazo en dólares, siendo particularmente determinante para el desarrollo de los créditos hipotecarios (ver sección 2.9 de este trabajo). Fue así como en Argentina comenzaron a otorgarse créditos hipotecarios en dólares, generando una gran expansión del mercado hipotecario principalmente impulsado por el sector privado, especialmente por los bancos (Auguste, S. et al., 2011; Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

Los créditos hipotecarios en dólares exhibieron el mayor crecimiento, ya que tenían las tasas más bajas de interés, y los bancos los fondeaban con depósitos de corto y mediano plazo en dólares evitando así un descalce de monedas en su balance (Auguste, S. et al., 2011; Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007). En el periodo comprendido entre los años 1990 y 2000, el stock de préstamos hipotecarios aumentó de un 0,9% a un 6,0 % del producto bruto interno (PBI o PIB). Mientras que el stock de crédito total al sector privado aumentó dos veces y media durante la década de 1990, el stock de préstamos hipotecarios aumentó cinco veces (Auguste, S. et al., 2011).

Luego, como se expuso anteriormente, para finales del 2001 las condiciones macroeconómicas cambiaron dramáticamente, cuando Argentina fue golpeada por una crisis financiera masiva luego de tres años de estancamiento. De esta manera, una vez más las condiciones macroeconómicas determinaron el destino de su mercado hipotecario. La crisis afectó duramente a este mercado, ya que al modificarse las reglas de juego como consecuencia de la fuerte devaluación del peso y la decisión de pesificar los préstamos hipotecarios (para aliviar a los deudores cuyos ingresos estaban denominados en pesos) se desmoronó el financiamiento de largo plazo y desapareció la oferta de nuevas hipotecas. Fruto de la crisis, el crédito privado pasó de 20,1% del PBI en 2001 a 11,4% en 2009, mientras que los créditos hipotecarios bajaron de 6,2% a 1,6% del PBI (de 4% a 1% en el caso de préstamos exclusivamente aplicados a vivienda). Asimismo, el stock de créditos hipotecarios representó el 31% del stock total de crédito al sector privado en 2001 y sólo el 14,5% en 2009 (ver Gráfico 10 y 11). Esto indica claramente que las hipotecas se vieron más afectadas que el crédito privado en su conjunto (Auguste, S. et al., 2011; Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007)

A su vez, la crisis argentina marcó un punto de inflexión para las securitizaciones hipotecarias, en relación con los actores involucrados, con las características de los títulos emitidos y en general con las complejidades para efectuar las estructuraciones. Previo a la crisis de 2001 (entre los años 1996 y 2001), se emitieron 16 securitizaciones por un total de US\$ 600 millones y prácticamente la totalidad de las emisiones se realizó en dólares a tasa fija o variable y tan solo 2 emisiones equivalentes a US\$ 9 millones se realizaron en moneda local. Del total de estas emisiones el 83% (US\$ 500 millones) la originó el BHSA (a través de 4 emisiones). A lo largo de este periodo el BHSA llevó adelante una estrategia de colocación internacional debido a la calificación de grado de inversión que logró obtener para las series senior en el marco de la convertibilidad, pero ya que las agencias calificadoras les asignaron un riesgo menor al del riesgo país, los retornos resultaban inferiores a los de la deuda soberana por lo que estas colocaciones tuvieron una demanda escasa en el mercado local (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

Gráfico 10: Crédito privado y crédito hipotecario en Argentina. 1969-2009
(como % del PBI)



Nota:

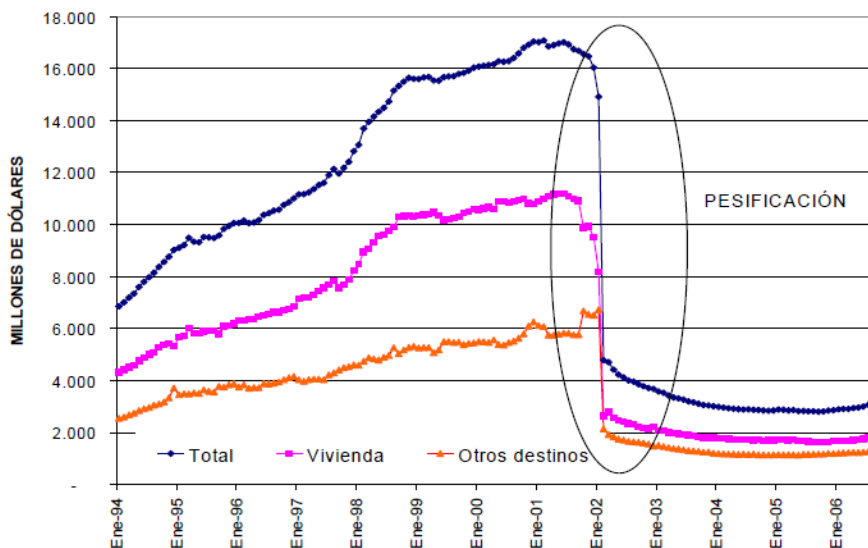
La categoría “Mortgage/GDP” muestra como los créditos hipotecarios en general bajaron de 6,2% del PBI en 2001 a 1,6% el 2009.

La categoría “Housing Mortgage/GDP”, exhibe como los créditos hipotecarios exclusivamente aplicados a la vivienda decrecieron de 4% en el 2001 a 1% del PBI en 2009.

La categoría “Total Credit /GDP” detalla la evolución del crédito privado total que pasó de 20,1% del PBI en 2001 a 11,4% en 2009.

Fuente: Auguste, S. et al. (2011)

Gráfico 11: Stock de créditos hipotecario en Argentina. 1994-2006
(Niveles pre y post pesificación)



Nota: el gráfico muestra como la crisis impactó en el stock de crédito hipotecario en el país.

La categoría “Total” exhibe los niveles de stock del total de créditos hipotecarios.

La categoría “Vivienda” se focaliza en el stock de préstamos hipotecarios aplicados exclusivamente a la vivienda.

La categoría “Otros destinos” muestra el stock de préstamos hipotecarios aplicados a otros fines distintos de la vivienda.

Fuente: Kiguel, M. y Podjarny, E. (2007)

Posteriormente a la crisis de 2001, no se realizaron emisiones de secularizaciones de hipotecas hasta mediados del año 2004, cuando el BHSA realizó una transacción por AR\$ 50 millones (US\$ 16 millones), con el lanzamiento de las ya mencionadas cédulas hipotecarias. Si bien las condiciones de mercado han variado ampliamente desde el momento previo a la devaluación, el mercado de securitizaciones hipotecarias se fue recuperando lentamente. En la etapa post crisis, todas las emisiones se realizaron en moneda local, y los títulos incluyeron un ajuste por inflación (CER) (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

La salida de la crisis fue en “forma de V”²⁸, favorecida por el contexto internacional y el auge de los precios de las materias primas. Entre 2002 y 2009, la economía del país creció a una impresionante tasa anual del 7,5%, mientras que la construcción creció un 16% anual. Los precios de la vivienda en dólares estadounidenses se recuperaron e incluso superaron los niveles de la década de 1990, al tiempo que también se recuperaron los ingresos reales y el empleo. Pero, a pesar de esta mejora económica general que tomó lugar después de la crisis, el mercado hipotecario nunca volvió a la profundidad pre-crisis (Auguste, S. et al., 2011).

En 2009, el stock de préstamos hipotecarios representó solo el 1,6% del PIB, o el 15% del crédito total del sector privado, en comparación con el 6,2% y 35% respectivamente, en 2001. En ese año, solo el 6% de los nuevos títulos de propiedad fueron financiados con préstamos hipotecarios, en comparación con

²⁸ “Una recuperación en forma de V significa que la economía se recupera rápidamente a su punto de referencia antes de la crisis, sin contratiempos en el camino. El crecimiento continúa al mismo ritmo que antes. Este es uno de los patrones de recuperación más optimistas porque implica que la recesión no causó ningún daño duradero a la economía.” (Hansen, S., 2020).

el 25,5% en 2001, lo que evidencia que el mercado de la vivienda se recuperó con menor apalancamiento (Auguste, S. et al., 2011).

3.3 El rol de los inversores institucionales y su impacto en el mercado secundario de hipotecas.

Según describen Kiguel, M. y Podjarny, E. (2007), el mercado hipotecario secundario²⁹, está bajo el dominio de los inversores institucionales³⁰, dentro de los que se destacan los fondos de pensiones. Dicho actor juega un rol fundamental en el desarrollo del mercado secundario de hipotecas ya que los fondos administrados por éste son los que posibilitan el fondeo de largo plazo requerido para los créditos hipotecarios. Para este tipo de inversor la estabilidad de la economía de un país resulta fundamental y favorece el crecimiento de este tipo de ahorros.

En Argentina, a lo largo de la década de 1990, durante la existencia de las AFJPs, las emisiones lanzadas que tenían como activo subyacente a los créditos hipotecarios, competían con los títulos públicos, los que finalmente fueron elegidos por los fondos de pensiones por sobre las titulizaciones de hipotecas debido al pago de mayores tasas asociadas a la calidad crediticia que las agencias de rating crediticio les había asignado como mencionamos anteriormente (a mayor riesgo, mayor retorno). Esta tendencia perdura aún en la actualidad (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007). Dicha situación hizo que Argentina careciera de un instrumento que resulte atractivo para este tipo de inversores, desalentando su participación en el mercado. Esta participación resultaba y aún resulta un pilar fundamental y necesario para el desarrollo del crédito hipotecario.

3.4 Los factores macroeconómicos y su impacto en el desarrollo del mercado hipotecario.

Las principales limitaciones al desarrollo del mercado del crédito hipotecario están relacionadas con la estabilidad macroeconómica, principalmente con la tasa de inflación, las tasas de interés y el tipo de cambio y también por la existencia de inversores con capacidad de brindar financiamiento a largo plazo y como se mencionó con anterioridad es fundamental contar especialmente con fondos de pensión, como también con compañías de seguro y de retiro.

Una característica propia de los países emergentes y en América Latina especialmente, es que tienen tasas de inflación relativamente altas y volátiles lo que conlleva a la inexistencia de crédito a largo plazo en moneda local y con tasas fijas.

En el caso de los créditos hipotecarios, los países de la región como por ejemplo Uruguay, Argentina y Chile, para hacer frente a esta situación, optaron por la utilización de préstamos indexados (en el caso de Argentina también se utilizaron los créditos en dólares antes de la crisis del 2001). De estos tres países solo Chile ha logrado un desarrollo exitoso del mercado hipotecario a través de este sistema debido a que en las últimas décadas el salario real creció sostenidamente, lo mismo que su economía. En los demás países, la alternativa de otorgar préstamos a tasa de interés variable ha estado presente pero no se ha desarrollado demasiado, debido al temor de los prestatarios frente a la alta volatilidad de esta tasa. Los créditos hipotecarios a tasa variable han funcionado con éxito en regiones y países con una larga trayectoria de estabilidad económica y financiera como por ejemplo en Europa y en EE. UU. donde se toma como base una tasa de referencia de mercado, (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

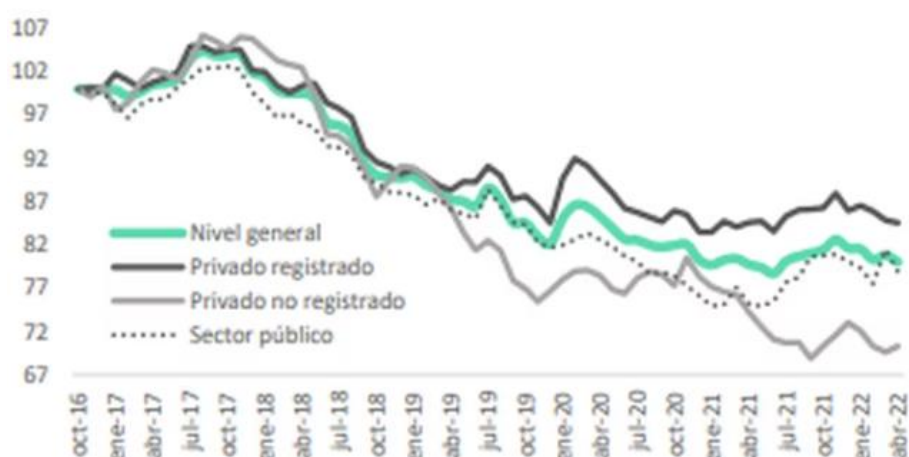
²⁹ El mercado secundario es aquel en el cual los originantes de hipotecas venden los créditos, (ya sea a través de securitizaciones, también llamadas titulizaciones, u otros mecanismos similares) a inversores institucionales que cuentan con fondeo a largo plazo como los fondos de pensión o las compañías de seguros. Este mercado es relevante para aquellos originantes que venden los créditos y que no cuentan con una base de fondeo a largo plazo que les permita mantener las hipotecas en cartera (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

³⁰ Los principales inversores institucionales que se encuentran en condiciones de financiar a largo plazo son los fondos de pensiones, las compañías aseguradoras y los fondos de inversión (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

Kiguel, M. y Podjarny, E., (2007) mencionan que los créditos indexados pueden funcionar siempre y cuando los shocks que experimente la economía del país sean “pequeños”, pero que tanto la indexación como la dolarización de los créditos no funcionan si el país se encuentra en un periodo de altas tasas de inflación o si hay una fuerte depreciación. Según los autores, esto explica el fracaso de estos modelos de crédito en la Argentina, que pese a su implementación no han logrado impulsar el desarrollo del mercado de hipotecas, ya que las crisis económicas que vivió el país llevaron a fuertes variaciones en el tipo de cambio real, las tasas de interés y el salario real. De esta forma, la volatilidad de los salarios, es decir la pérdida de su poder adquisitivo ha limitado el acceso al crédito hipotecarios y por ende ha afectado la capacidad de los asalariados de tener acceso a una vivienda (ver Gráfico 12 donde se refleja la pérdida de poder adquisitivo del salario en el último tiempo). De igual forma, la volatilidad de la inflación también repercutió en la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo, lo que aparentemente impide que instrumentos cuyo factor de ajuste es la tasa de interés ayuden a dar cierta previsibilidad a la cuota de los créditos hipotecarios.

La otra dificultad que se presenta es que las tasas de interés de corto plazo están influenciadas por la política monetaria que decida llevar el país, lo que hace que estas se puedan tornar aún más volátiles que la propia inflación, ya que a dicha tasa se le adiciona la volatilidad generada por las políticas monetarias expansivas o contractivas que pudiera adoptar el BCRA (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

Gráfico 12: Evolución del salario real en Argentina. 2016 – 2022



Notas: El gráfico fue realizado por la consultora LCG y exhibe el salario real categorizado en, nivel general donde se considera la totalidad de los salarios de las categorías analizadas y luego segmenta el nivel real de salarios en las categorías de: empleados privados registrados, empleados privados no registrados y empleados del sector público.

En este gráfico se puede observar que, si se compara el dato del nivel salarial de abril 2022 contra el máximo de noviembre de 2017, se puede ver que el poder adquisitivo tuvo en promedio una pérdida de 21,7%.

Índice base octubre 2016 = 100

Fuente: Calvo López, L. (2022)

Otra alternativa que es evaluada por Kiguel, M. y Podjarny, E., (2007) para impulsar el desarrollo del mercado hipotecario, es la generación de empréstitos en moneda fuerte como el dólar que fue la opción utilizada en Argentina para los créditos hipotecarios durante la época de la convertibilidad. Sin embargo, como hemos visto, Argentina es un país que se caracteriza por tener marcadas fluctuaciones en el tipo de cambio real, por lo que el mayor problema para el desarrollo del mercado de préstamos hipotecarios en esta

moneda, luego del fin de la convertibilidad, reside precisamente en las maxi-depreciaciones como las que se experimentaron en el año 1982, y en el año 2002. Argentina se ha caracterizado por una extrema volatilidad en el tipo de cambio real bilateral contra el dólar estadounidense lo que conlleva un gran riesgo para los tomadores de créditos cuyas deudas hipotecarias estuvieran denominadas en esa moneda.

De esta forma, en tanto y en cuanto no se logre disipar este tipo de riesgo potencial, que esencialmente se encuentra relacionado con los desequilibrios macroeconómicos, el desarrollo de un mercado hipotecario sustentable en dólares, se tornará muy dificultoso, dado que las grandes fluctuaciones en el tipo de cambio real llevarían a graves conflictos en las relaciones entre los deudores y los acreedores de las hipotecas.

Por un lado, la inestabilidad macroeconómica y la inestabilidad de los precios impacta en el mercado de crédito ya que incrementa considerablemente los riesgos de los inversores que proveen el capital de los créditos hipotecarios (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

Por otra parte, se pueden distinguir diferentes clases de riesgos: el riesgo crediticio del deudor, el riesgo legal que está vinculado a la capacidad de ejecutar o no la garantía puesta como colateral del crédito hipotecario, y el riesgo financiero, es decir, el riesgo que está asociado con una caída en el valor de mercado del préstamo. En situaciones normales, estos riesgos están disociados uno del otro, los inversores pueden evaluarlos de forma separada y tomar medidas precautorias para cubrirlos. Algunos ejemplos de cobertura de riesgo podrían ser la cobertura del riesgo crediticio que se puede cubrir con una mayor tasa de interés, y el riesgo de tasa de interés que se puede mitigar utilizando derivados financieros o alguna otra alternativa como el ajuste mediante la indexación, o también dando préstamos a tasa variable atadas a alguna tasa de interés de corto plazo o en una moneda dura como el dólar (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

Siguiendo esta línea de pensamiento, Alm, J. y Follain, J., (1984), refuerzan la idea de que durante períodos de tasas de inflación altas y volátiles, como las que ha experimentado Argentina en los últimos tiempos, la hipoteca estándar de pago fijo sufre de debilidades severas que hacen que no sea un instrumento viable y detallan que el principal de los problemas que tiene este tipo de hipoteca, desde el punto de vista del tomador, es el “problema de concentración de los flujos de los pagos reales al inicio” de la hipoteca (lo que en inglés se conoce como “tilt problem”). Para los consumidores que no se encuentran limitados por las imperfecciones del mercado de capitales, el “tilt problem” no es importante.

Sin embargo, un consumidor generalmente no puede pedir prestado contra ingresos futuros esperados más altos, o contra las ganancias nominales de capital que se acumulan para el propietario de una casa durante la vigencia de una hipoteca. Además, las prácticas comunes de los prestamistas de hipotecas limitan los pagos del préstamo a alguna fracción del ingreso del tomador al momento de la compra. En conjunto, estas limitaciones de liquidez crean un descalce/ inconsistencia entre la secuencia de tiempo de los pagos de la hipoteca y el ingreso del tomador del crédito. Este descalce lleva a que se reduzca el número de tomadores que califican para el financiamiento de vivienda y limita el valor de los inmuebles a ser adquiridos para quienes desean obtenerlos a través de financiamiento (Alm, J. y Follain, J., 1984).

Para atacar el “tilt problem”, los autores introducen en su estudio la hipoteca ajustada por el nivel de precio (price-level adjusted mortgage - PLAM). Como se logra observar, el PLAM, es el sistema que se ha aplicado en Argentina y en la región para intentar resolver el mencionado “tilt problem” y es el que se analizará a continuación dando continuidad al análisis de debilidades macroeconómicas que presenta el país, enunciadas por Kiguel, M. y Podjarny, E., (2007) que son el principal obstáculo que dificulta el desarrollo del mercado hipotecario. El objetivo del PLAM, es hacer variar la cuota hipotecaria nominal y el saldo pendiente de pago hipotecario de forma tal que la cuota hipotecaria real sea constante en el tiempo (Alm, J. y Follain, J., 1984).

El PLAM está diseñado para mantener constantes los pagos reales de la hipoteca durante la vida de la misma, y esto lo logra basando el calendario inicial de pagos de la hipoteca en una tasa de interés real (r) y luego aumentando el pago nominal de la hipoteca cada año según la tasa de inflación (i_e). El saldo pendiente de la hipoteca al comienzo de cada período también se ajusta por la tasa de inflación, de esta forma, el PLAM tiene un gran potencial para combatir el “tilt problem”. La relación pago-ingreso es constante durante la vida de la hipoteca para un hogar cuyos ingresos siguen el ritmo de la inflación. Sin embargo, si el crecimiento de los ingresos del hogar cae por debajo de la tasa de inflación, los pagos de la hipoteca tomarán una parte cada vez mayor de los ingresos.

Según los autores, la teoría sugiere que de los instrumentos alternativos propuestos en materia de hipotecas para la vivienda, el PLAM sería el más estimulante, seguido por la hipoteca de apreciación compartida y la hipoteca de pago gradual. El motivo de esta clasificación es que el PLAM es el único instrumento alternativo de hipoteca para la vivienda que alivia por completo el “tilt problem”. Debido a que el PLAM produce un flujo de pago que es constante en términos reales, el tomador no está limitado por las imperfecciones del mercado. Los otros dos instrumentos alternativos mencionados, si bien reducen la gravedad del “tilt problem” asociado con la hipoteca estándar de pagos fijos, no lo eliminan (Alm, J. y Follain, J., 1984).

En consonancia con lo descrito por Kiguel, M. y Podjarny, E., (2007) y a lineado al planteo de Alm, J. y Follain, J., (1984), Dreizzen, J. (1985), también realizó su aporte en esta línea, proponiendo una alternativa al préstamo indexado por un solo índice. El sistema que propone es uno más elaborado que la simple indexación por IPC o su coeficiente asociado la UVA. Según comenta el autor, en economías con alto nivel de inflación, tanto los préstamos a tasa fija, como a tasa variable, poseen altas tasas nominales. Esto es así, porque estas tasas nominales poseen como parte de su componente una proporción destinada a compensar el deterioro esperado del poder adquisitivo de la deuda, lo que conllevan a que las primeras cuotas representen un alto porcentaje de los ingresos del deudor. Por otro lado, el autor menciona que, a mayor variabilidad en los niveles inflacionarios, mayor será la dificultad asociada al uso de créditos indexados, ya que dicha variabilidad aumenta las fluctuaciones de los precios relativos haciendo que los servicios de la deuda (amortización e interés) aumenten por sobre la capacidad de pago del deudor.

Como alternativa a esta problemática Dreizzen, J. (1985), propone un sistema de indexación alternativo en el que el principal de la deuda ajusta por el IPC y la amortización y los intereses (servicios de la deuda) ajustan a la tasa de variación del “precio específico del deudor”. El precio específico del deudor es calculado por el autor en base a una ecuación que relaciona el coeficiente de regresión de la tasa de variación del precio del tomador de la deuda con la tasa de inflación, lo que en este caso particular podríamos considerar como el ya mencionado CVS.

Vale la pena mencionar que el autor aclara que:

Con depósitos indexados por inflación, este sistema permite conciliar los requerimientos de los depositantes en términos de un índice general de precios con los de los deudores cuya capacidad de pago está más correlacionada con sus precios específicos.

Si los depósitos del público no son indexados, la deuda deberá ajustarse por la tasa de interés pasiva y no por la inflación....Al intermediario financiero no se le presenta “riesgo de tasas” ya que a depósitos y créditos se le aplica la misma tasa [ya sea la inflación o la tasa de interés pasiva]...Pero

en cambio, si deberá enfrentar un “riesgo de liquidez” adicional, pues el plazo de extinción de la deuda queda indefinido [esto se debe a que al ir ajustando el capital por el IPC y los servicios de la deuda acorde al precio específico del deudor, el vencimiento del crédito no será un plazo determinado, sino que será un plazo que ira variando hasta tanto el capital ajustado IPC se extinga mediante los servicios de la deuda que abonará el tomador, los que se encuentran ajustados por su precio específico]. Esto requerirá, en algunas circunstancias, la intervención de la autoridad monetaria para suministrar fondos, en forma temporaria, a aquellas instituciones que han prestado a sectores cuyo precio relativo ha caído y por lo tanto el plazo de sus créditos se ha prolongado [en el caso analizado en este trabajo, no nos referiremos a sectores, sino individuos o familias tomadores de deuda para la compra de vivienda]. (p. 94)

Siguiendo la idea de Dreizzen, J. (1985) y alineado con lo planteado por Kiguel, M. y Podjarny, E., (2007) y Alm, J. y Follain, J., (1984), Buckley R. et al. (1993) coinciden en que en países como Argentina, Brasil, Chile, Paraguay, Turquía y Méjico el “tilt problem” impide el desarrollo del mercado de crédito hipotecario para la vivienda y para tratar de sortear este problema y desarrollar dicho mercado en países con tales características, proponen un sistema dual de indexación combinando el salario y los índices de precios para atacar las preocupaciones que atormentan tanto a prestamistas como prestatarios.

Para el caso de los tomadores de crédito hipotecario para la vivienda, las preocupaciones son aplacadas mediante este sistema dual, porque los repagos del préstamo son indexados al nivel del índice salarial y de esta forma los tomadores del préstamo no tienen que pagar nunca una porción de su ingreso que exceda una cantidad confortable o comúnmente aceptada (como por ejemplo un 25% de sus ingresos). Al mismo tiempo, se atienden las preocupaciones de los prestamistas porque, en primer lugar, el saldo del préstamo está indexado a nivel del índice de precios en lugar de estarlo a nivel del coeficiente de variación de salarios, de modo que cualquier porción de los intereses y el capital adeudado por encima de una porción determinada de los ingresos se capitaliza en el monto del préstamo pendiente. Mediante este sistema también se logra reducir el riesgo crediticio ya que los servicios de la deuda se encuentran más correlacionados con los ingresos (Buckley R. et al., 1993).

En segundo lugar, el vencimiento del préstamo es variable para permitir que se compensen los déficits en los reembolsos reales, o reembolsos reales anteriores para liquidar el préstamo más rápidamente. Es decir, ya que el coeficiente de variación salarial y el índice de precios no se mueven en los mismo niveles, por un lado, al tomador del crédito cuyos ingresos provienen de su salario, se le ajusta la cuota acorde al coeficiente de nivel salarial, asegurándole así que sus ingresos serán suficientes para hacer frente a su compromiso y por el otro lado al prestamista se le asegura que el capital prestado y su retorno esperado no perderán poder adquisitivo al ir siendo ajustados por el índice de precios. En este caso la variable de ajuste que operaría en la diferencia que surge por los ajustes realizados entre el coeficiente de variación salarial y el índice de precios, es el tiempo de vida del préstamo (Buckley R. et al., 1993).

Al igual que los instrumentos que se basan en un índice de salarios, con un instrumento de índice dual los reembolsos reales se aceleran en los años en que los ingresos aumentan en relación con la inflación,

y en los años en que los salarios reales caen, el préstamo se paga más lentamente. Sin embargo, a diferencia de un préstamo indexado por el coeficiente de variación salarial, el valor real del préstamo ya no es incierto. En principio, con este instrumento, es la fecha de vencimiento del préstamo y no su valor lo que es incierto. En la práctica, la pregunta analítica se convierte en establecer un cronograma inicial de vencimiento del préstamo de modo que los términos del préstamo prevean una cantidad suficiente de posible extensión de vencimiento para que cualquier déficit en los pagos reales pueda compensarse mediante la extensión del plazo (Buckley R. et al., 1993).

Por ejemplo, si los términos del préstamo son tales que en ausencia de cualquier cambio en el salario real, el préstamo se amortizaría por completo en 15 años, pero se les dice a los prestatarios que el pago de un porcentaje específico de sus ingresos durante un máximo de 20 años asegura el reembolso completo del préstamo, entonces los prestamistas ganan la posibilidad de cinco años más de reembolsos para “amortiguar” cualquier pérdida atribuible a reducciones en los pagos, debido a caídas en los salarios reales que no compensan los aumentos en los pagos. El costo para los prestatarios de este tipo de arreglo es que los pagos son más altos porque el préstamo original se estableció para ser amortizado en 15 años en lugar de en 20 años (Buckley R. et al., 1993).

Los prestatarios, sin embargo, también se benefician con este método de indexación porque los aumentos del salario real amortizan el préstamo más rápidamente y, en consecuencia, su préstamo puede pagarse antes si se logran dichas ganancias. Con sistemas que se basaban únicamente en el índice salarial, el valor de estos reembolsos acelerados no se acumula para los prestatarios. Lo que es más importante, los prestatarios se benefician de este método de financiación porque el prestamista o el gobierno corren el riesgo de que, incluso si se alarga el vencimiento, el préstamo no se amortiza. En cierto sentido, este acuerdo es muy parecido a redactar un contrato de seguro con deducibles: los prestatarios son responsables de la posible volatilidad anticipada de los salarios reales, pero no son responsables más allá de cierto límite (Buckley R. et al., 1993).

En resumen, una hipoteca de doble índice es como la indexación de salarios en sus intentos de equilibrar las fluctuaciones en los reembolsos reales durante el transcurso del préstamo. Sin embargo, a diferencia de la indexación de salarios, el equilibrio se logra no solo suavizando las colinas y valles de la relación del ratio pago-ingreso, sino también permitiendo que varíe la duración del período de pago. En otras palabras, la constancia de la relación se mantiene mediante la construcción de lo que se ha denominado un colchón de reprogramación de duración, suficiente para que el préstamo se reembolse en su totalidad (Buckley R. et al., 1993).

La práctica exhibe que cualquiera de los tres modelos que ya se han implementado en Argentina (préstamos hipotecarios indexados, a tasa variable o en base a una moneda dura como el dólar) pueden funcionar efectivamente siempre que la economía no experimente shocks financieros de tal magnitud que afecten alguna de estas variables: la tasa de interés, el tipo de cambio o el nivel de precios y la tasa de inflación.

En caso de que el país sufra una crisis macroeconómica el Estado tiende a intervenir en el mercado y esto hace que el impacto de la crisis sea muy difícil de evaluar. Dicho de otro modo, en una crisis los riesgos de los inversores y de los deudores dependen en parte de las decisiones y acciones que lleve adelante el Estado para hacer frente a la situación (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

Es típico, por ejemplo, que en una crisis que afecta a una gran cantidad de deudores hipotecarios, el Estado limite el derecho a ejecutar hipotecas o que imponga un cambio en las reglas de juego acotando los ajustes en las cuotas o en el capital para evitar protestas masivas de los tomadores de créditos. Así fue como, en Argentina, en el 2001 se prohibieron por ley ciertas ejecuciones hipotecarias de préstamos para la vivienda. El resultado de este proceder es la desconfianza en los potenciales originadores de hipotecas

ya que ven limitado sus derechos en caso de potenciales contingencias acotando la posibilidad de mitigar sus riesgos (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

Un ejemplo de lo mencionado fue el congelamiento de la indexación de los préstamos UVA que tomó lugar en el mes de agosto del año 2019, en un intento del Gobierno por detener el deterioro de los ingresos reales luego de la “megadevaluación” cuando el dólar saltó de AR\$ 45 a AR\$ 60, lo que conllevó a un brusco aumento en el precio de las cuotas y el capital. El ajuste implementado a través del BCRA consistió en mantener el valor de la cuota a niveles de agosto 2019 y alcanzó al 80% de los individuos hipotecados bajo este sistema. El congelamiento estaba previsto como una medida temporal hasta diciembre del 2019, pero luego tras un acuerdo del BCRA con el Ministerio de Desarrollo Territorial y Hábitat se prolongó hasta enero 2020. Luego, dadas las circunstancias sin precedentes generadas por la pandemia COVID-19 en 2020, este congelamiento se prolongó hasta febrero 2021 (con algunos ajustes menores) (Sigue el congelamiento de los créditos UVA, 2019; S&P Global Ratings, 2021).

Si se evalúa la alternativa de otorgar créditos en dólares (dolarización), el esquema funciona bien siempre y cuando no haya un cambio brusco en el tipo de cambio real. Usualmente, los tomadores del crédito perciben sus ingresos en moneda local y por consiguiente toman un riesgo de descalce de moneda que se manifiesta cuando varía el tipo de cambio real. Tal fue el caso en Argentina, donde la fuerte depreciación del peso generó graves problemas. El caso argentino muestra de forma muy clara, como el desarrollo de los mercados financieros en general y del hipotecario en particular son altamente dependientes la estabilidad macroeconómica (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007; S&P Global Ratings, 2021).

La utilización de unidades de cuentas indexadas a la inflación (indexación) ha sido el esquema más difundido en la región, sistema al que se sumó Argentina en el año 2016. Sin embargo, la forma en que se lo ha implementado al momento, tampoco ha sido una solución que haya permitido superar las crisis, sobre todo en escenarios en los que el aumento de la indexación estuvo vinculado con bajas en los salarios reales y por lo tanto en la capacidad de pago de la mayoría de los deudores. En contextos de alta volatilidad inflacionaria, se originan rezagos en el poder adquisitivo de los asalariados lo que en consecuencia se manifiesta en el incumplimiento de los pagos (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007; S&P Global Ratings, 2021).

Por todo lo expuesto, se puede decir, que el éxito en el desarrollo de un mercado hipotecario, tanto primario como secundario, depende esencialmente de la estabilidad macroeconómica y financiera de un país y también del desarrollo de distintos instrumentos que permitan minimizar el costo financiero que enfrentan sus hogares. Dado que lo mencionado es algo que no se ha logrado en Argentina, es muy probable que sea la causa por la que el país no ha podido lograr desarrollar este mercado de forma estable. Además, lo acontecido en Argentina durante la crisis del 2001, donde la ruptura de los contratos de créditos significó la pérdida de confianza tanto por parte de los tomadores de los créditos hipotecarios como por parte de los proveedores de fondeo, ha complicado aún más un desarrollo adecuado del mercado hipotecario ya que al momento dicha confianza no se ha podido recuperar (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007; Serrichio, S. 2022).

Como conclusión, podemos afirmar que el desarrollo de un mercado hipotecario con profundidad que cumpla con las expectativas de la población depende de una serie de factores. Primeramente, es esencial disponer de políticas macroeconómicas adecuadas que posibiliten el desarrollo de instrumentos financieros de largo plazo y precios relativos (entre los ingresos de los compradores potenciales y el valor de los inmuebles) que permitan el alineamiento de las cuotas de los créditos hipotecarios con la capacidad de pago de los ciudadanos, pues de lo contrario, grandes sectores de la población quedarían excluidos del acceso a una vivienda.

Por otro lado, también debe haber un marco institucional, financiero y legal que propicie condiciones que estimulen la originación de hipotecas (o mercado primario) por parte de bancos y de otros actores financieros y que facilite a estas entidades el acceso al fondeo de largo plazo, ya sea a través de la emisión de bonos o de la securitización (o titulación) de las hipotecas. Además, se precisa un marco jurídico que

haga cumplir los derechos de propiedad de los acreedores, posibilitando la ejecución judicial de las demandas que se disponen en defensa del crédito (Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

4 El financiamiento de la vivienda en pozo en la Argentina de la post devaluación, tras la falta de crédito hipotecario.

4.1 Causas de la demanda de inmuebles en la Argentina pese a la ausencia de un mercado hipotecario.

Conforme a lo enunciado a lo largo de este trabajo se observa que Argentina tiene básicamente dos fuentes principales de financiamiento para la vivienda: las hipotecas bancarias y los programas públicos de vivienda, los que están dirigidos a individuos de bajos recursos. De esta forma el segmento medio y medio-alto debe recurrir a las hipotecas bancarias. (Auguste et al., 2011).

Como también se observó, Argentina carece de recursos financieros líquidos colocados en instrumentos privados a largo plazo. En el país la disponibilidad de fondos es básicamente a corto plazo compuesta prácticamente por ahorros familiares que no han sentado bases sustentables para el fondeo del sector inmobiliario que es netamente a largo plazo. Más aún, el intentar fondear al sector inmobiliario en base a este tipo de financiación crea potenciales riesgos de descalce de plazos y tasas (Gómez, M., 2011).

Todo esto conlleva a que no haya un mecanismo a través del cual crear un mercado hipotecario sustentable y de volumen. La intermediación financiera, en Argentina, no tiene una relación profunda y sustentable con los desarrollos inmobiliarios de vivienda, ya que su foco principal está en otras alternativas como otorgar préstamos personales a corto plazo y a tasas muy altas, o financiar tarjetas de crédito o giros al descubierto en cuenta corriente, dando prioridad a productos de alto rendimiento y corta maduración, aún aceptando el riesgo de no tener garantías reales como colateral. En consecuencia, el estrato social medio, medo-alto queda desprovisto de un vehículo confiable³¹ al que recurrir para obtener financiación para la vivienda, quedando insatisfecha las necesidades de financiamiento de este segmento (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010).

Pese a esta dificultad, los desarrollos inmobiliarios de vivienda no han dejado de avanzar en el país, y en las últimas décadas el rubro se ha caracterizado por su dinamismo aún privado de asistencia crediticia (Gómez, M. 2011).

Según detalla Gómez, M. (2011) en “la Argentina de la post devaluación, el ladrillo resultó ser la mejor inversión” (p. 76) y la inversión inmobiliaria se ha utilizado como un vehículo de resguardo de valor para los ahorros de las familias. Esto se debe básicamente, a la existencia de altas tasas de inflación y riesgo de tipo cambiario lo que ha ocasionado que la moneda local sea un instrumento inapropiado para cumplir con su función de reserva de valor y también debido a los antecedentes históricos del país y a la desconfianza que estos han generado en la sociedad para con el gobierno y el BCRA.

Esta desconfianza fundada en hechos tales como la expropiación de depósitos (ejemplo “el corralito”, “el corralón”), ha llevado a la población argentina a percibir “los ladrillos”, como una fuente inigualable de resguardo de valor, aún más seguro que los bancos, que las acciones de empresas o que la deuda pública del Estado (también llamada deuda soberana), debido a que países como Argentina han fallado sistemáticamente en honrar su deuda y han entrado en default. Esto hace que, en Argentina, aún en ausencia de créditos hipotecarios, la clase media y media-alta, de todos modos, invierta en comprar su vivienda, pagando de contado. Este tipo de transacciones muchas veces se realiza como una forma de ahorro (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010; Serrichio, S. 2022; Gómez, M., 2011).

³¹ Como se explicó en la sección anterior de este trabajo, si bien en el año 2016 se implementaron los créditos hipotecarios UVA con un amplio éxito, las condiciones macroeconómicas del país lo han tornado en un instrumento poco confiable para los tomadores de crédito, y en algunos casos un instrumento inaccesible para algunas familias debido a los exigentes requisitos establecidos por las entidades bancarias (S&P Global Ratings, 2021).

Otro ejemplo de cómo la desconfianza en la política argentina y el BCRA ha llevado a canalizar inversiones en activos inmobiliarios, es el caso que menciona, Auguste et al. (2011) cuando los autores comentan el hecho de que en el país las carteras de inversión suelen tener altas proporciones de capital alocadas en activos inmobiliarios, justamente debido a la historia de expropiaciones de activos financieros que aconteció en el país. Todo esto lleva a su vez a una mayor demanda de activos inmobiliarios, lo que consecuentemente deriva en que los precios de estos activos sean más caros. Acorde al relevamiento inmobiliario de América Latina, realizado por el Centro de Investigación en Finanzas (CIF) de la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT) junto al portal de inmuebles Zonaprop, Buenos Aires es la tercera ciudad más cara de Sudamérica para comprar un inmueble (pese a la considerable baja de precios que se experimentó durante los últimos años) (Auguste et al., 2011; Buenos Aires es la tercera ciudad más cara de Sudamérica para comprar un inmueble, 2022).

A su vez, las medidas tomadas por el gobierno actual que imposibilitan el giro de divisas han obligado a grandes compañías con exceso de liquidez a buscar maneras de protegerse de la inflación, llevándolas a realizar compras de inmuebles como una forma de resguardar el valor adquisitivo de sus activos hasta tanto “se regularice” la situación. Este es el caso de la empresa DOW y el Grupo Petersen, quienes han celebrado transacciones millonarias con IRSA, comprando miles de m² de oficina en el submercado de Catalinas Norte. DOW realizó dos transacciones: la primera por un valor de US\$ 87,2 millones y 15.014 m² de superficie locativa y 116 unidades de cocheras y la segunda por un valor de US\$ 34,6 millones y 6.235 m², mientras que el Grupo Petersen adquirió 19.885 m² de área bruta locativa y 178 unidades de cocheras por un total de US\$ 131,8 millones (Sanguinetti, A., 2020; Quesada, R, 2020; Fernández, B., 2022).

Según explican Tabakman, D. y Levy Hara, F. (2010), los inmuebles tienen la particularidad de “estar ahí”. Se los puede ver, visitar, palpar, también se los puede alquilar y de esta forma obtener una renta, se los puede vender en cualquier momento e incluso se los puede hipotecar.

El poder hipotecar un inmueble no es un tema menor, ya que los inmuebles son considerados una garantía real privilegiada y así son percibidos por los acreedores que prestan capital y por los organismos estatales de control, llevando a que quienes otorgan créditos lo hagan a tasas relativamente más bajas, sabiendo que en caso de que el deudor no cumple con los pagos comprometidos, el inmueble podrá ser ejecutado con el fin de recuperar el capital.

Gómez, M. (2011), refuerza esta idea cuando explica que uno de los principales atractivos del mercado inmobiliario está dado por la tangibilidad de la inversión, la demostrada capacidad de los inmuebles para actuar como reserva de valor y la existencia de pocas, pero claras reglas de juego para los inversores, en comparación con el desconocimiento y complejidad que implican para ellos las inversiones financieras en el mercado de capitales. Gómez, M. (2011) también menciona el miedo colectivo de la población argentina a repetir antecedentes de defaults y pérdidas de capital llevándola a elegir como instrumento de inversión a los activos inmobiliarios por sobre otros.

Otra variable que juega a favor de la inversión en bienes raíces es que en Argentina hay una gran economía informal (que no está asociada al lavado de dinero ni al narcotráfico ni a nada cualitativamente análogo). Se estima que en Argentina hay US\$ 5.000 per cápita fuera del sistema (versus otros países comparables como Brasil y Méjico los que poseen US\$ 400 y US\$ 500 per cápita respectivamente³²) (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010; Gómez, M., 2011).

Por su parte, en base a datos del INDEC, (2021), Socoloff, I. (2021), explica que “según autoridades públicas, alrededor de 233.000 millones de dólares se encuentran en manos de argentinos fuera del sistema financiero argentino en forma de efectivo y depósitos, equivalentes al 60% del PIB” ubicando a los argentinos (junto a los ciudadanos de la de URSS) entre los principales acumuladores de dólares en efectivo

³² Se debe tener en cuenta que Brasil y Méjico cuentan con mercados de capitales con mayor profundidad que el argentino lo que facilita el financiamiento a largo plazo (Gómez, M., 2011)

del mundo (Judson, R., 2012, según se citó en Socoloff, I., 2021, p. 101). Esta economía informal, en general se debe al giro de muchos negocios lícitos, pero que se dejan por fuera de las declaraciones de impuestos con el fin de evadir los mismos (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010; Gómez, M., 2011).

Estos fondos no declarados al fisco se canalizan en su gran mayoría a través de los negocios inmobiliarios dados que por un lado allí hay mecanismos que usualmente complejizan el contralor de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), o porque también muchas veces el Estado en su afán de aumentar la recaudación impositiva promueve el blanqueo de capitales permitiendo la regularización de esta situación a través de la compra de inmuebles (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010). Un ejemplo reciente es el Decreto 18/2023 denominado, Incentivo a la inversión, construcción y producción argentina, que autoriza la compra de viviendas usadas con recursos “transparentados” (Blanqueo para la compra de inmuebles usados: el Gobierno reglamentó dos artículos clave que eran esperados por las inmobiliarias, 2023; Decreto N° 18, 2023)

Todo lo expuesto hace que los inmuebles sean considerados como activos seguros y de los más atractivos para la población argentina.

Adicionalmente los inmuebles son vistos como “activos simples”, ya que su administración no exige un gran trabajo, puesto que se alquilan simplemente colocando un cartel en la fachada o publicándolo en algún sitio de alquileres. Esta simpleza es valiosa sobre todo en un país como Argentina, el que se encuentra entre los países con menos conocimiento y actitud financiera a nivel mundial según un análisis realizado por el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y el BCRA (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010; Educación financiera, el desafío de dejar atrás el lenguaje bancario, 2022).

4.2 Alineando la oferta a las posibilidades de la demanda.

En Argentina, la mayoría de los desarrollos inmobiliarios son residenciales y están dirigidos al segmento medio-alto o alto (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010). Una encuesta hecha por Reporte Inmobiliario en el año 2010 arrojó que el 88% de la población puede o está dispuesta a adquirir productos inmobiliarios de menos de US\$ 100.000.. Según la misma encuesta, el 38% de la población expreso que solo puede invertir por una unidad funcional, menos de US\$ 60.000. De esta forma, considerando esta información, la oferta se adapta al público inversor que puede comenzar su proceso de compra desde el pozo.

El resultado de la encuesta además se relaciona con la capacidad de compromiso por parte del público inversor a un monto determinado de cuota, ya que de las personas encuestadas solo un 22% afirmó poder comprometerse a pagar cuotas mayores a US\$ 1.000.

De este modo se evidencia que más allá de los ahorros que pudieran tener los virtuales compradores, la demanda, en especial el segmento socioeconómico medio, supedita su compra en función de la cuota futura que cree poder afrontar.

Esto explica porque la mayoría de las construcciones en el mercado local ofrecen unidades funcionales de 1 y 2 ambientes (Gómez, M., 2011).

4.3 Alternativas de financiación de proyectos inmobiliarios en la Argentina.

De acuerdo con Tabakman, D. y Levy Hara, F. (2010), en Argentina (como en otras partes del mundo), los proyectos inmobiliarios se fondean con una considerable proporción de capital de terceros. Esto se debe a varios motivos, algunos de ellos relacionados con la industria y otros que surgen como consecuencia del contexto. En primera instancia, los desarrollos inmobiliarios demandan plazos de inversión relativamente extensos, pero a su vez tienen márgenes de ganancia que no son muy altos. El tiempo que transcurre entre el inicio y finalización de un proyecto de desarrollo inmobiliario es de aproximadamente tres años y la ganancia bruta que surge de la diferencia entre el costo total (compuesto por el terreno, el costo industrial, los honorarios, los gastos, las comisiones y los impuestos) y el precio promedio de venta en condiciones normales de mercado por lo general no supera el 30%. Este retorno

anualizado o calculado en términos de tasa interna de retorno (TIR), no resulta muy atractivo, particularmente si se debiera financiar todo el negocio con capital propio y además considerando el riesgo particular que conlleva la actividad de la construcción en sí misma.

Esto hace que para que el negocio tenga razón de ser, sea casi indispensable recurrir a fondos de terceros. Esta es la única forma de lograr apalancar la rentabilidad y de generar una masa crítica sobre la que tenga sentido, para todos los actores involucrados en el desarrollo, cobrar honorarios. Inclusive en los casos en los que el desarrollador posee una trayectoria reconocida y cuenta con los recursos necesarios para emprender el desarrollo con su propio capital, lo usual es que dicho capital lo diversifique entre varios proyectos, como una forma de mitigar su riesgo y que en consecuencia necesite fondeo de terceros. Si bien no hay porcentajes preestablecidos respecto de la proporción de capital propio que el emprendedor invierte sobre el total del costo del proyecto, lo usual en todo el mundo es que no baje del 20% y que no exceda el 50% (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010).

Por su parte, Gómez, M. (2011) profundiza este punto y menciona la existencia de tres posibles fuentes de financiamiento: 1. Capital propio o equity, 2. endeudamiento y 3. preventa o venta en pozo. Esta última se puede efectuar a precio fijo o a precio determinable o variable.

1. Capital propio o equity:

Para esta opción Gómez, M. (2011) coincide con Tabakman, D. y Levy Hara, F. (2010) y explica que el capital propio tiene sus limitaciones para poder soportar el crecimiento de la empresa desarrolladora y cumplir con los requerimientos para afrontar nuevos proyectos. En una primera instancia, los desarrolladores recurren a capital propio para fundear los proyectos. Luego, ya sea por la necesidad de encarar nuevos proyectos o por necesidad de diversificar el riesgo colocando el capital en distintos proyectos, se termina recurriendo o bien a capital de terceros (inversores) o a la preventa. En lo que refiere al capital de terceros en un principio se recurre a un círculo cercano de inversores como amigos y familiares (denominado en inglés *friends & family*), para luego ampliar este círculo a inversores con mayor capacidad de inversión. Hasta aquí todos los inversores involucrados corren el mismo riesgo que el desarrollador.

2. Endeudamiento:

A diferencia del capital propio, la deuda no es capital de riesgo, sino que al ser proporcionada por un acreedor este tiene carácter “senior”, es decir prioridad de cobro por sobre los inversores. Como ya se mencionó anteriormente, la fuente principal de este tipo de fondeo es el crédito que es provisto principalmente por las entidades bancarias. Cuando un proyecto se financia con una parte de deuda se dice que el proyecto se encuentra “apalancado”. Para que el apalancamiento cobre sentido, lo que se debe considerar es que el costo de financiación (tasa efectiva o TIR) que cobra el banco sea menor que el retorno esperado (TIR esperada del proyecto), de esta manera el apalancamiento produce un impacto positivo sobre el retorno del capital propio. De no cumplirse esta premisa no sería rentable tomar deuda.

Lamentablemente, como ya fue analizado, este tipo de financiamiento a largo plazo no es una alternativa viable para los desarrolladores en la coyuntura que presenta actualmente Argentina.

3. Preventa:

Esta forma de financiamiento es particularmente usual en el mercado inmobiliario argentino (no se utiliza en mercados desarrollados donde se dispone de financiación a largo plazo por parte de las entidades financieras). Es una operatoria muy simple y consta en que las unidades funcionales son vendidas al consumidor final antes de que la construcción del inmueble sea finalizada. De esta forma el desarrollador logra hacerse de fondo para llevar adelante el proyecto. La preventa es posible siempre y cuando se cumpla con las condiciones necesarias para otorgar la posesión de la unidad y se pueda celebrar la escritura traslativa de dominio.

En algunos casos la preventa se lleva a cabo antes de finalizar la construcción del edificio materializando la venta jurídicamente a través de un boleto de compraventa de cosa futura.

En otros casos la preventa se realiza en etapas muy tempranas y puede suceder que el proceso de comercialización se comience inclusive antes de que se inicie la construcción del edificio. En esta instancia la transacción se denomina “venta en pozo” y se celebra mediante un boleto de compraventa entre el vendedor (desarrollador) y el comprador de la futura unidad funcional. En el boleto se deben detallar el plazo de entrega y las características determinadas de dicha unidad funcional entre las que se encuentran: ubicación, superficie y características constructivas. En el país, el vendedor se obliga a afectar el inmueble finalizado a la Ley de Propiedad Horizontal (Código Civil y Comercial Nacional [CCCN] Ley N° 26.994 de 2014³³) y a transferir bajo esta norma la unidad al comprador. En contrapartida el comprador se compromete a pagar un precio establecido, comúnmente a través de un sistema de cuotas que mantienen relación con las etapas constructivas. De esta forma la preventa genera el fondeo necesario para que el desarrollador pueda llevar adelante el proyecto.

Se debe mencionar que el precio que se compromete a abonar el comprador por la futura unidad funcional se encuentra directamente relacionado al grado de avance de la construcción, es decir que a menor grado de avance, menor será el precio total que el comprador abonará por la unidad y a medida que la obra avance y se acerca a su culminación, el precio de la futura unidad funcional se irá acercando cada vez más al valor de mercado del m².

Cabe aclarar también, que desde una perspectiva contable la preventa constituye un anticipo de clientes, en la que el comprador de la unidad funcional se convierte en el proveedor de fondeo y desde la perspectiva del negocio se comienzan a disponer las condiciones para que el comprador se convierta en una especie de inversor dispuesto a asumir riesgos.

3.1. Preventa a precio fijo (en dólares norteamericano):

Bajo esta modalidad de preventa, los desarrolladores asumen el riesgo relacionado a los mayores precios de construcción. En economías o etapas estables el riesgo no es alto, pero en economías con altos niveles de inflación, el no hacer una estimación correcta de los posibles incrementos de costos puede poner en juego la rentabilidad del proyecto. Si bien el optar por esta modalidad de preventa es más riesgosa para el desarrollador, éste utiliza el fondeo recibido para acopiar materiales y cerrar contratos con proveedores para de cierta forma resguardarse de la inflación. El desafío del desarrollador es obtener una rentabilidad y lograr reponer un terreno de características similares a las del terreno utilizado para poder volver a iniciar el círculo virtuoso de la construcción. Es decir que el desarrollador no solo observa el retorno del proyecto gestionado, sino también la proyección de obtener un nuevo terreno para generar otro proyecto.

Para los compradores el beneficio que ofrece esta modalidad es la certeza del precio que se terminará abonando por la unidad funcional, ya que el precio se fija al momento de formalizar el compromiso de compraventa y no varía en base a la inflación o al hecho de que se presenten erogaciones no previstas al inicio del proyecto. El riesgo al que se enfrenta la demanda en este caso es entender quién es el desarrollador, cuál es su trayectoria, el compromiso de los estándares de calidad y el cumplimiento de los plazos.

3.2. Preventa a precios determinables o variables (en pasos argentinos):

La realidad de la inestabilidad económica que sufre el país dio lugar a esta modalidad, ya que el aumento de costos en la industria de la construcción llevó a los desarrolladores a compartir el riesgo

³³ Con la entrada en vigor del CCCN bajo la Ley N° 26.994 en el año 2014 se deroga la Ley N° 13.512 de Propiedad Horizontal del año 1948.

inflacionario con la demanda. Adicionalmente el atraso cambiario ha aumentado la incertidumbre respecto de establecer cuotas fijas en dólares. Ya que esta modalidad se gestiona en moneda local, los desarrolladores han buscado calzar las cuotas que perciben con sus egresos. Para ello la preventa a precio variable se estructura con un pago inicial al momento de la firma del boleto y el saldo se abona en cuotas ajustables por algún tipo de índice, siendo el CAC (es un índice calculado por la Cámara Argentina de la Construcción)³⁴ el más utilizado. El principal dilema con esta modalidad se asocia con la ausencia de un marco legal apropiado. Otro aspecto a destacar es que, aún cuando la indexación estuvo prohibida en Argentina debido a la Ley de Convertibilidad, la que impedía las indexaciones en los contratos, los jugadores del mercado han encontrado formas de aplicar los ajustes necesarios sin incumplir la norma.

Si bien la modalidad de preventa fue las preponderante en el mercado inmobiliario por mucho tiempo, tras varios años de operar de esa manera, tomó lugar en el país una tendencia masiva de emprendimientos de desarrollo inmobiliario al costo. Esta situación creó la necesidad de tener una estructura jurídica más robusta sentando las bases para la incorporación de la figura del fideicomiso el que vino a complementar la modalidad de preventa con un gran éxito. Para los inversores, la estructuración legal que provee el fideicomiso les garantiza que su capital queda protegido de cualquier infortunio que pueda sufrir algún otro inversor o la compañía constructora contratada y a su vez les posibilita, que el capital invertido sea administrado por profesionales que velan por la consecución del objetivo perseguido por el emprendimiento (Gómez, M., 2011).

Para el desarrollador este tipo de estructura le permite generar proyectos sin poner en juego fondos propios, cambiando completamente el rol de desarrollador en el sentido de tener que financiar total o parcialmente el desarrollo y pasando a tomar el rol de administrador de fondos de terceros, recibiendo honorarios por su servicio, pero respondiendo a los inversores por su gestión (Gómez, M., 2011).

4.4 El fideicomiso al costo.

El financiamiento es un tema crucial en la vida del sector inmobiliario y es el mecanismo a través del cual la demanda y la oferta se intersecan. El financiamiento es análogamente el combustible que impulsa el movimiento de un vehículo (Gómez, M., 2011).

A diferencia de los países desarrollados, donde el crédito es el que mueve el mercado inmobiliario, en Argentina los desarrolladores no recurren a los bancos para procurar fondeo para sus proyectos ya que como se expuso, hoy en día los bancos simplemente no lo dan. Esto no quiere decir que no sea posible lograr reunir el capital necesario para llevar adelante un emprendimiento inmobiliario. Efectivamente esto es factible y hoy se logra recurriendo directamente a los inversores privados ya que estos últimos a consecuencia de la desintermediación financiera, resultado de la desconfianza en el sistema financiero adquieren los inmuebles de forma directa sin recurrir a ninguna institución financiera (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010; Gómez, M., 2011).

Como ya se mencionó anteriormente una de las formas de lograr esto es a través de la preventa, pero su estructuración carecía de fortaleza jurídica. De esta forma, en un escenario de evidente desintermediación y racionamiento del crédito en el que los ahorristas no confían en las entidades

³⁴ CAC: El índice CAC, es un índice calculado por la Cámara Argentina de la Construcción (CAC). Este índice pretende representar las variaciones que experimenta el costo de la construcción para un determinado tipo de obra de arquitectura (un edificio torre de 14 pisos, de condición económica y de buena calidad) en base a ciertos indicadores como el costo de construcción, el costo de materiales y el costo de mano de obra (consideran porcentajes de aumento respecto al mes anterior). Este índice es habitualmente utilizado por constructores y desarrolladores para actualizar las cuotas de las obras al costo y/o fideicomisos (Reporte Inmobiliario, 2021; Cifras Online, s.f.; Gómez, M., 2011)

financieras y en el que quienes necesitan crédito a largo plazo tampoco recurren a los bancos, se debió buscar una alternativa para canalizar la afición por invertir en inmuebles con la finalidad de proteger los ahorros (Gómez, M., 2011). Esto llevó a los desarrolladores a la conclusión de que se necesitaba un vehículo que diera cobertura jurídica a los emprendimientos inmobiliarios, un vehículo que fuera confiable y capaz de captar el dinero de los ahorristas y que se adaptara a las posibilidades de la demanda. Con ese objetivo, se creó el fideicomiso al costo que resultó ser el vehículo “autóctono” más atractivo que se haya logrado implementar en el país para sortear la ausencia de un mercado hipotecario (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010; Gómez, M., 2011).

Los emprendimientos al costo tienen sus orígenes en lo que se solía denominar consorcios de construcción al costo, los que tuvieron su época de apogeo durante los años '70 y mantuvieron su vigencia durante la década de 1980 hasta que la actividad decayó. Luego durante los años '90 su existencia careció de sentido ya que la convertibilidad había generado una mayor presencia relativa de crédito hipotecario en la economía del país y el “loan-to-value” (se denomina loan-to-value o LTV a la medida que compara el monto de una hipoteca con el valor de tasación de la propiedad que se adquirirá con dicha hipoteca)³⁵ era del 80%. Estos consorcios se conformaban por un grupo de personas allegadas que decidían aportar una cierta cantidad de capital para construir un edificio. Los aportes se iban realizando a medida que avanzaba la construcción por lo que el precio final podía variar del estimado originalmente.

Una de las debilidades que poseía el consorcio al costo era la seguridad jurídica que proveía, ya que cuando algún miembro del consorcio presentaba alguna dificultad financiera el consorcio respondía solidariamente por ese miembro, llegando en algunos casos a paralizarse la obra y en caso de que dicho miembro sufriera una ejecución, esta recaía sobre el consorcio. Es esta misma debilidad la que el fideicomiso vino a subsanar (Gómez, M., 2011).

Siguiendo a Tabakman, D. y Levy Hara, F. (2010), el fideicomiso inmobiliario al costo es una figura que para la industria de bienes raíces, creó la posibilidad de tener una “propiedad imperfecta”, lo que significa que un individuo puede transformarse en dueño de un bien sin haberlo comprado, sin haberlo pagado y sin poseer deuda sobre dicho bien. A su vez se convierte en propietario sin que dicho bien pase a ser parte de su patrimonio personal. Según los autores lo más interesante de la figura del fideicomiso es el “encapsulamiento de los activos”, lo que también se conoce como “off-balance sheet o bankruptcy remote”.

Esto significa que el negocio queda blindado, protegido de cualquier contingencia que pueda experimentar alguna de las partes involucradas en el proyecto. Esto no es menor sobre todo en el ámbito de la construcción ya que es muy usual que mientras se avanza con la obra la empresa constructora presente la quiebra o puede tener algún reclamo impositivo o juicio laboral. Algo similar puede suceder con quien aporta el lote a cambio de metros cuadrados construidos (práctica muy usual en el rubro). Al organizar el proyecto inmobiliario bajo la figura del fideicomiso, siempre y cuando todo se realice de buena fe, este tipo de circunstancias particularmente el reclamo de los acreedores de los fallidos no tendrá ningún efecto sobre la culminación de la obra (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010).

Dicho de otra forma, la característica que posee el fideicomiso es que hace que exista una “disociación subjetiva entre la gestión de los bienes y su ventaja económica, o, dicho en otras palabras, los derechos de gestión/disposición se separan del derecho de goce; cada uno corresponde a titulares diferentes” además posibilita “una transmisión de bienes a otro patrimonio (autónomo, separado o al único de otra persona, las tres modalidades son admisibles según sistemas legales)” y “por otra parte, una persona de confianza administra con grandes poderes ese conjunto de bienes y derechos en beneficio de otras personas

³⁵ Loan-to-value ratio (LTV): se denomina de esta forma a la medida que compara el monto de una hipoteca con el valor de tasación de la propiedad que se adquirirá con dicha hipoteca. Si por ejemplo el LTV es del 80%, esto quiere decir que el tomador del préstamo hipotecario recibirá una financiación del 80% mediante la hipoteca adjudicada y deberá poner el capital restante de 20% de su bolsillo (Consumer Financial Protection Bureau [CFPB], 2020).

o para la consecución de fines determinados” (Cámara Lapuente, S., 2003, según se citó en Márquez, F., 2006, p. 423).

Como describe Márquez, F., (2006), Argentina, incorporó a su derecho, la figura del fideicomiso mediante la Ley N° 24.441, del año 1995, Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción y explica que el país optó:

por otorgar al fideicomiso carácter de patrimonio de afectación, separado del de las partes intervinientes, pero bajo la titularidad del fiduciario, con poderes de disposición sobre los mismos.

Es uno de los modelos posibles, que posibilita la protección del cumplimiento de los fines propuestos frente a acciones de los acreedores y el acotamiento de las posibilidades de abusos por parte del administrador. (p.432)

Luego, con la entrada en vigencia del CCCN en el año 2014 bajo la Ley N° 26.994, los artículos sobre fideicomiso que contenía esa ley fueron derogados y quedaron reemplazados por los que incluyó el nuevo código, el que según su artículo 1.666 define que:

Hay contrato de fideicomiso cuando una parte, llamada fiduciante, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona denominada fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de otra llamada beneficiario, que se designa en el contrato, y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario.

Como bien aclara Gómez, M. (2011), es importante discernir la diferencia del negocio inmobiliario en sí, de su estructuración jurídica. “El fideicomiso es un vehículo, una malla de seguridad para proteger a un negocio, pero no es un negocio en sí mismo” (p. 85). El producto es en este caso el negocio inmobiliario que es un emprendimiento al costo y la forma de estructurarlo jurídicamente es el fideicomiso por lo que el autor aclara que “el fideicomiso no tiene la virtud de transformar en buen negocio uno malo” (p. 85).

El fideicomiso al costo es una estructura de negocios que lleva a que cada una de las partes interesadas en obtener un bien inmueble, tome la figura de inversor en el porcentaje de participación respectivo que le corresponde en el desarrollo. Los aportes que realiza cada parte corresponden al grado de avance de la obra. A diferencia de la preventa a precio variable, donde el comprador asumía los mayores costos de la obra como resultado del ajuste por CAC, en el caso del fideicomiso al costo, los mayores costos que absorben los inversores se asocian directamente a los gastos reales que se incurran durante el emprendimiento.

Existen dos formas de organizar el fideicomiso al costo. En el primer caso, los inversores pueden contratar un desarrollador el que luego subcontratará a la empresa constructora, a los profesionales idóneos y a los gremios. En el segundo caso la relación se da de forma inversa, siendo el desarrollador quien dirige el emprendimiento y es él quien busca a los inversores para que se involucren en el proyecto (Gómez, M., 2011).

Nótese que el significado de que el fideicomiso es “al costo” se asocia con el hecho de que el comprador paga solo el costo de la unidad que adquiere, tan solo lo que costo desarrollarla, es decir que el inversor se ahorra por lo menos el margen de ganancia que se le adiciona a las unidades. Es evidente que,

si el comprador solo paga por los costos de la construcción, la ganancia no se materializa entonces a través de la venta de las unidades. Esto es así porque el margen que da sentido al negocio se obtiene a través del terreno, más específicamente entre la diferencia que surge entre la compra mayorista de la tierra en donde se edificará el proyecto y su reventa minorista con valor agregado. Un ejemplo claro de esto es la urbanización de campos para hacer “countries” o barrios cerrados. En estos casos se compra la tierra rural por hectárea y se vende por metros cuadrados por lote (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010).

En la práctica, en el caso en el que el emprendimiento es originado por el desarrollador, éste adquiere el terreno, planifica un proyecto, gestiona la aprobación por las autoridades correspondientes, organiza la gestión comercial, realiza la preventa de las unidades, arma el fideicomiso, firma el contrato con la empresa constructora y de esta forma antes de iniciar la construcción el negocio queda cerrado. De esta forma su utilidad procede de la diferencia que surge entre el precio del terreno adquirido al inicio y el precio proporcional que se asigna a cada comprador específicamente. Por consiguiente, cada comprador termina abonando un valor mayor por metro cuadrado en comparación al valor que hubiese pagado por la compra directa de un terreno de características similares. Sin embargo, cuando le compra los metros cuadrados al desarrollador lo hace con un gran valor agregado (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010).

Un factor relevante para señalar es que, al momento de ingresar al fideicomiso, el comprador ignora lo que le va a costar la unidad finalizada. Puede ser que cuente con una estimación realizada por el desarrollador en base a presupuestos realizados por empresas constructoras, pero no es un precio que se encuentre garantizado, por el contrario, este es un precio que el fiduciario informa mensualmente según sus liquidaciones. Es evidente que en contextos inflacionarios como los que vive el país en la actualidad la incertidumbre sobre el precio puede ser muy alta. Paradójicamente, la población argentina confía más en este tipo de inversiones que en un plazo fijo en una entidad financiera de renombre mundial (Tabakman, D. y Levy Hara, F., 2010).

Se debe considerar que quienes invierten en un fideicomiso al costo persiguen objetivos de alta rentabilidad, en otras palabras, los inversores esperan terminar abonando un precio inferior al valor de mercado, es decir que cuando el emprendimiento se haya concluido y se haga la entrega de la unidad funcional, el valor abonado por esta sea bastante inferior al valor de mercado. La predisposición para participar en este tipo de proyectos aumentará cuando se espere un crecimiento de los precios del producto terminado y costos estables (Gómez, M., 2011).

De lo expuesto al momento se puede entonces identificar las siguientes partes, participantes, elementos y características que componen al fideicomiso inmobiliario al costo:

1. Fideicomiso (definición): es un contrato, un vehículo jurídico descrito por el artículo 1.666 del CCCN que regula la cesión de bienes por parte del fiduciante al fiduciario otorgándole la propiedad fiduciaria a este último y aislando los riesgos propios del negocio de otros riesgos impropios a él (Tavarone, M. 2022; Gómez, M., 2011).
2. Fiduciante (parte o sujeto del contrato): persona física o jurídica que constituye, crea el fideicomiso y transfiere la titularidad de uno o varios bienes a otra parte denominada fiduciario con un determinado mandato, para su afectación a una determinada gestión, en este caso particular para llevar adelante un desarrollo inmobiliario. El fiduciante puede ser también el receptor del resultado económico del negocio. Esto sucede cuando por ejemplo el fiduciante aporta capital para el desarrollo del proyecto inmobiliario y luego como beneficiario recibe el bien inmueble y/o el producido de la preventa durante el proceso de construcción. No se puede ser fiduciario y fiduciante al mismo tiempo, pero si se puede ser fiduciante y beneficiario. Puede haber más de un fiduciante. En el caso del fideicomiso al costo hay distintos fiduciantes. Esta en primer lugar quien o quienes aportan el terreno o el dinero para comprarlo y luego estarán los

compradores que ingresan a través de la preventa. Estos últimos se incorporan al fideicomiso como fiduciarios, pero en una etapa posterior (Tabakman, D. y Levy Hara, F. 2010; Márquez, F.; 2006; Tavarone, M. 2022; Gómez, M., 2011).

3. Fiduciario (parte o sujeto del contrato): propietario del bien que le es cedido por el fiduciante. Una vez finalizado el proyecto, el fiduciario entrega al beneficiario (que puede ser el mismo fiduciante o un tercero) el resultado económico del negocio ejecutado. El fiduciario debe ser alguien independiente que arbitre entre los intereses de todos los actores participantes en el fideicomiso y debe seguir el mandato del fiduciante y rendirle cuentas a este con periodicidad (Tabakman, D. y Levy Hara, F. 2010; Márquez, F.; 2006; Tavarone, M. 2022).
4. Beneficiario (participante): es la persona a favor de quien el fiduciario ejerce la propiedad fiduciaria de los bienes fideicomitados, es decir es quien recibe el beneficio económico una vez que se finaliza el proyecto. Puede ser el mismo fiduciante o un tercero, es decir que el fiduciante y beneficiario puede coincidir o no, esto depende de lo que se dispongan al principio del proyecto. El fiduciante y el beneficiario no coincidirán por ejemplo en el caso hipotética en el que un padre que toma el rol de fiduciante en un desarrollo inmobiliario nombra como beneficiario a su hijo o hija (Tabakman, D. y Levy Hara, F. 2010; Gómez, M., 2011).
5. Fideicomisario (participante): (también llamado beneficiario residual) es un rol que figura en la legislación argentina con el fin de ser el destinatario final de los activos fideicomitados. Su inexistencia, hará que los beneficios producidos vayan directamente al fiduciante/beneficiario. El fideicomisario y el beneficiario pueden ser sujetos distintos (Tavarone, M. 2022; Gómez, M., 2011).

Cabe destacar que según la normativa solo se consideran partes o sujetos del contrato de fideicomiso, al fiduciante y al fiduciario siendo el beneficiario y el fideicomisario simplemente participantes involucrados (Gómez, M., 2011; Malumian, N. et al., 20011 según se citó en Gómez, M., 2011).

6. Bienes fideicomitados (elemento): Bienes cedidos al fideicomiso que conforman un patrimonio separado tanto del fiduciante como del fiduciario. Son también denominados como “patrimonio de afectación”, de manera que no podrán ser afectados por ninguna acción individual o colectiva ejecutada por los acreedores del fiduciante o fiduciario salvo que se constate que la desafectación del patrimonio que se realizó a través de la figura del fideicomiso se haya realizado con fines fraudulentos. Si los bienes fideicomitados se encuentran inscriptos bajo algún registro público, dichos registros deberán figurar a nombre del fiduciario.
Si el desarrollador realiza otro proyecto que termina siendo ruinoso éste no podrá afectar al patrimonio que se encuentra bajo el ámbito del fideicomiso. En cambio, un proveedor del fideicomiso si puede ir contra los bienes de este. Por otro lado, los acreedores del beneficiario si podrán ir contra el beneficio económico obtenidos del fideicomiso percibido por éstos, pero no contra los bienes fideicomitados bajo el ámbito del fideicomiso.
La insuficiencia de los bienes fideicomitados para hacer frente a gastos o costos del fideicomiso no produce la quiebra del fideicomiso, sino la liquidación del mismo bajo la Ley de Concursos y Quiebras, Ley N° 24.522 del año 1995 (Tavarone, M. 2022; Gómez, M., 2011).
7. Clientes del fideicomiso al costo (característica): los perfiles de inversor a los que se orienta este tipo de proyectos son por lo general, inmobiliarias mayoristas, inmobiliarias minoristas, consumidor de clase alta, consumidor de clase media y consumidor de clase media-baja. (Gómez, M., 2011).

Habiendo identificado cada una de las partes, participantes, elementos y características que integran el fideicomiso, corresponde explicar cómo se constituye el mismo en mayor detalle. El primero de los pasos es la celebración del contrato de fideicomiso entre el fiduciario y el/los fiduciantes. Posteriormente se origina el fideicomiso al materializarse la transferencia del bien o bienes, que en este caso particular puede ser un terreno o el dinero para comprarlo. Una vez transferido el bien se dice que hay patrimonio de afectación o (bienes fideicomitados) y a continuación el fiduciario comienza a desempeñarse como titular sobre el inmueble quedando este último desafectado/separado del patrimonio del fiduciario y del patrimonio del fiduciante.

Establecido el fideicomiso, el fiduciario por cuenta el fideicomiso selecciona la empresa constructora y demás proveedores y suscribe el contrato de locación de obra con ellos (Gómez, M., 2011; Tavarone, M. 2022).

Una vez iniciado el proyecto, la empresa constructora factura los avances de obra al fideicomiso acorde al calendario de trabajo pactado con antelación. Posteriormente, previa aprobación del director de obra (o empresa de auditoría de obra según corresponda), dichas facturas serán saldadas con los fondos provenientes de los aportes realizados por los fiduciantes y las preventas efectuadas a terceros. Ya concluida la obra, las unidades funcionales son entregadas a los beneficiarios (Gómez, M., 2011).

4.5 Lo que queda pendiente por hacer en Argentina: El mercado de capitales como potencial impulsor de la industria inmobiliaria.

Según cita Socoloff, I. (2021) a Cortés Conde, R. (2011):

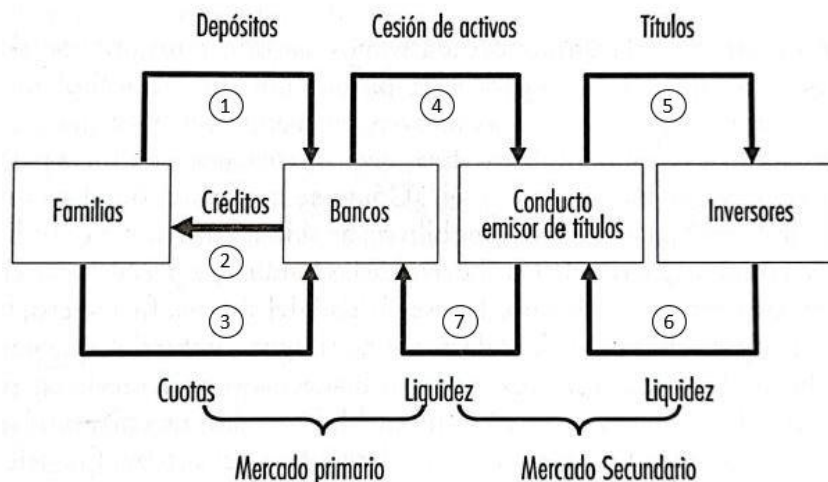
Desde su creación a la actualidad, el mercado de capitales argentino tuvo un papel limitado en el financiamiento a la construcción y la vivienda. Su rol más importante quizás haya sido entre fines del Siglo XIX y principios del XX, dada la alta participación que tenían los títulos securitizados de las carteras hipotecarias de los bancos. (p. 94).

Gómez, M., (2011) opina que hay que robustecer el mercado de capitales y dentro de éste al fideicomiso financiero con oferta pública (ya que, si se alcanzan las herramientas legales, técnicas, comerciales e impositivas adecuadas, el mercado de capitales es el espacio natural para que los inversores canalicen sus ahorros para convertirlos en inversiones inmobiliarias. Lamentablemente, el escaso desarrollo del mercado de capitales local ha repercutido negativamente en la provisión de financiamiento fluido para quienes demandan inmuebles y para dicho fin precisan asistencia financiera. El esquema que el autor propone supone el desarrollo del mercado secundario de hipotecas, donde los créditos son vendidos a entidades especializadas en comprar las hipotecas a diversos prestamistas y con cuyo aval se lanzan títulos que luego son comprados por inversores institucionales.

Este esquema de cesión de los activos y su titulización, habilitan una rotación más ágil del capital que manejan las entidades financieras debido a que las hipotecas son removidas de sus balances previo a su expiración y en contrapartida reciben fondos frescos que les permiten la originación de créditos nuevos. Por otro lado, este esquema logra vincular el mercado de capitales con la industria de bienes raíces suministrando los fondos a largo plazo que ésta precisa para su desarrollo (ver Gráfico 13). Otra de las bondades de este mecanismo, es que profundiza la especialización del sector financiero, ya que el banco se dedica de esta forma específicamente a la creación de créditos y transfiere los riesgos al mercado de capitales en el momento en que quita de su balance los créditos hipotecarios, logrando diversificar sus

fuentes de capital. Incluso existe la posibilidad de delegar la administración de los créditos a entidades especializadas en la materia.

Gráfico 13: Movilización de recursos para la vivienda en base a un mercado secundario.
(versión simplificada del modelo real)



Nota:

1. Captación de ahorros provenientes de depósitos a corto plazo de las familias, los que no son una fuente sustentable para el desarrollo de créditos hipotecarios.
2. Créditos entregados a los tomadores.
3. Cuotas de las hipotecas abonadas por los tomadores.
4. Los créditos se sacan del balance del banco (fiduciante) antes de su vencimiento y se ceden al fiduciario financiero (que debe ser un fiduciario calificado, es decir debe ser una entidad financiera regulada por la Ley N° 21.526 de 1977 y sujeta a control del BCRA o una entidad autorizada por la Comisión Nacional de Valores) quien a través del conducto emisor de títulos (fideicomiso financiero con oferta pública) procede a la securitización de los activos por cuenta del fideicomiso financiero.
5. Los títulos (valores representativos de deuda³⁶ y certificados de participación³⁷) son adquiridos por inversores (beneficiarios, que son los titulares de los valores fiduciarios emitidos por el fideicomiso) con objetivos largo plazo a través del mercado de capitales (generalmente inversores institucionales).
6. La compra de los títulos por parte de los inversores genera liquidez para el fideicomiso.
7. La liquidez que se genera para el fideicomiso es luego transferida al fiduciante (banco) que cedió los activos y con estos fondos frescos, el banco puede generar nuevos créditos y así reiniciar el círculo virtuosos.

Fuente: Gómez, M. (2011)

³⁶ Valores representativos de deuda (VRDs): ver el Gráfico 4: Estructura básica de un fideicomiso financiero en la sección 2.11 de este trabajo para más detalle.

³⁷ Certificados de participación (CPs): ver el Gráfico 4: Estructura básica de un fideicomiso financiero en la sección 2.11 de este trabajo para más detalle.

Acorde a lo descrito por Socoloff, I. (2021):

Otro elemento ineludible a la hora de entender el escaso desarrollo de los fondos cotizados en Argentina tiene que ver con múltiples dimensiones de la “informalidad” propias del sector inmobiliario “formal”. En el caso de los fondos no cotizados, es importante destacar que la dinámica macroeconómica (los cambios en los precios relativos, la inflación, la escasez de crédito, etc.) y las regulaciones (por ejemplo, sobre importaciones y divisas) les imponen a los agentes llevar adelante procesos constructivos más dificultosos que en economías más estables. Por ello, podría pensarse que los numerosos incumplimientos de los desarrolladores (los atrasos en las obras, las discrepancias de calidad y otros shocks de la economía) han sido naturalizados por los agentes para ser resueltos de mutuo acuerdo, siendo más bien excepcionales las judicializaciones de estos conflictos en comparación con los incumplimientos. En contraste, las exigencias de formalidad que atraviesa un fondo cotizado ponen muchas veces en contradicción la temporalidad de la inversión con los intereses de los inversores, pues los compromisos asumidos son evaluados trimestralmente....En el mercado de capitales, en cambio, las instituciones involucradas y los controles son múltiples. De esta manera, los incumplimientos implican largos procesos de control, judicialización, activación de seguros, y otras instancias de prevención y resolución de conflictos. (p. 100)

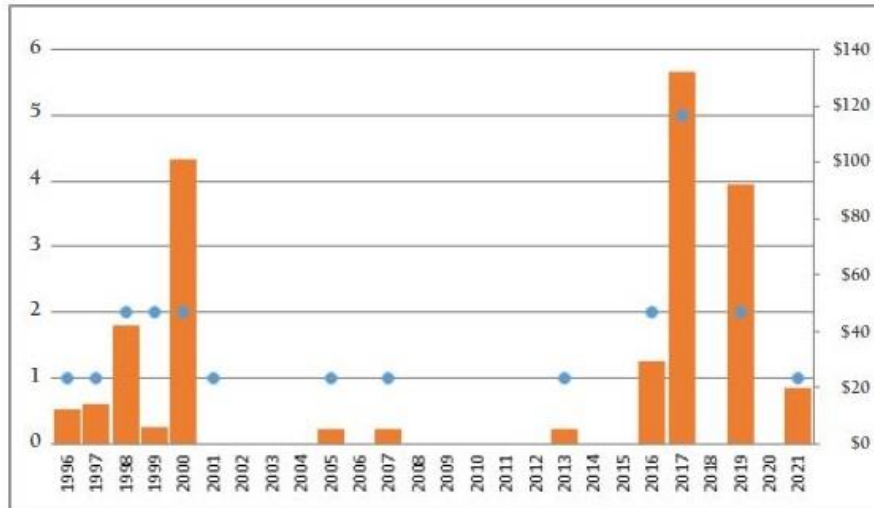
Otro factor a considerar al momento de analizar el escaso desarrollo de los fondos inmobiliarios con oferta pública es el blanqueo de capitales. Como se explicó con anterioridad la población argentina mantiene una importante cantidad de dólares fuera del sistema financiero argentino con el objetivo de no declararlos antes el fisco con el fin de pagar menos impuestos. Por su parte, los mercados regulados cotizados implican que los agentes involucrados deban operar bajo ciertos términos de “legalidad” viéndose sometidos a constreñimientos que no tienen fuera del mercado de capitales. De esta forma el mercado de capitales “expulsa” automáticamente del sistema a una gran parte de la población local (Socoloff, I., 2021; Luzzi, M. y Wilkis, A., 2018 como se citó en Socoloff, I., 2021).

Sin embargo, este fenómeno no solo se acota a los inversores minorista locales que ahorran en dólares no declarados, sino que también incluye a grandes inversores nacionales y extranjeros que participan de un mercado “para-formal”, fomentando el desarrollo de instrumentos y vehículos financieros privados. Más aún, los inversores extranjeros además de participar de instrumentos privados crean sociedades en el país con el fin de no tributar, escudándose en su condición de extranjeros (Socoloff, I., 2021).

Entonces, pese a que los inversores extranjeros permanecen casi totalmente fuera de los fondos inmobiliarios cotizados, participan de forma activa del financiamiento al mercado inmobiliario argentino destinando dólares “no declarados (o en negro)” a los fondos no cotizados, de igual manera que los

pequeños ahorristas locales. En conclusión, el acotado mundo de los fondos inmobiliarios cotizados atrae a: inversores institucionales nacionales en pequeña proporción (cuando son obligados a invertir en estos fondos por reglamentaciones locales), y a los inversores “friends and family” que deciden hacer uso de las ventajas impositivas que ofrece el mercado regulado (ver Gráfico 14 y Cuadro 8) (Socoloff, I., 2021).

Gráfico 14: Fondos inmobiliarios cotizados de tipo equity lanzados por año. 1996-2021.
(en cantidad y en volumen en millones de US\$)



Nota: Este gráfico exhibe la poca profundidad que han desarrollado los fondos inmobiliarios cotizados en el mercado de capitales local, desde 1996 (año siguiente a la inserción de la figura del fideicomiso tras la promulgación de la Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción, Ley 24.441 del año 1995 que introdujo la figura del fideicomiso en la normativa del país), hasta el año 2021.

El eje de la izquierda exhibe la cantidad de fondos inmobiliarios con cotización y el eje de la derecha muestra el volumen de dichos fondos en millones de dólares

Fuente: Socoloff, I. (2021)

Cuadro 8: Detalle de fondos inmobiliarios cotizados. 1996-2021

Año	Tipo	Nombre	Sponsor	Administrador	Custodio / Fiduciario	Orientación Principal	Monto	Situación	
1	1996	FFI	Torre de los Naranjos	Creaurban SA	Creafé Fiduciaria S.A.	Desarrollo - Residencial	12,4 millones USD	Liquidado	
2	1997	FFI	Eclipse Tower	ECIPSA	South American Trust	Desarrollo - Oficina	14 millones USD	Cancelado en 2003 (paso a ser privado)	
3	1998	FCII	Superfondo Inmobiliario Fondo Cerrado De Inversión	Santander Río Asset Management Gte FCI S.A.	Banco Río de La Plata S.A (Hoy Santander)	Desarrollo - Residencial	8,5 millones USD	Liquidado	
4	1998	FCII	Estancias Del Pilar Fccti - PILAF	Urbantizadora Del Pilar S.A. Soc. Gte. FCI	Banco de Valores S.A.	Desarrollo - Tierra	33,8 millones USD	En liquidación	
5	1999	FFI	Realty PRO	Administración de Carteras S.A.,	South American Trust	Desarrollo - Mtx	Stn Datos	Stn Datos	
6	1999	FFI	Desarrollo Inmobiliario Fideicomiso Financiero Programa Global	Banco de Valores SA	-	Desarrollo - logística	6 millones USD	Stn Datos	
7	2000	FFI	Edificio La Nación T.D	Sociedad Anónima La Nación	Banco Río de La Plata S.A (Hoy Santander)	Desarrollo - Oficina	45 millones USD	Liquidado	
8	2000	FFI	Fideicomiso Financiero Nordelta Barrio Golf	Nordelta SA	HSBC	Banco de Valores - Tierra	56 millones USD	Liquidado	
9	2001	FFI	Red Securities	Real Estate Developers SA (Arq. Fernando Sánchez Zimny / Ing. Gustavo A. Llambias / Arq. Marcelo Alexander Director)	ArsCap SA	-	Desarrollo - Mtx	0 millones USD	Aprobado - no lanzado
10	2005	FCII	Circulo Fondo Común Cerrado De Inversión Inmobilia	Atres Capital Asset Management S.A.U. / Batinter Gerente de fondos Comunes de Inversión S.A. (Sociedad Gerente del Fondo) /Magna Capital Asset	Resguardo Sociedad Depositaria de Fondos Comunes de Inversión S.A	Desarrollo - Mtx	5 millones USD	En liquidación	
11	2007	FFI	Antigua CC Fideicomiso Financiero.	ECIPSA / EUROMAYOR	South American Trust	Desarrollo - Residencial	17 millones PESOS (aprox 5,4 millones USD de dic 2007)	En Default	
12	2013	FFI	PILAY I y II	Pilay S.A	Pilay S.A	Desarrollo - Residencial	32 millones PESOS (aprox 5 millones USD de dic 2013)*	En funcionamiento	
13	2013	FFI	Fideicomiso Financiero "Consultatio Catalinas"	Consultatio	TMF Trust Company (Argentina) S.A. (ex-Equity)**	Gestión - Oficina	148 millones PESOS (aprox 24,6 millones USD de dic 2013)*	En liquidación	
14	2016	FCII	Compass Desarrollo Inmobiliario Fccti Ley 27.260	Predial Inversiones y la Constructora Induplack	Investis Asset Management Sociedad Anónima Sociedad Gerente De Fondos Comunes De Inversión	Banco de Valores SA	Desarrollo - Mtx	Stn Datos	Aprobado - no lanzado
15	2016	FCII	Allaria Residencial Casaarg Ley 27260	Pando Asesores / Tayron Capital	Allaria Ledesma Fondos Administrados Sgct S.A.	Desarrollo - Residencial	29,3 millones USD	En funcionamiento	
16	2017	FCII	Consultatio Inmobiliario F.C.I.C. Ley 27.260	Consultatio SA	Consultatio Asset Management G_FCI S.A	Banco de Valores SA	Desarrollo - Mtx	44,9 millones USD	En funcionamiento
17	2017	FCII	Quinquela Predial FCIC Ley 27260	Predial Inversiones y la Constructora Induplack	QM Asset Management Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A	Banco de Valores S.A.	Desarrollo - Residencial	10 millones USD	En funcionamiento
18	2017	FCII	FCIC Inmobiliario Al Río Ley 27.260	Ribera Desarrollos S.A.	Cohen SA	Deutsche Bank S.A. / Banco BC Sociedad Anónima	Desarrollo - Mtx	15 millones USD	En Default
19	2017	FCII	Allaria Argencons Distrito Quartier Puerto Retiro Ley 27.260	Argencons	Allaria Ledesma Fondos Administrados Sgct S.A.	Banco de Valores S.A.	Desarrollo - Mtx	62,1 millones USD	En funcionamiento
20	2019	FCII	Allaria Residencial I Fccti	Mtyagt	Allaria Ledesma Fondos Administrados Sgct S.A.	Banco de Valores S.A.	Desarrollo - Residencial	4000 millones PESOS (aprox 69 millones de USD de dic 2019)*	En funcionamiento
21	2019	FCII	Sbs Creaurban Desarrollo Fondo Común De Inversión Cerrado Inmobiliario	Creaurban	SBS Asset Management S.A. Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión	Banco de Valores S.A.	Desarrollo - Mtx	23 millones USD	En funcionamiento
22	2020	FCII	Allaria Nómada Renta Corporativa Fondo Común De Inversión Cerrado Inmobiliario	Nomada	Allaria Ledesma Fondos Administrados Sgct S.A.	Banco Comafi S.A.	Gestión - Oficina	471 millones PESOS (aprox 5 millones USD de dic 2020)*	En funcionamiento

Fuente: Socoloff, I. (2021)

5 Conclusión

De lo expuesto en la primera parte de este trabajo, se observa que, si bien el crédito hipotecario tuvo sus orígenes en el siglo XIX, fue recién bajo el gobierno peronista (gracias a la coyuntura favorable generada por el nivel de actividad del comercio exterior), que el BHN alineada con la política económica, financiera y social del Estado comenzó a destinar el crédito hipotecario subsidiado con recursos públicos a los sectores de más bajos ingresos (clase media-baja y clase baja) (Socoloff, I. 2019). De esta forma, se estableció una segmentación implícita en la que los sectores con menores recursos y menor capacidad de ahorro debían ser asistidos por el Estado mientras que y la clase media debía acceder a las facilidades ofrecidas en el mercado privado (Gómez, J., 2021)

Posteriormente durante los gobiernos militares el sistema crediticio se fue ampliado a la par del crecimiento económico y sufrió sucesivos ajustes. En el transcurso del último gobierno de facto se estableció que el BHN debía convertirse en una entidad con independencia administrativa y financiera generando sus propios recursos y alejándolo la política de vivienda. A su vez durante este periodo paso a regirse por la Ley de Entidades Financieras y de esta forma el crédito hipotecario se transformó en un bien determinado por las fuerzas de mercado (Socoloff, I. 2019).

Finalmente, en los años 90 se consumaría la escisión entre el financiamiento público y privado logrando que los bancos comerciales tomaran mayor preponderancia en el financiamiento de la vivienda, llevando a que este sea más costoso y en moneda estadounidense. El cierre de la década se da con la privatización del BHN. Sin embargo, la crisis de 2001 y el fin de la convertibilidad hicieron que los bancos comerciales se alejaran de crédito hipotecario, llevando al sector de la construcción y al rubro inmobiliario a apelar a otras formas de financiamiento (Socoloff, I. 2019).

Durante el periodo kirchnerista (2003 – 2015), se llevó adelante una expansión de planes de vivienda pese a los cuales no se pudo satisfacer el déficit habitacional acumulado en los años 90. Es por esto que el último censo nacional disponible del año 2010 arroja un aumento en la tasa de inquilinos y barrios de emergencia. De este periodo cabe destacar que el plan PRO.CRE:AR lanzado entre 2012 y 2015 replicó los modelos anteriores de política de vivienda a través de una alianza entre el crédito, la vivienda y el sector de la construcción, mientras que el programa PRO.CRE.AR II introdujo el concepto del ajuste de los créditos hipotecarios por UVA (Socoloff, I. 2019).

Por su parte la gestión del BHSA bajo IRSA llevó a la entidad a la diversificación de su cartera de productos poniendo el foco en líneas comerciales de mayor rentabilidad, priorizando desde la crisis 2001 los créditos a corto plazo. De esta forma la entidad que en sus orígenes canalizaba los recursos públicos hacia el desarrollo de vivienda pasó a recibir comisiones por la administración de los fideicomisos financieros originados con flujos del plan PRO.CRE.AR sin comprometer sus propios recursos, y en materia de créditos hipotecarios el BHSA pasó a ser sustituido parcialmente por los bancos públicos los que ofrecían tasas subsidiadas levemente menores que las de mercado (Socoloff, I. 2019).

La inestabilidad que ha vivido la Argentina a través de los distintos gobiernos y políticas implicó un desarrollo precario de instrumentos financieros estables y duraderos a lo largo del tiempo que logren vincular de forma exitosa a los inversores con la demanda de crédito (Socoloff, I. 2019).

Por otro lado, al analizar los factores que inciden en el escaso desarrollo del mercado hipotecario argentino (primario y secundario), se observó que el mismo se explica por las condiciones macroeconómicas, que incluyen:

1. Una moneda inestable que desalienta la financiación de préstamos a largo plazo a tasa fija, o préstamos en monedas fuertes u otros mecanismos de ajuste, que permitan contratos a largo plazo.
2. Inestabilidad macroeconómica especialmente en lo que respecta al tipo de cambio, niveles de precios y tasas de interés.
3. Ausencia de mecanismos flexibles y estandarizados de originación de hipotecas que fomenten el mercado primario y ausencia de inversionistas institucionales que brinden un horizonte de financiamiento de largo plazo para alimentar el mercado secundario.
4. Rigurosos requisitos para calificar para un préstamo, especialmente para asalariados en un entorno donde la relación entre los precios de la vivienda y los salarios es alta y las tasas de interés nominales también lo son (Auguste, S. et al., 2011; Kiguel, M. y Podjarny, E., 2007).

Como menciona S&P Global Ratings (2021), en el transcurso de los últimos 30 años, se han llevado adelante varios intentos para impulsar el mercado hipotecario en Argentina, pero la mayoría tuvo éxito limitado como consecuencia de las altas tasas de interés y los estrictos requisitos de elegibilidad. Recién en el 2016 el mercado hipotecario logró una mejora con la creación del préstamo hipotecario UVA como una alternativa para ofrecer un instrumento de financiación en un entorno inflacionario. Como se mencionó en la sección anterior de este trabajo, los créditos hipotecarios UVA están vinculados a un coeficiente que varía y se ajusta según el IPC de Argentina y sigue la estructura del PLAM explicado previamente por Alm, J. y Follain, J., (1984). La popularidad que ganó el crédito hipotecario UVA se debió a que la cuota inicial que pagaba el tomador era más baja que la que correspondía para los préstamos a tasa fija o variable (S&P Global Ratings, 2021).

Sin embargo, a partir del año 2018 las condiciones económicas se han ido deteriorando y el aumento de la inflación y las tasas de interés y la caída del salario, factores que como ya se expuso son clave para el desarrollo o contracción del crédito hipotecario (y la salud de la economía de cualquier país), sumados al endurecimiento de las condiciones requeridas por las entidades financieras, para calificar como tomador de los créditos, hicieron que la originación de hipotecas disminuyera.

En el Gráfico 15 se puede observar que desde su creación en marzo 2016 la UVA creció de 14.05% a 204,69% en febrero 2023, lo que se traduce en una variación de 1356.87% (S&P Global Ratings, 2021).

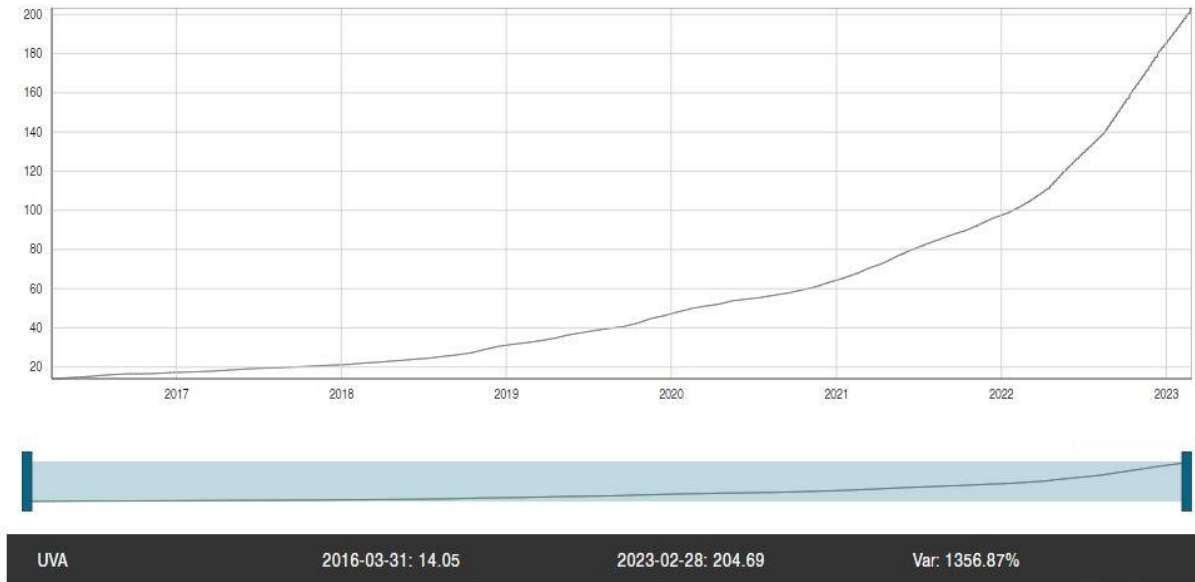
Un hito acontecido en el año 2019 demuestra como las decisiones políticas pueden desalentar la originación de fondeo para los créditos. En agosto de ese año, en un intento por frenar el deterioro de los ingresos reales, se congeló el valor UVA a través del BCRA, para préstamos que cumplieran con ciertas condiciones. Si bien, esta medida estaba destinada a ser temporal, la pandemia (COVID-19) que tomó lugar en el año 2020 llevó a su continuación (aunque con ajustes menores). Aunque esta decisión fue beneficiosa para los deudores hipotecarios ya que gracias a ella pudieron pagar las hipotecas a un valor de UVA más bajo, la calificadora S&P consideró que dicho congelamiento podría eventualmente erosionar el respaldo crediticio del Fideicomiso Financiero Cédulas Hipotecarias Argentinas UVA Serie I (FF CHA UVA Serie I), por lo que bajó la calificación de la clase VDF A de FF CHA UVA I a 'raAA+ (sf)' desde 'raAAA (sf)' y afirmó sus calificaciones 'raAA- (sf)' y 'raC (sf)' de las clases VDF B y CP, respectivamente (S&P Global Ratings, 2021).

Según explica S&P Global Ratings (2021), “desde que inició el congelamiento de UVA hasta febrero de 2021, el valor de UVA pagado por los deudores, como porcentaje del valor de UVA real, disminuyó con el tiempo a aproximadamente 80%, mientras que la inflación continuó aumentando” (p. 2). El Gráfico 16 presentado por S&P Global Ratings (2021) exhibe “el impacto que tuvo el congelamiento de

la UVA en relación con la trayectoria contrafactual que habría ocurrido sin la intervención del gobierno” (p. 2).

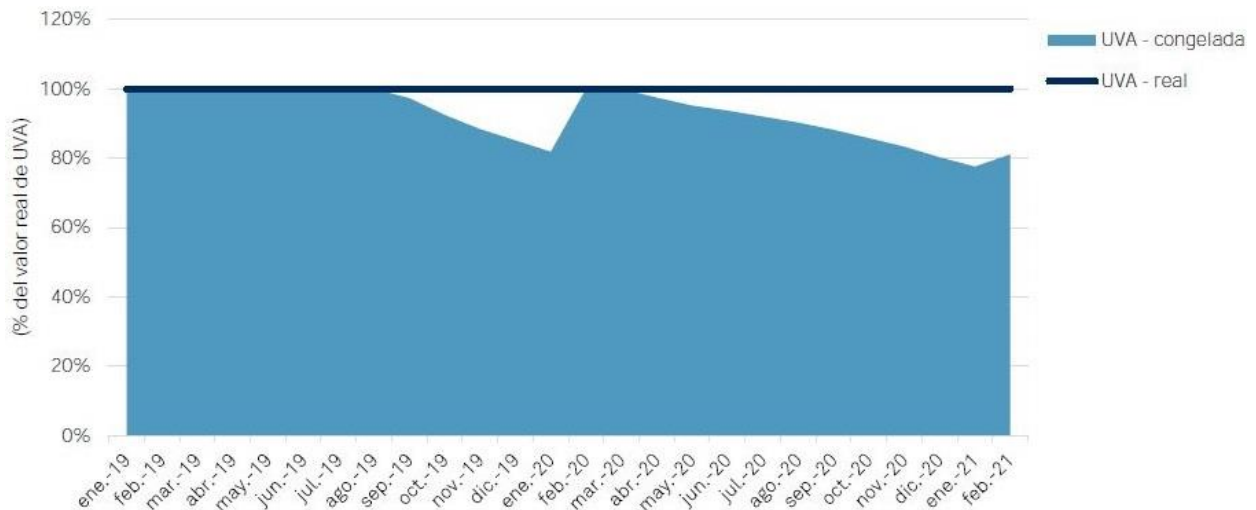
En base a todo lo expuesto y al escenario actual, el panorama sobre el desarrollo del mercado del crédito hipotecario es bastante desalentador y con un alto grado de incertidumbre. Hasta que no se logre estabilizar los desequilibrios macroeconómicos que enfrenta el país, el desarrollo de un mercado hipotecario sustentable será una materia pendiente para la Argentina.

Gráfico 15: Evolución del salario real en Argentina. 2016 – 2023
(Valores expresados en %)



Fuente: Estadísticas BCRA. (s.f.b)

Gráfico 16: Cambio en el valor de UVA. 2019 – 2021
(Valores expresados en %)



Fuente: S&P Global Ratings (2021)

Para finalizar, en la última sección de este trabajo se explicó como la desintermediación financiera y el racionamiento de crédito, fomentado por la desconfianza que la población tienen sobre el sistema financiero argentino han llevado a los desarrolladores de proyectos inmobiliarios a buscar formas alternativas de financiamiento para la industria de bienes raíces, apalancándose sobre la percepción que la demanda tiene de los inmuebles como fuente de reserva de valor (Tabakman, D. y Levy Hara, F. 2010; Gómez, M., 2011).

Luego se explicó como los fideicomisos al costo vinieron a suplir lo que el mercado de capitales no pudo lograr, y como pasaron a ser el vehículo que brindó a las inversiones en bienes raíces del país el dinamismo que necesitaban para impulsar a la industria, logrando brindar una seguridad jurídica superior a la de otras formas de inversión que se habían implementado con anterioridad. Esta superioridad jurídica fue valorada tanto por los inversores como por terceros que se involucraban en el desarrollo de los proyectos (Gómez, M., 2011).

Sin embargo, si bien el fideicomiso al costo ayudó a sortear el déficit de fondeo para los desarrolladores, Argentina tiene una asignatura pendiente en lo que respecta al vínculo entre el mercado de capitales y el mercado de la vivienda, ya que en la actualidad no se ha logrado conectar a ambos mercados (Socoloff, I., 2021) y aún hay mucho trabajo por hacer en el largo plazo, tanto por parte de las autoridades públicas como de los distintos agentes económicos en pos de lograr este nexo.

6 Referencias

- Alm, J., y Follain, J. (1984). Alternative mortgage instruments, the tilt problem, and consumer welfare *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(1), 113-126.
<https://www.jstor.org/stable/2331005>
- Asociación Bancaria La Bancaria, (25 de marzo de 2022). *25 DE MARZO DE 1946 | Se nacionaliza el BCRA*. <https://labancaria.org/25-de-marzo-de-1946-se-nacionaliza-el-bcra/>
- Auguste, S., Bebczuk, R. y Moya, R. (2011). The Demand for Mortgages under Macro Volatility: The Argentine Case. *IDB Working Paper No. IDB-TN-284*, Available at SSRN:
<https://ssrn.com/abstract=1981537> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1981537>
- Badev, A., Beck, T., Vado, L., y Walley, S. (2014). Housing Finance across Countries: New Data and Analysis. *Policy Research Working Papers 6756*. The World Bank.
<https://doi.org/doi:10.1596/1813-9450-6756>
- Banco Hipotecario. (s.f.a). *Más de 130 años, un banco, millones de historias*.
<https://www.hipotecario.com.ar/sin-categoria/mas-de-130-anos-un-banco-millones-de-historias/>
- Banco Hipotecario. (s.f.b). *Nuestra Historia*. <https://www.hipotecario.com.ar/nosotros/nuestra-historia/>
- Banzas, A. y Fernández, L. (2007). *El financiamiento a la vivienda en argentina. Historia reciente, situación actual y desafíos*. Documento de Trabajo N° 18 - septiembre de 2007. Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina.
<https://www.iade.org.ar/system/files/dt18.pdf>
- BCRA, (1946). *Memorias Anual Decimosegundo Ejercicio 1946*. Buenos Aires: BCRA.
<https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Memorias/mem1946.pdf>
- Bensadon, M. y Cerejido, P. (19 de abril de 2002). Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). *Marval O'farrell Mairal*. <https://www.marval.com/publicacion/coeficiente-de-estabilizacion-de-referencia-cer-4846>
- Bercovich, F. (29 de marzo de 2020). La herencia urbana de la dictadura. A 44 años del golpe de Estado que dio inicio al último gobierno cívico-militar. ¿Cuáles fueron sus políticas públicas para las ciudades? *Cenital*. <https://cenital.com/la-herencia-urbana-de-la-dictadura/>
- Blanqueo para la compra de inmuebles usados: el Gobierno reglamentó dos artículos clave que eran esperados por las inmobiliarias. 13 de enero de 2023). *Infobae*.
<https://www.infobae.com/economia/2023/01/13/blanqueo-para-la-compra-de-inmuebles-usados-el-gobierno-reglamento-dos-articulos-claves-que-eran-esperados-por-las-inmobiliarias/>
- Blindaje, Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa Megacanje y Corralito: las medidas que marcaron el final de De la Rúa, (09 Julio 2019). *Ámbito*.
<https://www.ambito.com/politica/fernando-la-rua/blindaje-megacanje-y-corrallito-las-medidas-que-marcaron-el-final-de-la-rua-n5041675>
- Boletín Oficial de la República Argentina N° 35109. Fideicomiso PRO.CRE.AR. Concurso Público. 10 de febrero 2023.
- Bolsa de Comercio de Rosario, (s.f.). <https://www.bcr.com.ar/es/mercados/investigacion-y-desarrollo/informativo-semanal/noticias-informativo-semanal/el-5>

- Bolsa de Comercio de Santa Fe (2018). Evolución de créditos hipotecarios al sector privado. Período 1993-2018. https://www.bcsf.com.ar/doc_news/INFORMEESPECIALCREDITOSHIPOTECARIOSENPDF.pdf
- Brown, W. (20 de octubre de 2021). Qué fue el Rodrigazo y por qué vuelve el fantasma del desabastecimiento. *El Cronista*. <https://www.cronista.com/columnistas/qu-fue-el-rodrigo-y-por-qu-vuelve-el-fantasma-del-desabastecimiento/>
- Buckley, R., Lipman, B., & Persaud, T. (1993). Mortgage design under inflation and real wage uncertainty: The use of a dual index instrument. *World Development*, 21(3), 455-464. [https://doi.org/10.1016/0305-750X\(93\)90157-5](https://doi.org/10.1016/0305-750X(93)90157-5)
- Buenos Aires es la tercera ciudad más cara de Sudamérica para comprar un inmueble. (05 mayo de 2022). *Forbes Argentina*. <https://www.forbesargentina.com/rankings/buenos-aires-tercera-ciudad-mas-cara-sudamerica-comprar-inmueble-n15683>
- Calvo, López, L. (21 de abril de 2022). Inflación: cuánto perdieron los salarios en los últimos 5 años y cuánto pueden recuperar. *El Cronista*. <https://www.cronista.com/economia-politica/inflacion-cuanto-perdieron-los-salarios-en-los-ultimos-5-anos-y-cuanto-pueden-recuperar/>
- Carmelo, P. (21 de febrero de 2021). El menemismo fue neoliberalismo. *Página12*. <https://www.pagina12.com.ar/324326-el-menemismo-fue-neoliberalismo>
- Castillo, G. (24 de enero de 2022). Qué es la tasa de interés y por qué es importante: nominal anual y mensual, efectivo y tasa Badlar. *iProfesional*. <https://www.iprofesional.com/finanzas/355951-que-es-la-tasa-de-interes-nominal-anual-mensual-y-tasa-badlar>
- Cifras Online (s.f). *Índice CAC*. <https://www.cifrasonline.com.ar/indice-cac/>
- Código Civil y Comercial De La Nación [CCCN]. Ley N° 26.994 de octubre 7 de 2014 (Argentina)
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2003). Serie Población y desarrollo N° 45. América Latina: información y herramientas sociodemográficas para analizar y atender el déficit habitacional. <https://hdl.handle.net/11362/31850>
- Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), (9 de septiembre de 2020). What is a loan-to-value ratio and how does it relate to my costs? [https://www.consumerfinance.gov/ask-cfpb/what-is-a-loan-to-value-ratio-and-how-does-it-relate-to-my-costs-en-121/#:~:text=The%20loan%2Dto%2Dvalue%20\(,will%20require%20private%20mortgage%20insurance.](https://www.consumerfinance.gov/ask-cfpb/what-is-a-loan-to-value-ratio-and-how-does-it-relate-to-my-costs-en-121/#:~:text=The%20loan%2Dto%2Dvalue%20(,will%20require%20private%20mortgage%20insurance.)
- Créditos hipotecarios atados al salario: cómo es la nueva línea de préstamos que evalúa lanzar el Gobierno, (5 de enero 2023). *Infobae*. <https://www.infobae.com/economia/2023/01/05/creditos-hipotecarios-atados-al-salario-como-es-la-nueva-linea-de-prestamos-que-evalua-lanzar-el-gobierno/>
- Daziano, M. (2013). Los comienzos en la Argentina de la industrialización por sustitución de importaciones (1930-1955): causas, objetivos y análisis de sus consecuencias. *Apuntes Agroecológicos*. Facultad de Agronomía Universidad de Buenos Aires, 7(8), 1-6.
- Decreto N° 18 de 2023 [Congreso de la Nación]. Incentivo a la inversión, construcción y producción argentina. 13 de enero de 2023. Boletín Oficial N° 35.089

- Decreto N° 902 de 2012 [Congreso de la Nación]. Créase el Fondo Fiduciario Público denominado Programa Crédito Argentino del Bicentenario para la Vivienda Única Familiar. 8 de agosto de 2012. Boletín Oficial N° 32.473
- Dinatale, M. (22 de agosto de 2014). La Constitución de 1994: una reforma que cambió la política. A 20 años de la Convención Constituyente. La Nación. <https://www.lanacion.com.ar/politica/la-constitucion-de-1994-una-reforma-que-cambio-la-politica-nid1720805/>
- Dreizzen, J. (1985). *Fragilidad financiera e inflación*. [Tesis de maestría en Economía, Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro]. CEDES Centro de Estudios de Estado y Sociedad. <https://repositorio.cedes.org/handle/123456789/3506>
- Dvoskin, N. (9-11 de agosto 2017). *La política de vivienda en la Argentina desarrollista (1955-1976): la transformación de un problema económico en un problema político*. XVI Jornadas Interescuelas/Departamentos de Historia. Departamento de Historia. Facultad Humanidades. Universidad Nacional de Mar del Plata, Mar del Plata, Argentina <https://cdsa.academica.org/000-019/178>
- Educación financiera, el desafío de dejar atrás el lenguaje bancario. (3 de octubre de 2022). *La Nación*. <https://www.lanacion.com.ar/economia/educacion-financiera-el-desafio-de-dejar-atras-el-lenguaje-bancario-nid03102022/#:~:text=De>
- El Gobierno lanzará un plan Procrear 2: cuáles serían las diferencias con el anterior. (23 de diciembre de 2020). *Ámbito*. <https://www.ambito.com/economia/procrear/el-gobierno-lanzara-un-plan-2-cuales-serian-las-diferencias-el-anterior-n5157578>
- El Ministerio de Desarrollo Territorial y Hábitat ya entregó más de 100.000 créditos. (10 de agosto de 2021). Ministerio de Desarrollo Territorial y Hábitat. <https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-ministerio-de-desarrollo-territorial-y-habitat-ya-entrego-mas-de-100000-creditos>
- Estadísticas BCRA (s.f. a). Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). <https://estadisticasbcra.com/cer>
- Estadísticas BCRA. (s.f. b). Unidad de Valor Adquisitivo (UVA). https://estadisticasbcra.com/unidad_de_valor_adquisitivo
- Fernández, B. (19 de abril de 2022). IRSA le vendió a Grupo Petersen un edificio de oficinas emblemático de los '90 en más de u\$s 130 millones. *El Cronista*. <https://www.cronista.com/negocios/irsa-vendio-un-edificio-de-oficinas-emblematico-de-los-90-que-recibio-a-cambio/>
- Fridman, P. (2022). *Panorámica De Las Políticas Públicas En Torno A La Vivienda Social En El Amba: De La Fiebre Amarilla Al Covid-19 (1871-2021)*. Semana de la Investigación, el Desarrollo y la Innovación, edición 2022 Escuela de Economía y Negocios EEN_ UNSAM. Disponible en SIDI 2022-EEN-UNSAM, ISSN2718-6644. [https://www.unsam.edu.ar/escuelas/economia/sidi/archivos_posters/2022/Panor%C3%A1mica%20de%20las%20pol%C3%ADticas%20p%C3%BAblicas%20en%20torno%20a%20la%20vivienda%20social%20en%20el%20AMBA_%20de%20la%20fiebre%20amarilla%20al%20Covid-19%20\(1871-2021\).pdf](https://www.unsam.edu.ar/escuelas/economia/sidi/archivos_posters/2022/Panor%C3%A1mica%20de%20las%20pol%C3%ADticas%20p%C3%BAblicas%20en%20torno%20a%20la%20vivienda%20social%20en%20el%20AMBA_%20de%20la%20fiebre%20amarilla%20al%20Covid-19%20(1871-2021).pdf)

- García, R. (9 de julio de 2019). La crisis que llevó a De la Rúa a renunciar y marcharse en helicóptero. La Vanguardia. <https://www.lavanguardia.com/politica/20190709/463398532186/la-crisis-que-llevo-a-de-la-rua-a-renunciar-y-marcharse-en-helicoptero.html>
- Gerencia de Estadísticas Monetarias BCRA, (s. f. a). Información sobre Préstamos y Depósitos UVA – UVI. <https://www.bcra.gob.ar/pdfs/PublicacionesEstadisticas/finuva.xls>
- Gerencia de Estadísticas Monetarias BCRA, (s. f. b). Préstamos Hipotecarios y Prendarios al Sector privado No Financiero (1) – Desagregado por Destino del Préstamo. https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/perser_dest.xls
- Giarrizzo, V. (11 de enero de 2019). 1945, el año en el que se instaló la inflación en la Argentina. *El Cronista*. <https://www.cronista.com/3dias/1945-el-ano-en-el-que-se-instalo-la-inflacion-en-la-Argentina-20190111-0003.html>
- Gomes, G. (2017). Las casas del Onganiato: política habitacional y sectores populares. *Pensar las derechas en América latina, siglo XX. Economía y política pública de las derechas*, (5), 1-32. <https://doi.org/10.4000/nuevomundo.71320>
- Gómez M. (2011). Fideicomiso al Costo: Fondeo para real estate en tiempos de racionamiento de crédito. En Marisol Rey, (Ed.), *Fideicomisos al costo: El modelo de negocios inmobiliarios más exitoso de los últimos años en la Argentina* (1a ed., pp. 71-165). Ciudad Autónoma de Buenos Aires: BRE - Bienes Raíces Ediciones
- Gómez, D. (8 de agosto de 2020). Procrear 2020: requisitos, montos y otras claves del nuevo programa de crédito para la vivienda. *Infobae*. <https://www.infobae.com/economia/2020/08/08/procrear-2020-requisitos-montos-y-otras-claves-del-nuevo-programa-de-credito-para-la-vivienda/>
- Gómez, J. (2012). Financiando hogares. Las Compañías de Crédito Recíproco ante las políticas del Banco Hipotecario Nacional, 1936-1955. *Revista Electrónica de Fuentes y Archivos Centro de Estudios Históricos "Prof. Carlos S. A. Segreti"*, 3(3),74-94.
- Gómez, J. (2021). Una empresa pública de vivienda: el Banco Hipotecario Nacional durante el peronismo. En A. Jáuregui, A. y C. Belini, (Eds.), *Desafíos a la innovación. Intervención del Estado e industrialización en la argentina (1930-2001)* (1a ed., pp. 271-324). Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Teseo
- Gómez, J., y Gilbert, J. (2019). Vivienda y crédito en Argentina: evolución y dinámica del financiamiento habitacional entre 1936 y 1945. *Anuario Centro De Estudios Económicos De La Empresa Y El Desarrollo*, (11), 163-203. <https://ojs.econ.uba.ar/index.php/CEEED/article/view/1452>
- Grosz, M. (20 de marzo de 2022). Créditos hipotecarios 2022: cuánto prestan los bancos, cómo son las cuotas y qué sueldo exigen. *Clarín*. https://www.clarin.com/servicios/creditos-hipotecarios-2022-prestan-bancos-cuotas-sueldo-exigen_0_O7VbyWNEuD.html
- Hansen, S. (3 de junio de 2020). U-Shape? V-Shape? Recovery Shapes Explained and What They Mean for America's Economy. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/sarahhansen/2020/06/03/u-shape-v-shape-recovery-shapes-explained-and-what-they-mean-for-americas-economy/?sh=56b355725a59>
- ICE Benchmark Administration (s.f.). LIBOR® Introduction. <https://www.theice.com/iba/libor>

- INDEC. (2021). Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. *Informes Técnicos*, 5(110). https://www.indec.gov.ar/uploads/informes-deprensa/bal_06_21FB5BAA3C32.pdf
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (s.f.). Índice de Salarios. <https://www.indec.gov.ar/indec/web/Nivel4-Tema-4-31-61>
- Jara, L. (15 de junio de 2018). CVS – Coeficiente de Variación Salarial. *Observatorio Económico Social UNR*. <https://observatorio.unr.edu.ar/coeficiente-de-variacion-salarial-cvs/>
- Kanenguiser, M. (15 de enero de 2023). A 21 años del fin de la convertibilidad: por qué la salida fue tan caótica y qué chances hay de que resucite. *Infobae*. <https://www.infobae.com/economia/2023/01/15/a-21-anos-del-fin-de-la-convertibilidad-por-que-la-salida-fue-tan-caotica-y-que-chances-hay-de-que-resucite/>
- Kiguel, M. A., y Podjarny, E. (2007). Impacto de factores macro y microeconómicos en el desarrollo del mercado de hipotecas: Reflexiones basadas en Argentina, Chile y Uruguay. Serie de Estudios Económicos y Sociales. Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/es/publicacion/13539/impacto-de-factores-macro-y-microeconomicos-en-el-desarrollo-del-mercado-de>
- La Argentina enfrenta un 1999 con recesión y sin salida exportadora. (7 de febrero de 1999). *La Nación*. <https://www.lanacion.com.ar/economia/la-argentina-enfrenta-un-1999-con-recesion-y-sin-salida-exportadora-nid127103/>
- Laudonia, M. (14 de diciembre de 2021). Corralito, default, devaluación y pesificación, las escenas finales del modelo que colapsó. *Telam*. <https://www.telam.com.ar/notas/202112/577772-corrallito-rua-convertibilidad-2001-devaluacion.html>
- Ley N° 24.156 de 1992. Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional. Disposiciones generales. Sistemas presupuestario, de crédito público, de tesorería, de contabilidad gubernamental y de control interno. Disposiciones varias. 26 de octubre de 1992 (Promulgación parcial). Boletín Oficial de la República Argentina N° 31024
- Ley N° 24.241 de 1993. Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. Creación. 13 de octubre de 1993 (Promulgación parcial). Boletín Oficial de la República Argentina N° 27745
- Ley N° 26.222 de 2007. Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. 7 de marzo de 2007 Boletín Oficial de la República Argentina N° 31111
- Ley N° 26.425 de 2008. Sistema Integrado Previsional Argentino. 4 de diciembre de 2008. Boletín Oficial de la República Argentina N° 31548
- López, P. (10 de septiembre de 2020). Procrear 2020: requisitos de inscripción para las nuevas líneas de crédito que se abren el viernes 11 de septiembre. *El Cronista*. <https://www.cronista.com/economia-politica/Procrear-2020-requisitos-de-inscripcion-para-las-nuevas-lineas-de-credito-que-se-abren-el-viernes-11-de-septiembre-20200910-0008.html>
- Loser, C. (14 de febrero de 2021). La presidencia de Carlos Menem: desafíos, logros y fallas económicas de su gobierno. *Infobae*. <https://www.infobae.com/opinion/2021/02/14/la-presidencia-de-carlos-menem-desafios-logros-y-fallas-economicas-de-su-gobierno/>

- Maas, P. (8 de julio de 2021). La crisis que cambió al mundo (y Argentina) por varias décadas. *El Economista*. <https://eleconomista.com.ar/aniversario-70/la-tesis-cambio-mundo-y-argentina-varias-decadas-n44692>
- Márquez, F. (12 de octubre de 2006). La incorporación del fideicomiso a las legislaciones uruguaya y argentina. El modelo legal elegido. *Revista Crítica De Derecho Privado*, (3) 421-432.
- Ministerio de Desarrollo Territorial y Hábitat. (2020). Programa Procrear. Bases y condiciones para la solicitud de créditos hipotecarios con destino construcción de viviendas en el marco del programa procrear. Línea Lotes con Servicio Procrear y Construcción. https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/basesycondiciones_lcs_procrear_20.10.pdf
- Ministerio de Economía Argentina, (s.f.). Banco Hipotecario Nacional. Préstamos Hipotecarios. <http://mepriv.mecon.gov.ar/bancohipotecario/Prestamos%20Hipotecarios.htm>
- Ministerio de Economía, (2009). La Economía Argentina En El Primer Trimestre De 1999. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/http://cdi.mecon.gov.ar/greenstone/collect/iet/index/assoc/HASHf887.dir/doc.pdf
- Muchnik, D. (9 de agosto de 2011). El Rodrigazo, historia de una primicia. *El Auditor*. https://elauditor.info/gestionpublica/el-rodrigazo--historia-de-una-primicia_a5c9cd6ff39de533ce675aa3b
- Muscatelli, N. (24 de septiembre de 2020). Procrear 2020: ¿qué se puede construir con la plata del crédito hipotecario? *Clarín*. https://www.clarin.com/economia/procrear-2020-puede-construir-plata-credito-hipotecario-_0_wbSYs07.html
- Museo de la Deuda Externa Argentina (s.f). *02 de abril de 1976: Modelo de Valorización Financiera*. <https://museodeladeuda.econ.uba.ar/02-de-abril-de-1976-modelo-de-valorizacion-financiera/>
- Nunes, S. (30 de enero de 2023). El drama de la casa propia: la inflación consumió los créditos PROCREAR y en el Congreso piden ampliación de montos. *iProfesional*. <https://www.iprofesional.com/economia/376667-la-inflacion-consumio-los-creditos-procrear-piden-ampliar-montos>
- Pérez, E., Ortiz, E., Lamas, E., Lissarrague, A., Méndez Delfino, E., Noriega, E., Miguel, A., Vivot, A. y Lerena, L. (1936). Breve prosperidad y profunda crisis. El Banco Hipotecario Nacional en su Primer Cincuentenario. 1886-1936. (1a ed., pp. 47-56). Buenos Aires: S.A. Casa Jacobo Peuser Ltda.
- Pigna F. (s.f.a). *La autodenominada Revolución Libertadora*. El Historiador. <https://www.elhistoriador.com.ar/la-autodenominada-revolucion-libertadora/>
- Pigna F. (s.f.b). *Presidentes y ministros de Argentina (1776-2018)*. El Historiador. <https://www.elhistoriador.com.ar/presidentes-y-ministros-de-argentina/>
- Pigna F. (s.f.c). *A 38 años del golpe cívico-militar (1776-2018)*. El Historiador. <https://www.elhistoriador.com.ar/a-38-anos-del-golpe-civico-militar/>
- Pilcic, T. (13-15 de mayo 2009). *La distribución del bienestar en la Argentina Peronista. La ley de Propiedad Horizontal y su impacto en la ciudad de Mar del Plata*. Segundas Jornadas Nacionales de Historia Social, La Falda, Córdoba, Argentina. <http://sedici.unlp.edu.ar/handle/10915/113601>

- Polémica por la economía que deja Carlos Menem. (26 de septiembre de 1999). *Clarín*.
https://www.clarin.com/economia/polemica-economia-deja-carlos-menem_0_H1tl7j2xCKx.html
- PROCREAR 2022: cierra el nuevo concurso cómo acceder a la primera casa. 811 de septiembre de 2022). *Ambito*. <https://www.ambito.com/informacion-general/procrear/2022-cierra-el-nuevo-concurso-como-acceder-la-primera-casa-n5532343>
- Procrear 2022: empezaron las inscripciones para sacar préstamos para viviendas, ¿cuáles son los requisitos? (01 de noviembre de 2022). *El Cronista*. <https://www.cronista.com/economia-politica/procrear-2022-empezaron-las-inscripciones-para-sacar-prestamos-para-viviendas-cuales-son-los-requisitos/>
- ¿Qué es el cepo cambiario al dólar? (28 de octubre de 2019). *Clarín*.
https://www.clarin.com/economia/que-es-el-cepo-cambiaro-al-dolar-argentina_0_zd2c0gAx.html
- Quesada, R. (26 de agosto de 2020). Dow le compra a IRSA otros cinco pisos en u\$s 34,6 millones para seguir dolarizándose en metros cuadrados. *El Cronista*. <https://www.cronista.com/apertura/real-estate/Dow-le-compra-a-Irsa-otros-cinco-pisos-en-us-34-6-millones-para-seguir-dolarizandose-en-metros-cuad%E2%80%A6>
- Rato de Sambucetti, S. (2009). Estas hipotecas no fueron como en EE. UU. de instituciones particulares, sino de bancos oficiales. La Argentina supo tener sus "Subprime". *Consejo*, (6).
<https://archivo.consejo.org.ar/publicaciones/consejo/consejo6/subprime.htm>
- Reporte Inmobiliario (1 de marzo de 2023). *Índice CAC Diciembre 2022*.
<https://www.reporteinmobiliario.com/article5269-Indice-cac-diciembre-2022>
- Rossi, I. (2021). El Banco Central en Tiempos de Alfonsín: Política Monetaria y Diagnóstico Económico de los Funcionarios Constitucionales (1976-1984). *Cuadernos De Investigación. Serie Economía*, (10), 75-105. <http://170.210.83.53/index.php/cuadernos/article/view/3551>
- Rubinzal, D. (22 de julio de 2012). El plan del tercer gobierno peronista. Casa propia. *Pagina12*.
<https://www.pagina12.com.ar/diario/suplementos/cash/40-6156-2012-07-22.html>
- Rumi, M. (4 de agosto de 2020). Procrear 2020: los detalles del nuevo plan de créditos para la casa del Gobierno. *La Nación*. <https://www.lanacion.com.ar/economia/procrear-2020-alberto-fernandez-anunciara-relanzamiento-incluye-nid2412240/>
- S&P Global Ratings. (2021). Mercado hipotecario argentino puede estar condenado a repetir la historia. <https://www.spglobal.com/ratings/es/pdf-articles/2021-04-21-mercado-hipotecario-argentino-puede-estar-condenado-a-repetir-la-historia>
- Sanguinetti, A. (31 de julio de 2020). La crisis golpea fuerte a IRSA: tuvo que vender un emblemático edificio premium de Retiro para poder pagar sus deudas. *iProfesional*.
<https://www.iprofesional.com/negocios/320613-irsa-vende-emblematico-edificio-premium-de-la-zona-portena-de-retiro>
- Serrichio, S. (30 de enero de 2022). Argentina, última en un ranking internacional de confianza en el Gobierno y el Banco Central. *Infobae*. <https://www.infobae.com/economia/2022/01/30/sin-confianza-argentina-al-fondo-de-un-ranking-y-destacada-por-la-baja-credibilidad-en-el-gobierno-y-el-bcra/>

- Sigue el boom inmobiliario en Capital Federal. (9 de abril de 2008). *Infobae*.
<https://www.infobae.com/2008/04/09/373792-sigue-el-boom-inmobiliario-capital-federal/>
- Sigue el congelamiento de los créditos UVA. (31 de diciembre de 2019). *Pagina12*.
<https://www.pagina12.com.ar/239277-sigue-el-congelamiento-de-los-creditos-uva>
- Socoloff, I. (2019). Financiarización de la vivienda y crédito hipotecario en Argentina: el rol del Banco Hipotecario. En L. Shimbo y B. Rufino, (Eds.), *Financeirização e estudos urbanos na América Latina* (1ra ed., pp. 203-232). Río de Janeiro: Letra Capital Editora
- Socoloff, I. (2021). Fondos inmobiliarios cotizados y financiarización de la vivienda en Argentina. *Revista INVI*, 36(103), 85-111. <https://doi.org/10.4067/S0718-83582021000300085>
- Tabakman, D. y Levy Hara, F. (2010). La estructuración financiera de los proyectos inmobiliarios. En Marisol Rey, (Ed.), *El arte de financiar proyectos inmobiliarios: Una perspectiva global. EE. UU., España y la Argentina* (1a ed., pp. 23-53). Ciudad Autónoma de Buenos Aires: BRE - Bienes Raíces Ediciones
- Tavarone, M. (2022). Fideicomisos Financiero. En Tavarone, M. (Comp.), *Fideicomisos y Securitizaciones*. (pp. 15) Maestría en Finanzas Universidad Torcuato Di Tella.
- Torres Cabrerros, D. (24 de marzo de 2022). Deuda, dolarización y desregulación de la vivienda: la herencia económica de la última dictadura militar. *El DiarioAR*.
https://www.eldiarioar.com/economia/deuda-dolarizacion-desregulacion-vivienda-herencia-economica-ultima-dictadura-militar_1_8856874.html
- Treese, D. (10 de septiembre de 2020). Loan-To-Value Ratio: What It Is and Why It Matters. *Forbes*.
<https://www.forbes.com/advisor/mortgages/loan-to-value-ratio/>
- Vitto, C. (16 de mayo de 2019). La política del tercer gobierno peronista. El proyecto económico de Gelbard. *Instituto Argentino Para El Desarrollo Económico / Realidad Económica*.
<https://www.iade.org.ar/noticias/la-politica-del-tercer-gobierno-peronista-el-proyecto-economico-de-gelbard>
- World Bank (s.f.). LIBOR Transition. <https://treasury.worldbank.org/en/about/unit/treasury/ibrd-financial-products/libor-transition>
- Yofre, J. (20 de diciembre de 2019). La caída de Fernando De la Rúa: la historia secreta de la tormenta política perfecta y el final en el helicóptero. *Infobae*.
<https://www.infobae.com/sociedad/2019/12/20/la-caida-de-fernando-de-la-rua-la-historia-secreta-de-la-tormenta-politica-perfecta-y-el-final-en-el-helicoptero/>