

El *boom* de préstamos hipotecarios en perspectiva*

Recientemente, los medios de prensa han dado cuenta de un fuerte incremento en el otorgamiento de créditos hipotecarios para la adquisición de vivienda. Los préstamos con garantía hipotecaria otorgados a personas físicas por la totalidad de bancos que operan en el sistema financiero han sumado prácticamente \$20.000 millones en la primera mitad de este año, lo cual representa un aumento significativo frente a los \$ 10.300 millones otorgados a lo largo de todo el año 2016.

Este informe busca poner en perspectiva ese incremento, mostrando la información de los últimos años referida a los montos de créditos hipotecarios otorgados y sus condiciones. Asimismo, se suma el impacto del programa PRO.CRE.AR a los créditos otorgados por el sistema financiero, ya que por la magnitud que tuvo este programa, sería engañoso referirse al crédito hipotecario en Argentina en el período reciente sin hacer mención a su incidencia.

Como principal conclusión se destaca que, si se incluye entre los créditos para la vivienda a los otorgados por el programa PRO.CRE.AR, el *boom* actual implica un nivel de crédito hipotecario inferior al de los años 2014-2015, aunque con modificaciones en los destinos y las tasas de interés pactadas, que implican un menor impacto sobre la actividad económica y condiciones más gravosas para los deudores.

La evolución del crédito hipotecario del sistema financiero y sus condiciones

En los primeros seis meses de 2017 se otorgaron créditos hipotecarios a personas físicas por un monto total de casi \$ 20.000 millones, valor que sextuplica los \$ 3.500 millones que se otorgaron en el mismo período del año anterior.

Se trata del 1,0% del total de préstamos del sector financiero otorgados al sector privado no financiero, y del 3,3% del total de préstamos a personas físicas. En 2016 esas proporciones habían sido de 0,4% y 1,4%; es decir, indudablemente los créditos hipotecarios crecieron en importancia aún siendo una porción marginal del total de créditos del sistema financiero.

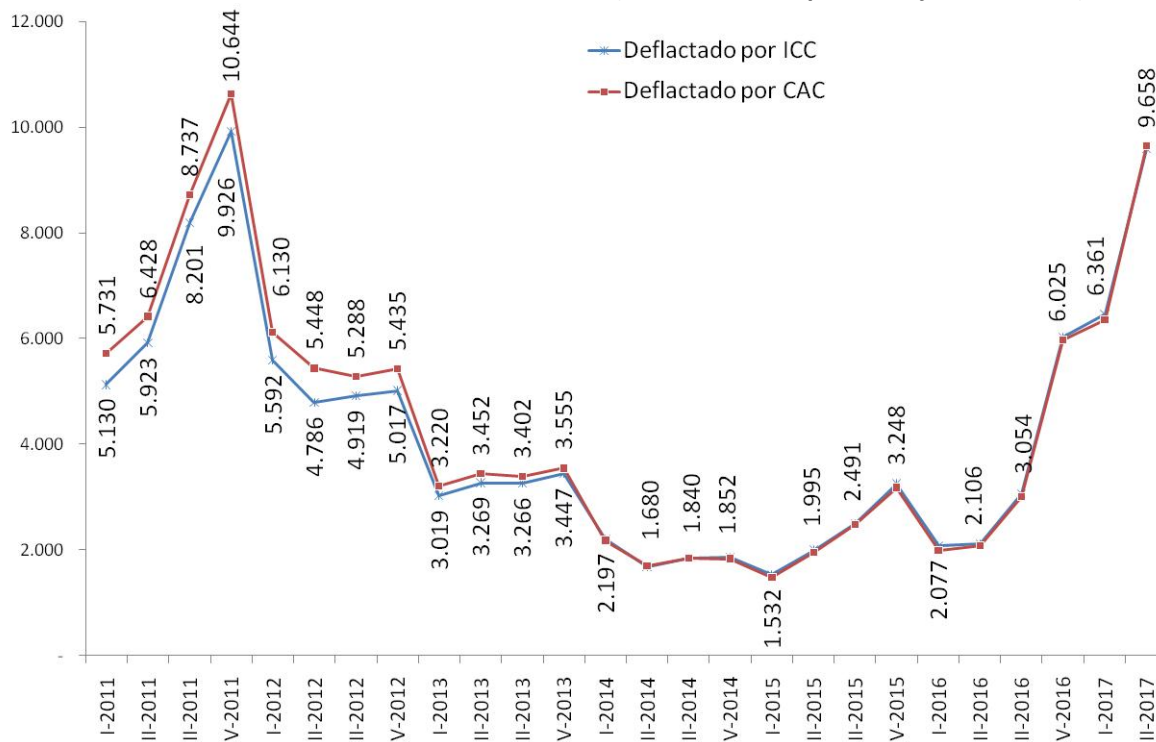
Ahora bien, la comparación del monto total de créditos otorgados a través de los últimos años, requiere necesariamente de alguna homogeneización previa en términos de poder adquisitivo. Para ello, se actualizaron los montos de crédito hipotecario a través de dos índices relacionados con la evolución del costo de la vivienda: el Índice del Costo de la Construcción (ICC) del INDEC y el

* Informe elaborado por Mariana L. González. Se agradecen los comentarios de Nicolás Arceo, Mariano Barrera, Ana Laura Fernández y Pablo Manzanelli a versiones previas de este documento.

Indicador de Costo de la Construcción de la Cámara Argentina de la Construcción (CAC). En ambos casos la utilización de estos índices permitió expresar los montos operados por préstamos hipotecarios en pesos constantes con el poder adquisitivo de julio de 2017.

El Gráfico N° 1 permite apreciar el rápido incremento que tuvieron los montos totales de créditos hipotecarios otorgados a personas físicas. El fuerte aumento de los préstamos que tuvo lugar desde el cuarto trimestre de 2016 implica que el total prestado en el segundo trimestre de 2017 sea equivalente a 4,6 veces el valor correspondiente al mismo trimestre del año anterior en pesos de poder adquisitivo constante. Este aumento, que continúa acelerándose de acuerdo con los últimos datos disponibles, permitió que el nivel de créditos hipotecarios recuperase el máximo relativo que tuvo a fines de 2011.

Gráfico N° 1. Montos operados por préstamos hipotecarios a personas físicas en moneda nacional. I trimestre 2011 a II trimestre 2017 (en millones de pesos de julio de 2017).



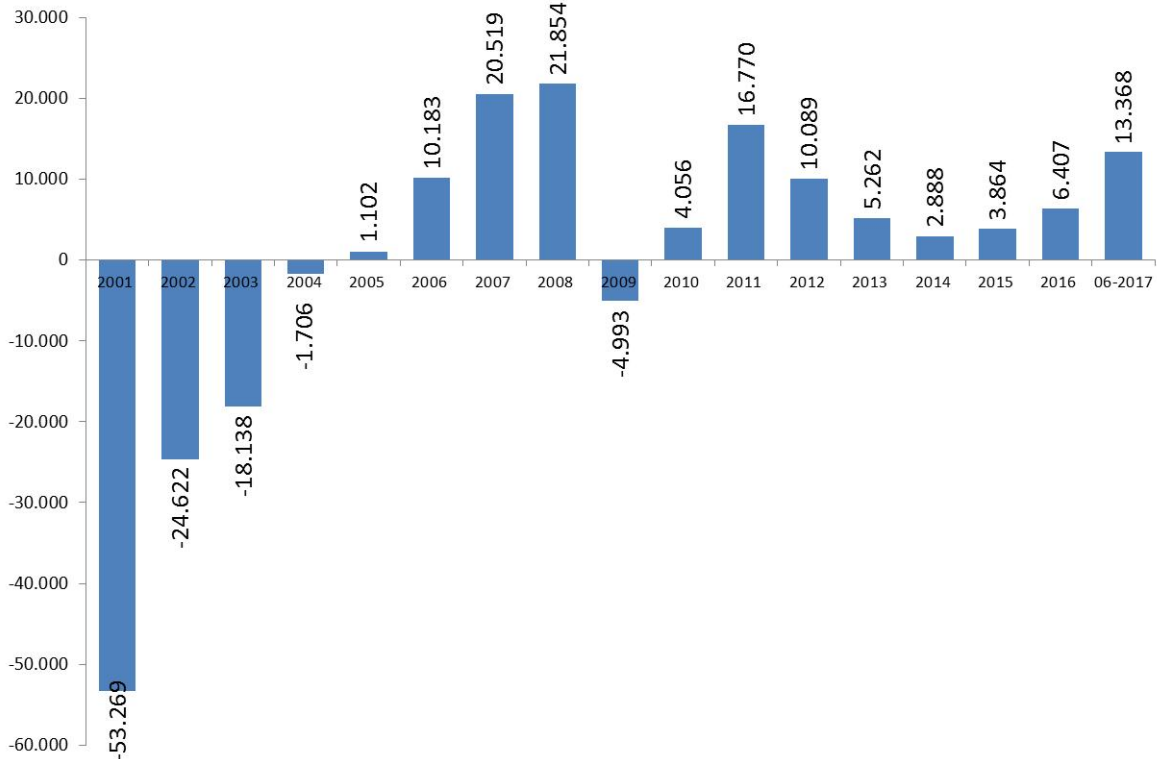
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, ICC-INDEC y CAC.

Una visión de más largo plazo de la evolución de los créditos hipotecarios puede verse en el Gráfico N° 2.¹ En este caso, dado que no se cuenta con datos sobre montos prestados, se muestra la variación del stock de créditos, que resulta afectada tanto por la devolución parcial de préstamos de períodos previos como por el otorgamiento de nuevos préstamos. Esta variación

¹ En lo que sigue, los montos se deflactan sólo por el ICC-INDEC.

netamente puede considerarse como una aproximación al monto de créditos generados en cada período².

Gráfico N° 2. Variación interanual del saldo de préstamos hipotecarios para la vivienda a personas físicas en moneda nacional y extranjera, 2001 a 2017
(en millones de pesos de julio de 2017)



Nota: La variación se calcula al final de cada año. Para el período 06-2017 se considera la variación interanual del stock entre junio de 2016 y el mismo mes de 2017.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e ICC-INDEC.

La crisis final de la convertibilidad tuvo un efecto sumamente negativo sobre los créditos hipotecarios a personas físicas. El stock de este tipo de créditos se redujo año a año entre 2001 y 2004 y recién en 2005 comenzó a expandirse levemente. A partir de entonces existió un crecimiento acelerado, interrumpido por el efecto recesivo de la crisis internacional sobre la economía argentina en el año 2009. Desde entonces volvió a crecer, de modo que en el año 2011 el aumento fue de \$ 16.770 millones (en pesos de julio de 2017) que aún resulta superior al incremento interanual reciente de \$ 13.368 millones para junio de 2017. La implementación de restricciones al acceso a la compra de divisas desde noviembre de 2011³ y la suba en la tasa de interés, junto con mayores incrementos en el tipo de cambio y en el valor de los inmuebles

² El stock de créditos hipotecarios para vivienda nominados en moneda extranjera en junio de 2017 representaba sólo el 0,3% del stock total (en moneda nacional y extranjera). La consideración de los préstamos en moneda extranjera en los años recientes resulta insignificante.

³ Debe considerarse que el mercado inmobiliario opera mayormente en dólares estadounidenses.

habrían implicado que entre 2013 y 2015 el otorgamiento de créditos hipotecarios por parte del sistema financiero estuviera en niveles muy bajos, lo que se refleja en un aumento del stock promedio de \$ 4.005 millones en esos años. El incremento en 2016 partió desde esos bajos valores y recién desde fines de ese año se verificó un crecimiento significativo.

El crecimiento estuvo vinculado con las nuevas modalidades de crédito habilitadas por la Ley de Sistema de Ahorro para el Fomento de la Inversión en Vivienda (N° 27.271). De acuerdo con esta ley aprobada en septiembre de 2016 se permite la creación de instrumentos de ahorro, inversión y crédito denominados en Unidades de Vivienda (UVIs).⁴

El valor de las UVIs fue establecido por el BCRA utilizando como referencia la milésima parte del valor promedio del metro cuadrado construido con destino a vivienda en la Argentina, de modo que 1.000 UVIs son equivalentes a un metro cuadrado. Este valor es actualizado mensualmente a través del Índice del Costo de la Construcción del Gran Buenos Aires que publica el INDEC para un determinado modelo de vivienda unifamiliar. En julio de 2017 el valor de la UVI se ubicó en promedio en 20,41.

La posibilidad de otorgar créditos hipotecarios cuyo capital se actualiza según el valor de la UVI implica para los bancos la garantía de cobrar una tasa de interés real positiva, sin importar cuál sea la evolución de la inflación. De este modo, considerando el período completo de repago de los préstamos, el monto total devuelto en concepto de capital e intereses resulta superior al de un préstamo hipotecario a tasa fija, la modalidad más frecuente con anterioridad a este cambio.

A su vez, para los deudores los préstamos actualizados por UVI presentan la ventaja de tener cuotas iniciales más bajas en relación con un crédito a tasa y cuotas fijas. Con los créditos hipotecarios de cuotas fijas, los valores iniciales suelen resultar más elevados para compensar el hecho de que la inflación puede licuar el valor de las cuotas posteriores. Estas cuotas más elevadas funcionan como un límite a la posibilidad de tomar créditos, ya que para cumplir con la relación cuota-ingreso y poder acceder a un monto de crédito que permita la adquisición de una vivienda debe contarse con un nivel familiar de ingresos considerablemente elevado. Con los préstamos nominados en UVIs, en cambio, la cuota inicial más baja hace más fácil el acceso, aunque a lo largo del tiempo se termine pagando un monto mayor en concepto de intereses y actualización del capital. Además, con estos créditos el deudor queda expuesto a la contingencia de la evolución de los precios.⁵

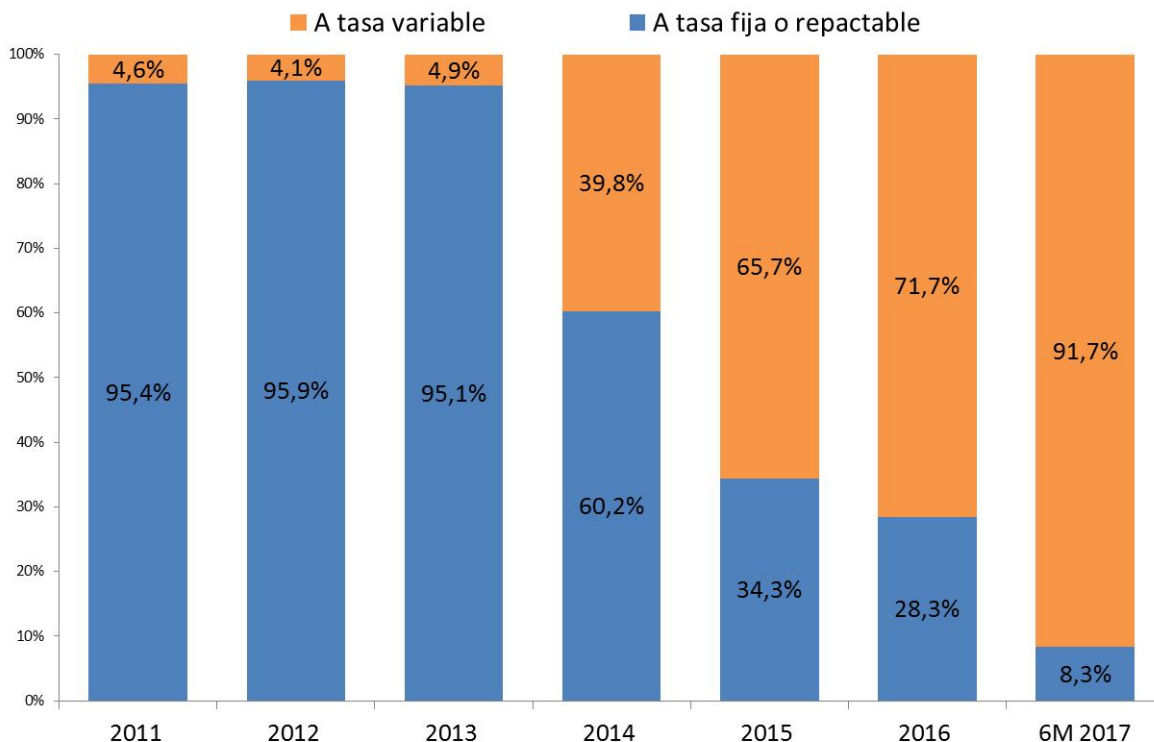
El Gráfico N° 3 permite apreciar de qué modo ha variado la composición de los créditos hipotecarios a personas físicas. Mientras que entre 2011 y 2013 más del 95% de estos créditos fue otorgado a tasa fija, en los primeros seis meses de 2017 la relación se invirtió y el 91,7% de los

⁴ Desde abril de 2016 el BCRA había creado otro índice UVI, en este caso actualizado por el CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia). Con la aprobación de la Ley N° 27.271 el índice actualizado por CER pasó a denominarse UVA y se reservó el nombre UVI para el actualizado por el Índice del Costo de la Construcción.

⁵ Si las cuotas crecen significativamente por encima de la evolución de los salarios, las entidades financieras están obligadas a dar la opción de extender el plazo del préstamo.

préstamos se otorgó a tasa variable, categoría en la cual se incluyen los que se actualizan por UVIs. Se muestra así el cambio de modalidad de los préstamos otorgados en el período reciente.⁶

Gráfico N° 3. Composición de los montos operados por préstamos hipotecarios a personas físicas en moneda nacional, según tipo de tasa de interés. 2011 a junio de 2017 (en porcentajes).



Nota: la tasa de interés repactable es la pactada en operaciones que estipulen, para la vigencia de la tasa contractualmente convenida, un período menor al plazo total de la operación.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Asimismo, en el Gráfico N° 4 puede verse de qué modo la actualización de los préstamos hipotecarios mediante la variación de la UVI más la aplicación de la correspondiente tasa de interés da como resultado un valor sustantivamente superior al que tendría una tasa de interés fija.⁷ En dicho gráfico se incluyen dos escenarios de tasa de interés para préstamos pactados en UVIs: 3,5% y 8,5% que son las tasas de interés mínima y máxima observadas en el sistema financiero en la actualidad, de acuerdo con información publicada por los mismos bancos.⁸ En efecto, considerando la tasa máxima el porcentaje prácticamente duplica el de la tasa de interés fija. Este diferencial de tasas de interés implicará que en el plazo de vida de los préstamos la

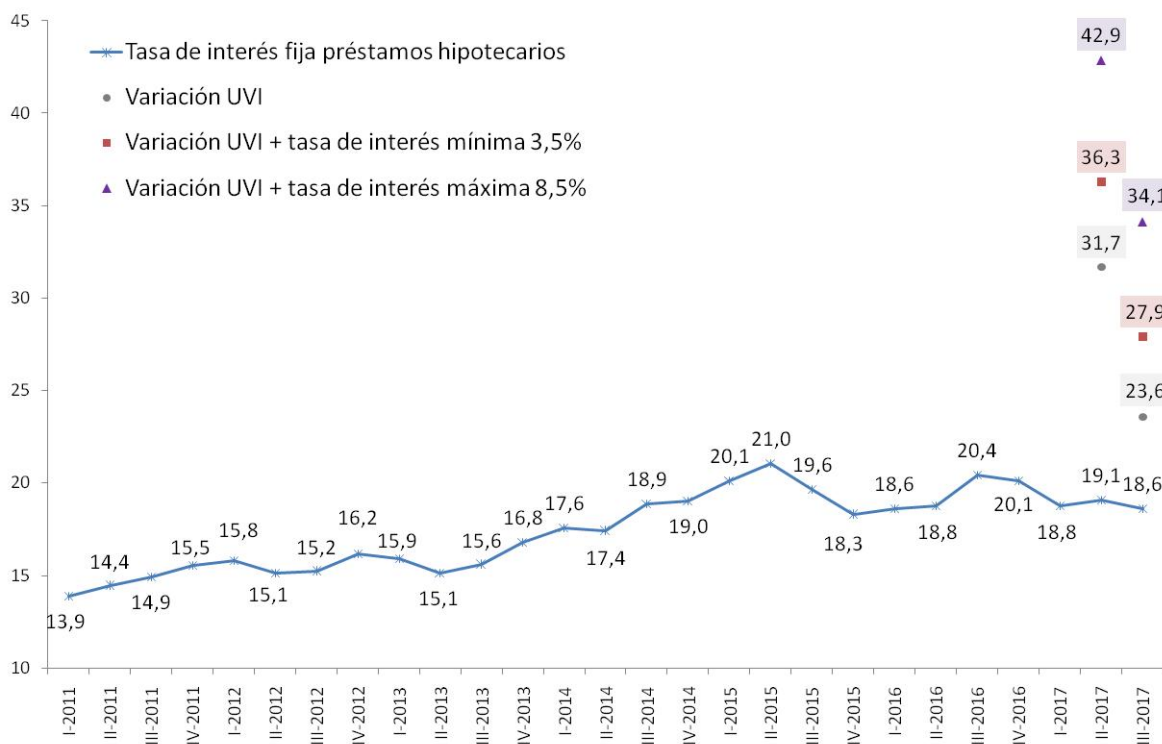
⁶ Cabe mencionar que en 2014 y 2015 si bien aumentaron los créditos a tasa variable se trata de períodos en los que los montos de los créditos fueron muy bajos en el marco del auge del PRO.CRE.AR.

⁷ El cálculo de actualización de capital y aplicación de intereses fue realizado de modo interanual. La sofisticación de este cálculo simple implicaría realizar una actualización diaria y computar las devoluciones de capital mensualmente.

⁸ La tasa de interés mínima corresponde al Banco Nación y la tasa de interés máxima al Banco Hipotecario.

devolución de capital e intereses realizada por los préstamos en UVI resulte muy superior al del resto de los créditos, al menos en un contexto de inflación considerable.

Gráfico N° 4. Tasa de interés fija o repactable por préstamos hipotecarios a personas físicas, variación interanual de la UVI y tasa de interés mínima y máxima sobre préstamos pactados en UVI. I trimestre 2011 a III trimestre 2017 (en porcentaje nominal anual)



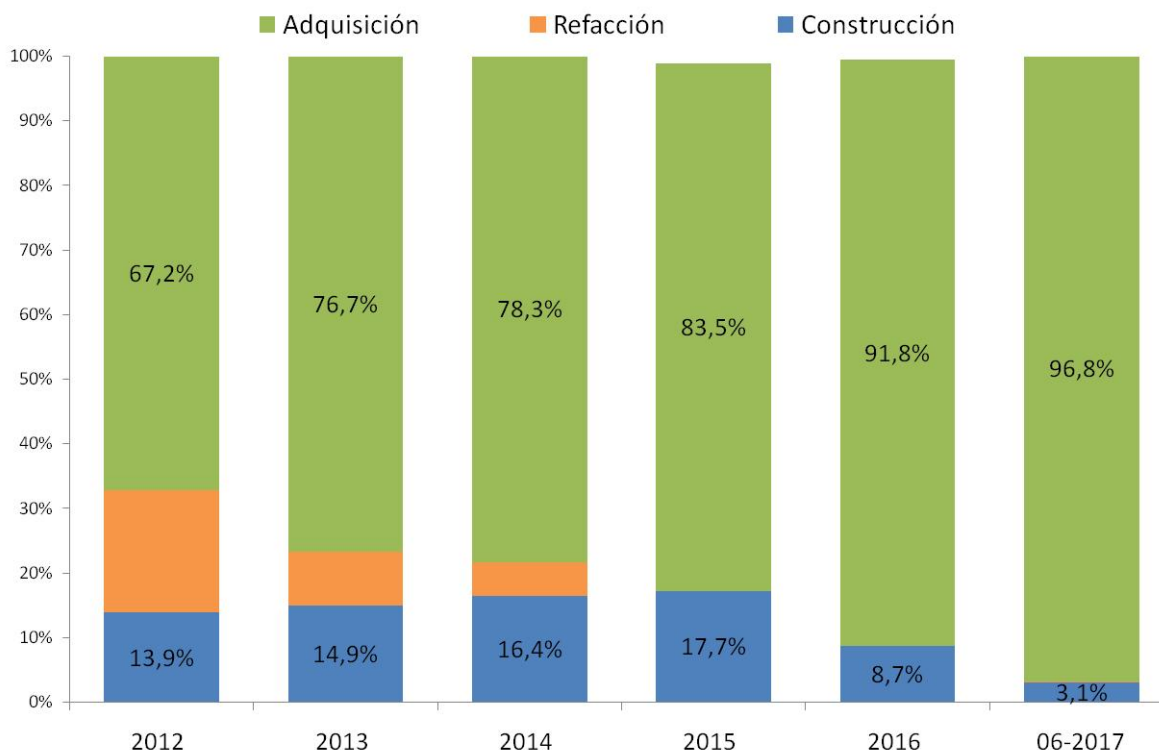
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, INDEC e información pública de bancos.

Como se mencionó, la mayor parte de los préstamos hipotecarios para vivienda tomados desde fines de 2016 corresponden a esta nueva modalidad de actualización por UVI. Dado que este tipo de préstamos permiten ampliar el monto prestable para un nivel de ingreso familiar determinado, han sido destinados especialmente para adquisición de vivienda ya construida (fundamentalmente viviendas usadas), desplazando a los créditos para construcción, con mayor representación en años anteriores. Así como entre 2012 y 2015 entre el 13,9% y el 17,7% de la variación anual del stock de créditos hipotecarios para vivienda se utilizó para construcción, en 2017 ese destino fue sólo para el 3,1% de la variación del stock mientras que el 96,8% se aplicó a adquisición (Gráfico N° 5).

De este modo, si bien las nuevas modalidades de crédito implican una solución para numerosas familias, su efecto sobre la actividad de la construcción en particular, y sobre el nivel de actividad económico en general, resulta muy reducido, en tanto no se incentiva la edificación de nuevas viviendas sino la compra-venta de unidades usadas. Esta diferencia no es menor, dado que la construcción es un sector muy importante en la generación de empleo. Asimismo, el impulsar las

adquisiciones de viviendas usadas mediante el crédito sin incentivar al mismo tiempo la construcción tendrá como efecto un incremento en el precio de las viviendas, cuyo valor ya es elevado en relación con el poder adquisitivo de los trabajadores.

Gráfico N° 5. Composición de la variación interanual del saldo de préstamos hipotecarios para la vivienda a personas físicas en moneda nacional y extranjera, según destino del préstamo. 2012 a 2017 (en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

El impacto de PRO.CRE.AR

Hasta aquí la información presentada en este informe da cuenta de un importante incremento de los créditos hipotecarios para vivienda otorgados por el sistema financiero desde fines de 2016, que lleva el nivel actual de monto total prestado aproximadamente al vigente en 2011. Estos nuevos préstamos se concentran en la adquisición de viviendas siendo casi nula la construcción como destino, y se pactan a tasas de interés implícitas (incluyendo la variación de valor de la UVI) sustantivamente superiores a los préstamos hipotecarios con las modalidades preexistentes.

Para completar este panorama sobre el crédito hipotecario no puede dejarse de lado la consideración del programa de alcance nacional PRO.CRE.AR (Programa de Crédito Argentino del Bicentenario para la Vivienda Única Familiar), no incluido en las estadísticas previas. PRO.CRE.AR es un fideicomiso público creado en junio de 2012 por el Decreto N° 902, que hasta fines de 2015

había logrado comprometer prácticamente 200.000 soluciones habitacionales, considerando tanto los créditos ya otorgados como las casi 30.000 viviendas en ejecución por parte del Programa.

Al momento de su creación, el PRO.CRE.AR fue concebido con un doble propósito: por un lado, complementar los programas existentes en pos de reducir el déficit habitacional y, por el otro, generar puestos de trabajo y dinamizar el sector de la construcción.

Los créditos otorgados se caracterizaron por la flexibilidad en cuanto a los requisitos generales de admisibilidad, así como las tasas de interés preferenciales que iban del 2% al 14%. Estas tasas resultaban sustantivamente inferiores a las cobradas por los créditos hipotecarios⁹ otorgados por el sistema financiero, ya mostradas en el Gráfico N° 4, pero además eran progresivas según el nivel de ingresos, de modo tal que aquellas familias de menores ingresos accedían a las tasas más bajas. Los beneficiarios eran seleccionados mediante sorteo público por Lotería Nacional entre grupos clasificados de acuerdo con su región, su nivel de ingresos –que no podía superar un determinado tope- y las características sociodemográficas del hogar. El sorteo funcionaba como garantía de transparencia en la adjudicación.

Durante los años de su plena vigencia, la magnitud de los créditos otorgados a través de PRO.CRE.AR resultó muy superior a los préstamos hipotecarios del sistema financiero. Entre 2012 y noviembre de 2015 se desembolsaron créditos por un total de \$ 38.191 millones y se invirtieron \$ 10.934 adicionales en la construcción de viviendas en desarrollos urbanísticos. Entre esos mismos años, los créditos hipotecarios a personas físicas otorgados por todos los bancos sumaron menos de \$ 19.000 millones.

El PRO.CRE.AR fue desarrollando distintas líneas de crédito, con el fin de dar respuesta a diferentes necesidades habitacionales: Construcción y Construcción + Terreno, para el financiamiento de la construcción de la vivienda única, familiar y de ocupación permanente y, eventualmente, la adquisición del terreno para la misma; Ampliación/Terminación, para la ampliación de la vivienda, o la finalización de una obra con un grado de avance significativo; Refacción, para la realización de obras orientadas a mejorar una vivienda ya existente; Vivienda a estrenar, para la adquisición de viviendas nuevas. El 83% de los montos de créditos correspondientes a estas líneas de crédito correspondían al financiamiento de la construcción, con o sin terreno. Finalmente, se agregó una línea de créditos para adquirir las viviendas construidas por el Programa en alguno de los 79 desarrollos urbanísticos en todo el país, y otra para la compra de lotes con servicios también desarrollados desde PRO.CRE.AR.

Con la asunción del nuevo gobierno, el ritmo de otorgamiento de créditos mermó notablemente, dado que sólo se finalizaron los trámites ya iniciados con anterioridad, mientras continuaron las

⁹ El costo financiero total también resultaba reducido, ya que se habían minimizado los gastos a cobrar por el crédito.

inversiones en los desarrollos urbanísticos y los créditos asociados a la entrega de estas viviendas.¹⁰

En julio de 2016 se relanzó el programa transformando las condiciones de las líneas de crédito anteriores en un nuevo tipo de crédito, llamado Solución Casa Propia. Este crédito, gestionado a través de distintos bancos del sistema financiero, no contaba con las condiciones ventajosas de los créditos del anterior PRO.CRE.AR. Se agregó, en cambio, un subsidio directo al momento de la compra de una vivienda nueva o usada. De todos modos, su ejecución fue muy limitada durante todo el año, ante la restricción de recursos del Programa.

Recientemente, en marzo de 2017 volvió a lanzarse una nueva línea de créditos, también a través del sistema financiero y con un subsidio de PRO.CRE.AR. La diferencia principal es que los préstamos son nominados en UVIs. Nuevamente, se trata de créditos para la compra de vivienda, no para su construcción. Mediante esta línea se realizaron hasta agosto, de acuerdo con información brindada a la prensa por el subsecretario de Desarrollo Urbano y Vivienda, 5.576 escrituras que implican créditos por \$ 3.271,5 millones y subsidios por \$ 1.784,4 millones.

De este modo, puede indicarse que una de las transformaciones principales que tuvo lugar en el programa PRO.CRE.AR refiere al rol de los sectores público y privado en sus lineamientos y operatoria. Mientras que en su concepción original se trataba de créditos y obras¹¹ realizados por el Estado a través de un fideicomiso, en el cual el Banco Hipotecario operaba como fiduciario y se encargaba de la instrumentación de los créditos, en la nueva modalidad el Estado se limita a dar subsidios mientras que los créditos son otorgados por el sistema financiero, con condiciones que implican para los bancos una rentabilidad comparable a la de otros préstamos. El Estado queda así relegado en un segundo plano frente al mercado.

Pero no fue éste el único cambio. Como se señaló anteriormente, el nuevo PRO.CRE.AR no otorga créditos para la construcción sino para la compra de vivienda, fundamentalmente usada. Se pierde así el efecto positivo sobre la actividad económica y el empleo y no se amplía la oferta de viviendas, de modo que el aumento de las transacciones tiende a hacer subir los precios de los inmuebles. Asimismo, al no subsidiar la tasa de interés sino el capital, y actualizar este capital por el valor de la UVI, no garantiza que las cuotas de los créditos puedan ser afrontadas por las familias que los toman a lo largo de toda la vida del préstamo.

Como consecuencia de estos cambios y de la merma de recursos destinados a PRO.CRE.AR, el volumen de sus créditos para la vivienda se ha contraído notablemente. Bajo estas circunstancias, resulta engañoso referirse al crédito hipotecario en Argentina en los últimos años sin hacer

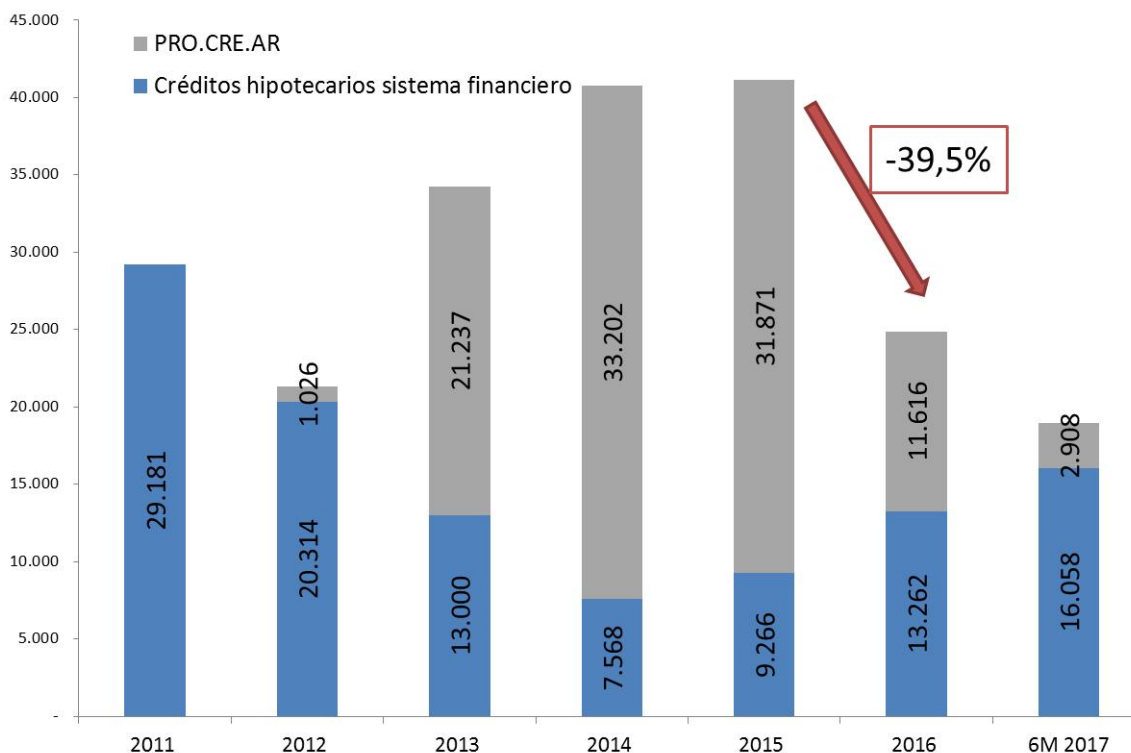
¹⁰ Los desarrollos urbanísticos cuyas obras se encontraban iniciadas al momento del cambio de gobierno fueron continuados con posterioridad y aún en la actualidad continúan entregándose viviendas a los beneficiarios. En cambio, aquellos proyectos que debían ser licitados fueron transformados para la construcción por el sistema de asociación público-privada, donde PRO.CRE.AR recibe algunas viviendas como pago por los terrenos nacionales, mientras que el resto de las construcciones quedan para el desarrollador privado que las construye.

¹¹ Las obras corresponden a los desarrollos urbanísticos y los lotes con servicios.

mención a la incidencia de este programa. Por ello, en el Gráfico N° 6 se presenta la totalidad de los montos prestados para la vivienda, sumando al sistema financiero y a PRO.CRE.AR.¹²

Para el cálculo del total de créditos para la vivienda debieron sumarse los montos desembolsados por PRO.CRE.AR hasta 2015, dado que estos créditos, al ser otorgados por un fideicomiso y no por el sistema financiero, no están incluidos en las estadísticas informadas por el BCRA sobre créditos hipotecarios. En cambio, una parte de los nuevos créditos PRO.CRE.AR., aquellos que son proporcionados a través de los bancos, ya se encuentran incluidos en las estadísticas exhibidas y sólo fue necesario agregar el subsidio del programa para completar el panorama del monto de créditos otorgados. Con el fin de mantener la comparabilidad a través del tiempo, las sumas son expresadas en pesos constantes de julio de 2017.

Gráfico N° 6. Montos operados por préstamos hipotecarios a personas físicas en moneda nacional y montos de préstamos y/o subsidios para la vivienda otorgados a través del Programa Crédito Argentino del Bicentenario (PRO.CRE.AR). 2011 a junio de 2017 (en millones de pesos de julio de 2017).



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, ICC-INDEC y PRO.CRE.AR.

Notas: Desde 2016 la información de PRO.CRE.AR fue estimada en función de los beneficiarios y trámites de crédito iniciados con anterioridad a ese año, así como mediante información de prensa sobre los resultados de las nuevas líneas de crédito. En 2017 se incluyen entre los créditos del sistema financiero parte de los créditos PRO.CRE.AR otorgados por distintos bancos.

¹² Se incluyen todos los créditos otorgados a personas individuales por PRO.CRE.AR para las distintas líneas relacionadas con la vivienda, no así los desarrollos urbanísticos.

La suma de la totalidad de los créditos para la vivienda permite apreciar cómo entre 2013 y 2015 PRO.CRE.AR suplió la falta de crédito hipotecario del sistema financiero, representando en promedio el 73,6% del total de préstamos para la vivienda. En 2016, aún a pesar de que existió cierta reactivación del mercado de créditos hipotecarios, la caída de las sumas prestadas por PRO.CRE.AR implicó que en conjunto los préstamos para la vivienda en Argentina se redujeran en 39,5%.

En 2017 la fuerte expansión que tuvo el préstamo hipotecario nominado en Unidades de Vivienda implicó que los créditos del sistema financiero evidenciaran un salto respecto de los años previos y recuperaran un nivel similar al que tenían en 2011. De todos modos, dado el reducido monto que se ejecutó desde PRO.CRE.AR, la suma de los préstamos para la vivienda otorgados por el sistema financiero y por PRO.CRE.AR resulta inferior –después de anualizarla– a los niveles de 2014 y 2015.

Al analizar estas cifras puede resultar llamativa la insistencia de los medios de prensa en celebrar la existencia de un *boom* créditos hipotecarios, como si el nivel actual no tuviese precedentes. Más allá de la benevolencia con que los medios puedan tratar esta política actual y la desvalorización que muchas veces sufrió PRO.CRE.AR, hay algunas particularidades del sistema de créditos actuales que pueden explicar parcialmente su celebración.

Por un lado, aquellas familias que hoy están accediendo a estos créditos, con ingresos medios y medios-altos, residentes en grandes ciudades y especialmente en la Ciudad de Buenos Aires, tienen características diferentes de los beneficiarios de PRO.CRE.AR de los años previos, cuando el perfil predominante era de ingresos medios y medios-bajos y con alta presencia en el interior del país. Evidentemente, los intereses de unos y otros ciudadanos no aparecen reflejados equitativamente en los medios de comunicación.

Por otro lado, PRO.CRE.AR era un programa desarrollado fundamentalmente desde el Estado y con recursos estatales, que suplía el rol que no ocupaba el sistema financiero en la satisfacción de la necesidad de créditos hipotecarios y soluciones de vivienda. En cambio, los créditos nominados en UVIs otorgados por el sistema financiero implican un negocio rentable para los bancos, que tienen interés en promover.