

Colección  
**Temas del  
Hábitat**

---

# EL SUEÑO DE LA CASA PROPIA



---

PASADO, PRESENTE Y FUTURO DEL  
CRÉDITO HIPOTECARIO EN ARGENTINA

FEDERICO GONZÁLEZ ROUCO





EL SUEÑO DE LA CASA PROPIA

Colección  
**Temas del  
Hábitat**

---

# **EL SUEÑO DE LA CASA PROPIA**

---

PASADO, PRESENTE Y FUTURO DEL  
CRÉDITO HIPOTECARIO EN ARGENTINA

**FEDERICO GONZÁLEZ ROUCO**





González Rouco, Federico

El sueño de la casa propia : pasado, presente y futuro del crédito hipotecario en Argentina / Federico González Rouco ; prólogo de Pablo Roviralta. - 1a ed ampliada. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Fundación Tejido Urbano, 2024.

144 p. ; 20 x 15 cm. - (Temas del Hábitat / 1)

ISBN 978-631-90383-0-9

1. Hábitat. 2. Hábitat Urbano. 3. Créditos. I. Alvarez de Celis, Fernando, prolog. II. Título.

CDD 363.582

**Editado por:**  
**TEJIDO URBANO**

Azopardo755, C1107ADK,  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires.  
Argentina.  
www.tejidourbano.net  
info@tejidourbano.net

**PABLO ROVIRALTA**  
Presidente

**FERNANDO ÁLVAREZ DE CELIS**  
Director ejecutivo

**VANESA CASTRO ARATA**  
Coordinadora general

**FEDERICO GONZÁLEZ ROUCO**  
Investigador a cargo de esta publicación

**MARTINA GÓMEZ** (Diseño)

**MACARENA GÓMEZ** (Edición)

Diseño de grilla original,  
**Bisman Ediciones.**



@fundaciontejidourbano



/Tejidourba



@tejido\_urbano

Hecho el depósito que establece la Ley 11723. Impreso en la Argentina / Printed in Argentina. © de la publicación, Tejido Urbano, 2024.  
Todos los derechos reservados bajo convenios internacionales y la Convención Panamericana de Derecho de Autor. No se permite la reproducción parcial o total de este libro ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este mecánico, electrónico, por fotocopia, grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del copyright.



La **Fundación Tejido Urbano** es un lugar de encuentro, de enlace y de investigación integrado por profesionales, especialistas e investigadores de distintas disciplinas y con experiencias complementarias en temas en torno al hábitat y a la ciudad, que se desempeñan tanto dentro como fuera de la función pública. Tiene por objeto combatir los problemas habitacionales y alertar a la sociedad sobre su existencia. En ese sentido, busca apoyar investigaciones y acciones renovadoras que puedan orientar a especialistas y decisores acerca de soluciones y herramientas innovadoras que apunten a reducir los déficits habitacionales de nuestra sociedad.





## PRÓLOGO

Los datos del último censo de población y vivienda muestran que en 2022 la cantidad de propietarios en Argentina abarcaba al 65% de la población, diez puntos porcentuales por debajo de 2010 y en línea decreciente desde 1991. Actualmente, en la ciudad de Buenos Aires solo la mitad de la población es propietaria. Una de las causas que explicarían este fenómeno es la imposibilidad de pagar una vivienda a largo plazo. Se suele decir que Argentina es un país donde las zapatillas se compran en cuotas y los departamentos en efectivo, llevando una caja de zapatillas repleta de dólares.

Federico González Rouco lleva varios años investigando y aportando propuestas en torno a políticas públicas sobre vivienda. Su primer libro, *Dueños o inquilinos*, marcó un antes y un después en este sentido, sobre todo porque incluyó al alquiler en la discusión y entre las soluciones del déficit habitacional. En esta ocasión —por encargo de Tejido Urbano— se concentra en el crédito hipotecario: su historia en Argentina, las herramientas que deberían existir en economías inestables como la nuestra, y experiencias de países de la región.

Entre los conceptos que utiliza, hay uno particularmente esclarecedor sobre la necesidad del crédito hipotecario. Me refiero a la “demanda aspiracional” como síntesis de necesidades objetivas y subjetivas que hacen de la vivienda un hogar, no solo la suma de metros cuadrados. Sin dudas, entre esas necesidades figura un título de propiedad al que los ciudadanos de economías estables acceden —en un plazo lógico— a través de una hipoteca, que les permite vivir en condiciones razonables.

En Argentina habrá crédito de largo plazo —cuya quintaesencia es el hipotecario— cuando los ahorristas estén dispuestos a invertir en nuestra moneda con ese mismo horizonte temporal. El camino parece sinuoso pero no imposible, rendirse es el peor resultado. Este libro muestra pasado, presente, pero sobre todo señala caminos para un futuro donde el crédito hipotecario sea uno de los motores que permita cumplir el anhelado sueño de la casa propia.

**PABLO ROVIRALTA**

Presidente de la Fundación Tejido Urbano





## INTRODUCCIÓN

Argentina es, quizás, el único país en el mundo en el que la mayoría de la gente compra una remera en cuotas y un departamento al contado. Este es el síntoma más claro de lo complejo que es el acceso a la vivienda, pero grafica mucho más que eso. Significa que pensar a largo plazo es muy difícil, que normalizamos vivir sin financiamiento y que aceptamos que sólo se muda el que puede alquilar (cada vez más difícil), el que tiene ahorrado lo necesario para comprar o construirse su vivienda (también cada vez más difícil) o el que tiene una red de familia o amigos que colaboran en la realización del sueño de la casa propia.

Dejamos casi en el olvido la única opción masiva de acceso a la vivienda, el crédito. Y es así porque no cumplimos con ninguna de las condiciones que deberían darse para que cualquiera pueda acercarse a un banco y pedir un préstamo. En primer lugar, la macroeconomía estable es una condición necesaria, sin eso, no se puede pensar a largo plazo. Pero, además, para que funcione correctamente, hace falta una buena regulación y complementos que amplifiquen el alcance del crédito. Entre 2016 y 2019, con un principio de estabilidad macroeconómica (o, al menos, la idea de que era posible) se logró un aumento pocas veces visto en la historia argentina, el primer período de los créditos UVA fue el tercer momento de crédito hipotecario más intenso de la historia argentina.

Pero, a esos problemas económicos, hay que sumarle, que en un país sin crédito hipotecario, el aumento en la esperanza de vida atenta contra el acceso a la vivienda en propiedad, dado que uno de los principales canales de transición en tenencia es la herencia. Además, como la cantidad de propietarios en las nuevas generaciones es cada vez menor que en las anteriores, la sociedad tiende hacia una situación cada vez menos basada en la vivienda en propiedad como eje rector.

Ante esa problemática se hace necesaria una buena política de vivienda, que debería tener siempre cuatro objetivos muy concretos: primero, como marco general, ampliar el abanico de mecanismos posibles de acceso a la vivienda, ya sea a través de instrumentos regulatorios o financieros que promuevan el financiamiento y la construcción, o mediante una legislación del alquiler que



incentive a la oferta y la estabilidad de la demanda. Por otra parte, la política de vivienda debe fomentar instrumentos que permitan mejorar la calidad habitacional. En tercer lugar, debe generar las condiciones para que se propicie el aumento de la oferta de viviendas en línea con las necesidades de los hogares, lo que puede incluir diferentes tipos de acciones (cesión de tierras públicas, financiamiento, simplificación de trámites, etc.), pero todo el proceso debe estar apoyado en una coyuntura macroeconómica que permita que haya demanda para dicho proceso. Por último, algo poco discutido, la política de vivienda debe siempre tender a fortalecer la capacidad de los hogares de sostener la estabilidad residencial y la seguridad de tenencia.

Existen diferentes maneras para lograr que se cumpla el primero de los objetivos antes mencionados, pero hay dos que son las más comunes: alquiler o compra. En las páginas que siguen, el objeto a analizar es la compra a través de un crédito, pero eso no significa que el alquiler como mecanismo de acceso a la vivienda no sea algo a considerar. Al contrario, en cualquier estrategia integral de política habitacional, el mercado de alquileres tiene que estar en el centro, aparejado con el financiamiento. Esto es así porque hay segmentos específicos de la población, como los jóvenes, que cuando se emancipan o se mudan por cuestiones laborales, se apoyan en el alquiler como única opción, más allá del contexto económico. Por otro lado, el alquiler es la opción más accesible cuando no hay crédito hipotecario y las personas quieren mudarse porque cambian de ciudad o porque buscan alternativas que les permitan acceso a mayor comodidad, conectividad o ciudad de cercanía, como por ejemplo, el ámbito laboral o educativo.

Pero este es un libro sobre crédito hipotecario, sobre por qué estamos, en 2023, en el peor momento de la historia, pero también sobre por qué nunca fuimos un país con mucho financiamiento y sobre qué hicieron los países vecinos para tener muchísimo más financiamiento que nosotros. Es un libro que busca llenar uno de los espacios más vacíos en Argentina, el de la documentación estadística de los temas. Dentro de las limitantes argentinas, por la historia reciente de las estadísticas públicas y por la poca información que tenemos del mercado de vivienda, en este trabajo se priorizaron datos específicos. Se muestran encuestas públicas y privadas, informes de consultoras, trabajos académicos y algunos datos elaborados directamente para este trabajo.

La finalidad es fortalecer lo que sabemos del crédito hipotecario, cuánto es,





dónde, quién lo otorga y cómo, pero también de empezar a proyectar qué pasaría si se hacen algunos de los cambios necesarios para que haya más acceso a la vivienda. Específicamente, se muestra por qué es necesaria la unidad indexada (la que hoy llamamos UVA) y cómo funcionarían el fondo de compensación y el seguro hipotecario. Son herramientas muy importantes, pero no es todo. A eso, aunque aquí no se mencione, habría que sumarle la posibilidad de la portabilidad hipotecaria y la hipoteca sobre bien futuro, principalmente.

El objetivo de esta publicación es intentar realizar una profundización en el análisis de cómo mejorar el acceso al crédito hipotecario. Para esto, hay dos barreras principales a sortear: la cuota y el nivel de ingreso que se exige. La cuota es el resultado de la interacción de muchas variables (tasa de interés, plazo del crédito, valor del inmueble y el porcentaje del costo de la propiedad que se financia) mientras que el ingreso necesario depende directamente de cuánto se permita comprometer para la cuota. La tasa de interés y valor de los inmuebles son variables, a priori, imposibles de afectar desde la política crediticia, al menos no directamente. Sin embargo, la experiencia latinoamericana enseña cómo reducir la tasa de interés a través de unidades indexadas o, al menos, cómo hacer que la tasa de interés no genere un aumento prohibitivo en las cuotas. Por otro lado, donde sí hay margen para actuar es en el plazo, el porcentaje a financiar y el porcentaje del ingreso que se puede comprometer, lo que será materia de análisis en este escrito.

El primer capítulo es sobre la historia del crédito hipotecario en Argentina, que podría decirse que empezó en 1886 cuando se crea el Banco Hipotecario Nacional y que, a pesar de los intentos, siempre tuvo en la inestabilidad macroeconómica un limitante muy pronunciado. Hoy estamos, según varios indicadores, en el peor momento de la historia en términos de crédito hipotecario. En un país con crisis recurrentes y cíclicas, el largo plazo es un lujo.

El segundo capítulo es sobre algunos instrumentos que países con situaciones similares a la Argentina fueron utilizando para que haya crédito, como las unidades indexadas (la que nosotros llamamos UVA) o los fondos de compensación. Tener inestabilidad económica es un problema, pero se puede amortiguar, al menos hasta que se logre la estabilidad. La estabilidad macroeconómica es necesaria, pero no es todo, se puede fortalecer con buenos complementos del mercado hipotecario. A la estabilidad macroeconómica hay



que potenciarla y esta temática se aborda concienzudamente en esta segunda parte.

El tercer capítulo es un breve repaso por la historia del crédito hipotecario en América Latina, pero especialmente en México, Chile y Colombia. Con estrategias diferentes, cada uno logró tener un mercado de financiamiento sólido, apoyados en economías estables pero con instrumentos creativos y que funcionan bien. Este capítulo es la aplicación práctica del segundo, porque de eso se trata, de ver cómo operativizar lo que en teoría parece de fácil aplicación, adaptando dichos modelos a nuestro país.

El cuarto capítulo trata de las crisis y de cómo cada momento de tensión significa una reconversión del mercado de hipotecas. En especial, se analizan dos crisis recientes, la conocida como Subprime y la que se generó con la pandemia del COVID-19 y las cuarentenas a nivel global. Ambas fueron eventos globales y duraron algunos años, pero la primera tuvo la particularidad de tener el epicentro en el mercado inmobiliario (especialmente en Estados Unidos) y desde ahí impactar en el resto de los sectores. Cada uno cambió la manera en que funciona el mercado de vivienda, ya sea porque se pusieron en duda muchas de las ideas que entendíamos como obvias o porque se modificó de raíz la manera en la que las distintas sociedades demandan el acceso a la vivienda.

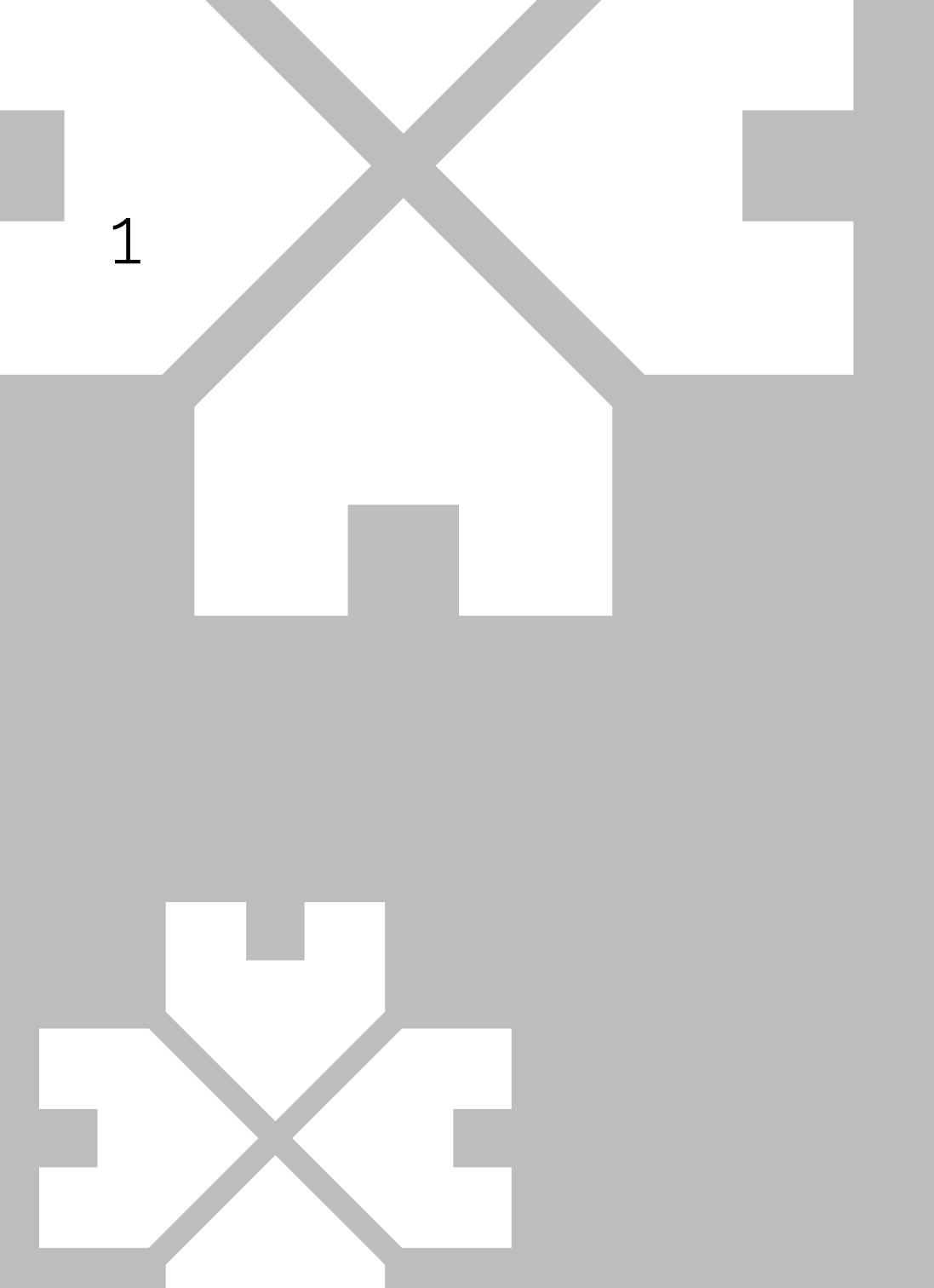
El quinto y último capítulo es sobre el sueño de la casa propia, ese aspiracional tan comentado pero pocas veces profundizado. Es sobre la idea de que ser propietario es un objetivo en sí mismo para muchas personas, porque permite una sensación de seguridad, de estabilidad y de resguardo frente a los vaivenes laborales, económicos y políticos. Esto no es así solamente en Argentina, lo que queda detallado con encuestas y estudios que se fueron haciendo a nivel global. La idea del capítulo, por lejos el más extenso, es entender realmente de qué hablamos cuando pensamos en el “aspiracional”, esa idea que mezcla la expectativa con los deseos, pero que debe tener un correlato con nuestra realidad como país y con la macroeconomía local y global.

Tenemos, como país (y aunque suene pomposo), la obligación de cambiar el



rumbo y de que el crédito vuelva a ser una realidad. La demografía argentina lo exige así: en los próximos años vamos a estar llegando a registrar el pico histórico de personas entre 30 y 35 años, que es cuando, históricamente, se compraba la primera vivienda. Este libro aporta un diagnóstico de cómo llegamos hasta este punto, pero también qué hicieron los que hoy están mejor y cómo podríamos utilizar y adaptar esas herramientas para estar mejor nosotros.





1



BREVE HISTORIA  
DEL CRÉDITO  
HIPOTECARIO  
EN ARGENTINA



Argentina es un país que no tiene crédito hipotecario, pero esto no siempre fue así. Si bien el financiamiento a la vivienda en Argentina nunca fue de los más altos en el mundo, tampoco fue un país acostumbrado a los niveles actuales de crédito. A la situación actual se llegó luego de una serie de malas decisiones que, acumuladas en el tiempo, generaron que hoy el acceso al crédito no sea más que un recuerdo. Esto no tiene por qué ser así en el futuro, pero por lo cual muchas variables, propuestas y herramientas tienen que cambiar forzosamente.

Esta falta de crédito hipotecario es costosa, porque significa que una porción mayoritaria de la población nunca va a poder acceder a la vivienda en propiedad. También significa que, dado que no es común que sea posible acceder al financiamiento, cuando sí es posible, muchas personas se apresuran tomando decisiones erróneas. Para una muy amplia porción de los argentinos, comprar una vivienda significa la decisión financiera más importante que van a tomar en su vida y va a definir cuál será su comportamiento económico por muchos años. Cuánto ahorrarán, cuánto consumirán y cuánto sacrificarán para, mes a mes, pagar la cuota del crédito. Ahora bien, sin crédito, esas mismas familias tienen que ahorrar primero y luego comprar la vivienda, y ahí es donde se vuelve imposible, porque significa invertir el proceso. En vez de terminar de pagarla a los 60 años luego de haber vivido 30 años en la vivienda en cuestión, se compraría recién a los 60, luego de haber ahorrado 30 años, pero no de haber vivido allí. Este orden de los factores sí altera el producto.

Sin crédito sólo pueden acceder a la vivienda en propiedad aquellos que heredan, quienes tienen ingresos muy altos con los que pueden ahorrar rápido el monto necesario y quienes pueden acceder a financiamiento por fuera del sistema financiero, ya sea de familia o amigos. En los países de habla inglesa, a esto último se le llama BOMAD, en referencia a la sigla en inglés del “Banco de mamá y papá” o “Bank of mom and dad”. En Argentina, la ausencia de financiamiento asequible genera que solo puedan comprar sin fondos propios aquellos con posibilidad de pedirle dinero al BOMAD, algo que amplifica las desigualdades.

Que haya crédito hipotecario, como se verá más adelante, significa que las personas pueden tener un mayor grado de injerencia sobre cómo y dónde viven, dado que pueden mudarse a una vivienda más grande (o más chica) si lo necesitan, o pueden mudarse de ciudad si hubiera alguna oportunidad laboral,



educativa o familiar que lo amerite, por citar sólo algunos ejemplos.

La historia del crédito en Argentina es volátil y estuvo siempre supeditada a dos factores: en primer lugar, la visión que tenían los gobernantes del rol del sistema financiero y, luego, la inestabilidad económica y política, que hizo imposible proyectar a largo plazo, un ingrediente esencial del crédito hipotecario para viviendas.

## **EL COMIENZO: EL BANCO HIPOTECARIO NACIONAL Y EL FINANCIAMIENTO NO BANCARIO**

Durante la presidencia de Julio Argentino Roca, en 1886, se sancionó la Ley 1.804, que creó el Banco Hipotecario Nacional (BHN) “para facilitar préstamos sobre hipotecas en toda la República”. Esto no fue casual, sino que fue la culminación de un proceso que incluyó a la aprobación de los códigos de Comercio, Civil y Penal, a la creación del Banco Nacional y a la Ley de acuñación de monedas. Además, fue la respuesta a una demanda cada vez mayor del segmento asalariado que empezaba a generar ingresos y que podía ahorrar en papel moneda<sup>1</sup>.

El puntapié del crédito hipotecario en Argentina fueron las cédulas hipotecarias que emitía el BHN, un instrumento que generaba rentas y cuyo valor equivalía al de los préstamos originados. Estos instrumentos terminaron siendo muy demandados y permitieron al banco consolidarse como intermediario entre ahorristas y nuevos compradores. Para 1915, casi el 20% del financiamiento con garantía real era del BHN y, en 1925, ya se había duplicado esa participación. El aumento en el crédito con garantía real se dio, principalmente, a partir del cambio en la carta orgánica del banco, en 1919.

En paralelo al rol del BHN, una serie de empresas ocuparon el lugar de intermediarios en la financiación, como El Banco el Hogar Argentino, la Buenos Aires Building Society y El Hogar Obrero. Estas empresas fueron variando en sus líneas de negocios a medida que el contexto económico cambiaba, pero siempre se ocupaban del financiamiento para compra, comercialización y/o construcción.

---

<sup>1</sup> | <https://www.hipotecario.com.ar/sin-categoria/mas-de-130-anos-un-banco-millones-de-historias/>





Esta época de la Argentina fue una de gran crecimiento poblacional, fruto de la inmigración. En ese contexto, la presión sobre el mercado inmobiliario y su financiamiento necesitaban soluciones. En las primeras décadas del siglo veinte, la Argentina vivió un proceso en el que se establecieron muchas ciudades a lo largo del país, lo que marcó un contexto propicio para el aumento en el financiamiento habitacional, de la mano del avance de las redes ferroviarias y la mejora en infraestructura. Nuevos lugares del país se volvían demandados y esto generaba la necesidad de financiamiento para que las familias adquirieran lotes y luego construyeran en ellos. Esto permitió que hogares que alquilaban o vivían en conventillos pudieran pasar a ser propietarios en lugares periféricos del país. Según Gómez y Gilbert (2019), el BHN orientó sus negocios al mercado urbano a partir de la década de 1920 (en parte, explicado por el impacto de la crisis de 1929 en el sector agropecuario, uno de sus principales mercados). Sin embargo, el foco estuvo puesto en la construcción para alquiler e igual era necesario contar con un alto capital previo por parte del comprador. Entonces, plantean que es posible pensar que el BHN haya sido un actor relevante en la promoción de la construcción previa al peronismo y a la Ley de Propiedad Horizontal, especialmente a través de la vivienda en alquiler.

Con el tiempo, la demanda habitacional se encontró con un cuello de botella en el financiamiento, que no lograba estar a la altura de las necesidades de una población creciente y en proceso de distribución geográfica. En aquel momento, existía una discusión entre el sistema bancario formal (con el Banco Central de la República Argentina, BCRA, y el BHN) y las empresas de crédito recíproco y otras del estilo, que no estaban reguladas bajo la Ley de Bancos (Gómez, 2012). En 1940, el Ministro de Hacienda Pinedo intentó ordenar la situación con un decreto que regulaba las operaciones, pero no fue exitoso y, para 1943, algunas empresas de crédito recíproco se encontraban en problemas para cumplir con los ahorristas.

En 1943 y 1949, las empresas de crédito recíproco intentaron adaptarse a las regulaciones, pero crecían las sospechas de manejos fraudulentos. Además, la intención del Gobierno de la época fue la de monopolizar la política habitacional, que se refleja en la estatización del BCRA y en la nacionalización de los depósitos, que fueron garantizados. En estos, el BCRA incluyó a las empresas de ahorro para la vivienda, con lo que empezó a tratarlas de manera similar a los bancos tradicionales, con requisitos de capital e información.



La intervención del BCRA, la fuerte regulación y la aceleración inflacionaria generaron que la mayoría de las empresas de crédito recíproco no pudieran sostenerse en el mercado. En 1949, finalmente, el BCRA les redujo significativamente su margen de maniobra, les retiró la personería jurídica e integró sus operaciones a las del BHN (absorbió su cartera hipotecaria) y a la Caja Nacional de Ahorro Postal (absorbió los depósitos).

## **DEL PERONISMO A LOS NOVENTAS**

Luego de las primeras cinco décadas de vida del BHN, en las que se consolidó como un actor clave, también aparecieron (y desaparecieron) otros que fueron igualmente relevantes, el Peronismo optó por centralizar el financiamiento para la vivienda con el BHN como brazo ejecutor. A los cambios antes mencionados se le suma que el BHN reemplazó las cédulas hipotecarias por un mecanismo más ágil, en efectivo.

La política de vivienda consistió en créditos que financiaban el 100% del valor de la vivienda y con tasas de interés muy bajas. Fue uno de los primeros momentos en los que el Ejecutivo comenzó a ofrecer financiamiento con subsidio implícito a la tasa de interés. Uno de los casos emblemáticos fue el Plan Eva Perón, que consistía en la construcción estandarizada de viviendas (lo que reducía los costos) y su posterior financiamiento y entrega vía el BHN. El peronismo, entonces, inició de manera ejemplar una práctica que se sostiene hasta la fecha, con resultados lejanos al esperado: Estado constructor que promueve la oferta en zonas específicas y financiamiento centralizado por fuera de la competencia entre los actores del sistema financiero.

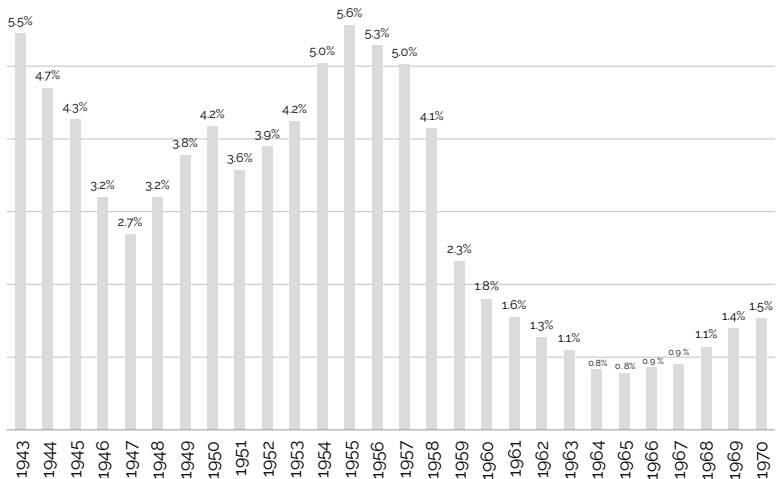
La consecuencia de esta manera de hacer política de vivienda, de las regulaciones a los principales actores del mercado y del contexto económico en general, fue la caída abrupta del crédito hipotecario. El stock de créditos hipotecarios para vivienda cayó 37% en términos reales entre 1943 y 1947 y pasó de representar el 5,4% del PBI en 1943 al 2,7% en 1947. Luego, tras un período de recesión a nivel nacional y de restricción crediticia (como parte de la política económica contractiva), empezó a crecer nuevamente el crédito, pero recién en 1955 volvería a los niveles de 1943.



La forma de hacer política de vivienda manifestó cambios y, en el segundo plan quinquenal, Perú declara que el Estado debe correrse del rol de constructor. De hecho, según Gómez (2015), el Plan incluía la construcción de 300.000 viviendas, pero en manos del sector privado. Otro cambio relevante fue que el financiamiento del BHN en esta etapa estuvo orientado a viviendas construidas o a construir dentro del tejido urbano. Entre 1946 y 1955, el BHN otorgó más de 300.000 créditos hipotecarios, de los que casi el 60% se originaron entre 1952 y 1955.

En perspectiva histórica, el período 1948-1955 fue uno de los de mayor intensidad (en términos de crecimiento acelerado), como se verá más adelante. La Ley de Propiedad Horizontal y la inclusión del derecho a la vivienda en la Constitución Nacional de 1949, a su vez, fueron hitos claves de este proceso de recuperación del crédito hipotecario.

**Gráfico 1. Stock de crédito hipotecario para vivienda, como porcentaje del PBI, 1943-1970.**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de BCRA, INDEC e institutos de estadísticas provinciales.*



Tras el derrocamiento de Perón en 1955, el crédito se contrajo considerablemente. La cartera del BHN fue auditada y se instituyeron las cédulas hipotecarias nuevamente como mecanismo de originación. Para 1960, el crédito hipotecario representaba menos del 2% del PBI y promedió 1,06% entre 1965 y 1970. El financiamiento hipotecario para la vivienda se mantuvo en esos niveles, cercanos al 1%, hasta mediados de la década del 1980.

En estos años, se pusieron en marcha una serie de planes de vivienda que buscaban mejorar la situación, aunque sin el impacto de otras épocas. En 1962 se lanzó el Plan Federal de Vivienda, financiado parcialmente por el BID, enfocado en empresas y sindicatos, que construirían viviendas para sus afiliados, con financiamiento del BHN. El barrio Lugano I y II, en CABA, por ejemplo, fue desarrollado en esta época.

En 1972 se sancionó la Ley FONAVI, que creaba una masa de recursos que se destinarían a la construcción de viviendas. Este fondo se convirtió, a lo largo del tiempo, en una de las principales fuentes de dinero para las provincias, al estilo de la coparticipación. En 1973, el nuevo gobierno peronista tomó medidas a priori similares a las de los primeros gobiernos de Perón, pero con resultados muy diferentes. Buscaron ampliar el crédito con la segunda etapa del Plan Eva Perón, pero en este caso focalizado en el desarrollo de complejos habitacionales específicos y en urbanizar lugares poco poblados, sin una lógica de planificación urbana. Un punto de contacto con el primer gobierno fue la concentración del financiamiento en un solo actor, algo que se potenció con el gobierno militar. Entre 1947 y 1975, el BHN habría otorgado más de 900.000 créditos a lo largo del país, cerca de 30.000 por año.

De 1976 en adelante, el gobierno militar concentró el financiamiento en el FONAVI y relegó al BHN, dado que los programas tenían que ser ejecutados por los Organismos Provinciales a cargo del área de vivienda y tenían que ser financiados por el FONAVI. En paralelo, se buscó desregular el funcionamiento del sistema hipotecario, que contaba con una serie de limitaciones en cuanto a niveles de tasa de interés, por ejemplo.

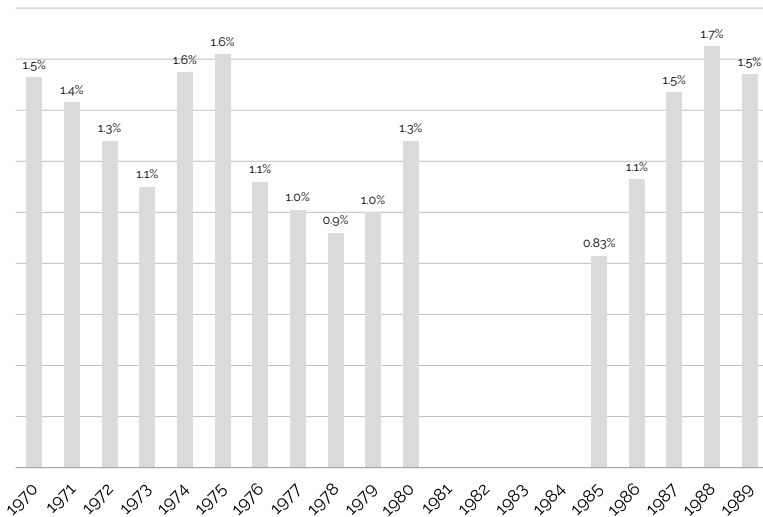
Desde comienzos de la década de 1970, y hasta principios de la década de 1990, la economía y la política fueron especialmente inestables, con momentos de crisis, incertidumbre y hasta hiperinflación. La evolución de las principales



variables económicas de la década del 70 marcó el camino para la conformación del mercado financiero en los ochentas, que se enfocó principalmente en el corto plazo y el sector público.

En este contexto, el mercado de financiamiento para la vivienda se vio muy limitado. En el caso del BHN, como explican Banzas y Fernández (2007), el problema principal fue la dificultad de acceder a financiamiento de corto plazo, para lo que el banco recurrió al BCRA, a quien solicitó asistencia financiera para cubrir el descalce, pero con elevadas tasas de interés que ajustaban por inflación. A lo largo de los ochentas, el BHN y su mecanismo de financiamiento a través del presupuesto público llegó a tener un nivel de significancia macroeconómica importante, al punto que era una parte relevante del déficit fiscal. Para fines de la década, el BHN registraba una morosidad cercana al 70% de la cartera, según Cristini y Moya (2004).

**Gráfico 2. Stock de crédito hipotecario para vivienda, como porcentaje del PBI, 1970-1989.**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de BCRA, INDEC e institutos de estadísticas provinciales.*



En el caso del FONAVI, la falta de recupero de los montos prestados y la aceleración inflacionaria (que complicaron la implementación del programa por la constante necesidad de recalcular los presupuestos), dificultaron la ejecución de muchas de las obras. En consecuencia, durante la década del 80 el FONAVI no ocupó el papel de prestamista para quienes no podían ingresar al sistema financiero formal sino, en cambio, tomó el rol de subsidio implícito, sin impactar de manera positiva en el mercado de financiamiento. Entre 1974 y 1989, el stock de crédito hipotecario promedió el 1,25% del PBI, y nunca logró superar (ni siquiera en pesos constantes, ya no en relación al PBI) el nivel registrado en 1958, por ejemplo.

### Cuadro 1. Producción del FONAVI, en viviendas y como porcentaje del total de hogares.

	Viviendas terminadas	Como porcentaje del total de hogares
1976	5,426	0.1%
1977	12,319	0.2%
1978	16,833	0.3%
1979	16,700	0.2%
1980	31,870	0.5%
1981	27,647	0.4%
1982	35,023	0.5%
1983	40,743	0.6%
1984	20,688	0.3%
1985	20,759	0.3%
1986	21,033	0.3%
1987	37,840	0.5%
1988	37,436	0.5%
1989	25,720	0.3%

*Fuente: elaboración propia a partir de datos de CNV y Banco Mundial.*



Entre 1976 y 1989, el FONAVI construyó cerca de 350.000 viviendas, alrededor de 25.000 por año, lo que representa al 0,3% de los hogares en cada año, como se ve en la Cuadro 1. En términos de déficit habitacional, el porcentaje de hogares con problemas aumentó del 20% al 31%, principalmente explicado por el aumento de los hogares con déficit cualitativo, que se duplicaron en relación a la población y alcanzaron el 17,5% del total de hogares. En resumen, aun con una inyección de 350.000 viviendas en el período, el déficit (en cantidad de viviendas) se duplicó, lo que muestra que el FONAVI por sí solo, sin ser complementado por crédito hipotecario, no alcanzó a reducir las necesidades habitacionales. La crisis que culminó con la hiperinflación de 1989 además terminó por asentar un nuevo piso de carencias, tanto en términos de pobreza, que se ve hasta la actualidad, como de déficit habitacional.

## **DE LA HIPERINFLACIÓN A LA SALIDA DE LA CONVERTIBILIDAD**

Como en muchos aspectos de la realidad argentina, la hiperinflación generó un quiebre en el crédito hipotecario. A un sistema que ya arrastraba años de decadencia, la hiperinflación le significó un fuerte golpe, debido a que rompió cualquier posibilidad de pensar más allá del cortísimo plazo. En 1993, tras años de caída y de recomposición de la estructura macroeconómica, el stock de crédito hipotecario para vivienda llegó al mínimo nivel, en relación al PBI, registrado desde 1943.

Sin embargo, desde 1991 en adelante, una serie de medidas sentaron las bases para lo que fuera una de las épocas de mayor acceso al crédito en la historia argentina, comparable con el período 1947-1955 antes detallado (Cristini y Moya, 2004). En primer lugar, el régimen de convertibilidad fue el puntapié inicial para que, alrededor del tipo de cambio como ancla nominal y una serie de reformas complementarias, la inflación comenzara a bajar. Esto potenció la captación de depósitos por parte de los bancos, habilitó una reducción de las tasas de interés e hizo, entonces, más accesible el financiamiento ofertado.

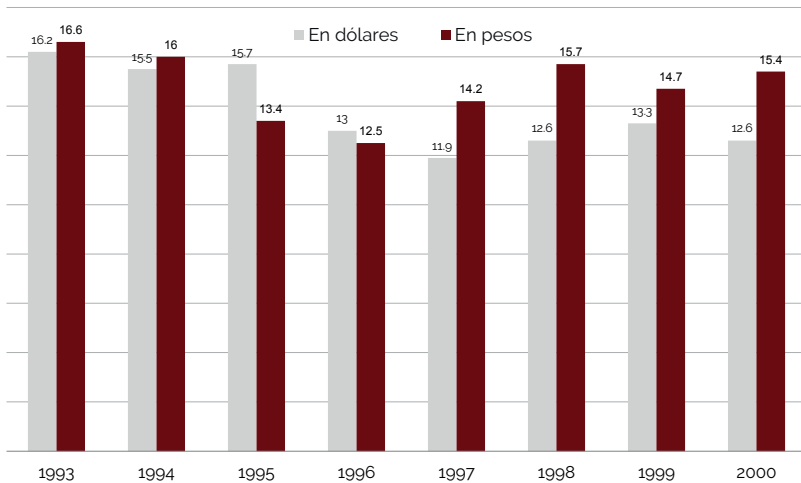
Al mismo tiempo, la reducción de la inflación y el ordenamiento macroeconómico se reflejaron automáticamente en mayores plazos máximos para el financiamiento, lo que también lo hizo más accesible. El esquema cambiario y la apertura de la cuenta capital tuvieron un doble impacto, ya que



fomentaron la originación de créditos en dólares y la llegada de bancos de capitales extranjeros, lo que aumentó la cantidad de oferentes y fondos en el mercado de crédito hipotecario. Por último, el trabajo regulatorio permitió mejores vehículos para canalizar el financiamiento, como la Ley 24.441 de Fideicomisos, y mejores sistemas de información, que reducían los riesgos y los costos de selección.

Un hecho que marca la naturaleza de este período fueron las privatizaciones de los bancos públicos, primero en el caso de los provinciales, en 1995, y luego del Banco Hipotecario, en 1999. Esta señal indicó a los bancos que el mercado estaba abierto. En consecuencia, la participación de la banca estatal cayó a la mitad entre 1995 y 2001. Otra forma de verlo es en la evolución de las tasas de interés: el segmento en dólares registró una caída considerablemente más profunda que las tasas de interés de financiamiento hipotecario en pesos. Sin embargo, el crédito hipotecario en general fue de los productos con mayor reducción de costo financiero del período.

**Gráfico 3. Tasa de interés anual, crédito hipotecario, en porcentaje, según moneda.**



*Fuente: elaboración propia en base a Cristini y Moya (2004).*





Por otro lado, a esta reducción del costo financiero se le sumó, como se mencionaba anteriormente, una extensión de los plazos. El costo financiero y el plazo son dos de las principales restricciones a las que se enfrenta un hogar a la hora de solicitar un crédito. Otras regulaciones en este sentido son la relación cuota/ingreso máxima (RCI) y la relación financiamiento/valor de la vivienda máxima (LTV, por sus siglas en inglés). La proporción de créditos financiados a 10 años o más se quintuplicó entre 1993 y 2001, lo que tiene un impacto directo en el monto de la cuota a abonar por el tomador del crédito.

Un punto especialmente relevante de esta década fue la sanción de la Ley 24.441, que dio marco al funcionamiento de los fideicomisos y otros vehículos de financiamiento para la vivienda. Su objetivo principal era promover tanto a la oferta como a la demanda de viviendas, a través de una detallada regulación del fideicomiso que permitiera acceder a financiamiento de segunda generación a través de activos no líquidos, como las hipotecas, las letras hipotecarias o los contratos de alquiler. Por otro lado, reguló y redujo tiempos y costos burocráticos de todo el proceso de creación, transferencia y finalización de una hipoteca. Estas modificaciones, si bien auspiciosas, tuvieron poco margen para generar cambios concretos dado que se sancionó a fines del año 1994 y ya en 1995 la crisis del Tequila, originada en México en 1994 pero con impacto en Argentina al año siguiente, afectó profundamente el segmento de inversiones. Por otro lado, y como explican Cristini y Moya (2004), la falta de inversión por parte de las AFJP en los vehículos promovidos por la Ley fue crucial para definir el rumbo de los mismos.

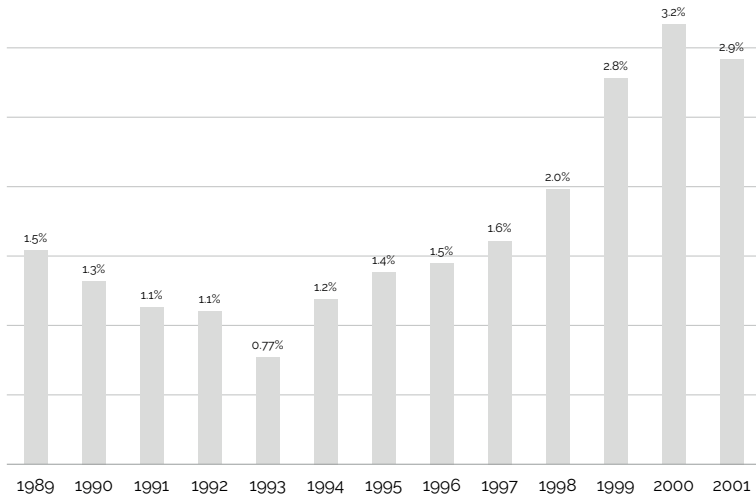
Finalmente, este proceso tuvo un freno abrupto entre 2001 y 2002, a partir de la crisis económica que tuviera como desenlace al default de la deuda, la salida de la convertibilidad y la pesificación de los contratos, entre muchas otras medidas que afectaron el funcionamiento de los mercados. En la práctica, estas decisiones de emergencia terminaron por reducir los incentivos a ofrecer financiamiento de largo plazo, tal como había sucedido en los ochentas. Principalmente, la pesificación compulsiva, en paralelo a la devaluación, significó una transferencia automática de recursos, desde los acreedores a los deudores. Con esto, finalizó una década en la que el crédito se duplicó en términos del PBI y hasta llegó a superar el 3%, algo que no sucedía desde 1958. En estos años, el financiamiento para vivienda incluyó a la clase media a través del sistema financiero como pocas veces se había visto en la historia argentina.



Fue la principal experiencia de acceso a la vivienda sin el Estado como eje central, más allá del papel regulador que sí tuvo.

Fuera del financiamiento vía el sector financiero, el Gobierno intentó corregir los problemas del FONAVI. En 1993, pasó a estar en manos de los Institutos Provinciales de Vivienda (IPV), que eran el brazo local de la política habitacional. Luego, dos años más tarde, se sancionó una Ley que creó el Sistema Federal de Vivienda, que nucleaba a diferentes organismos, de diferentes niveles de gobierno, y buscaba coordinar políticas para reducir el déficit habitacional. Uno de los puntos más relevantes, en términos del financiamiento para vivienda, era que esta Ley habilitaba al FONAVI (a los IPV, en realidad) a utilizar los recursos del FONAVI como garantía de préstamos, algo que hubiera permitido mejores condiciones crediticias para los hogares. En estos años, el FONAVI construyó alrededor de 460.000 viviendas, a razón de 35.000 por año, un número superior al del período 1976-1989.

**Gráfico 4. Stock de crédito hipotecario para vivienda, como porcentaje del PBI, 1989-2001.**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de BCRA, INDEC e institutos de estadísticas provinciales.*



La consecuencia de mayor acceso al crédito y un mejor funcionamiento del FONAVI (aunque con sus particularidades), junto con un aumento considerable en la inversión en vivienda e infraestructura a lo largo de todo el país, fue la reducción del déficit habitacional. Si bien no logró alcanzar los niveles de principios de la década del 80, recuperó parte del terreno perdido entre 1980 y 1991. Sin embargo, desde la segunda mitad de la década del 90 y hasta 2001, la economía argentina acumuló una serie de desequilibrios muy profundos, que incluyeron atraso cambiario, déficit fiscal creciente, desempleo en alza y endeudamiento insostenible. Al estallar la crisis en 2001-2002, gran parte de los avances se esfumaron, el crédito hipotecario volvió a ser un recuerdo y la situación habitacional empeoró.

## **LA RECUPERACIÓN QUE MIRÓ DE LEJOS AL CRÉDITO**

Tras la crisis antes mencionada, que incluyó 5 presidentes en una semana, la salida de la convertibilidad (con la consecuente devaluación que implicó), la ruptura de contratos en general, un profundo caos social con aumentos acelerados de pobreza y desempleo, a mediados de 2002 la economía argentina volvió a crecer y la situación política parecía estabilizarse. En ese contexto, el financiamiento para la vivienda había sido relegado, especialmente el que provenía del sistema financiero. El período 2001-2002, con las medidas de restricción al acceso del dinero en los bancos como principal factor, generaron una sensación en las personas de que no era seguro relacionarse con el sistema bancario. Y eso tuvo costos que se mantienen hasta la actualidad.

Si bien aquí no se busca realizar un análisis en profundidad de lo ocurrido a nivel político y económico durante la crisis del 2001-2002, sí es necesario mencionar que lo sucedido fue especialmente relevante para la evolución del crédito posterior. La forma en la que se terminó el régimen de convertibilidad fue un factor crucial para que el crédito hipotecario volviera a los niveles históricamente bajos. En solo un año, entre fines de 2001 y fines de 2002, el stock de crédito hipotecario para vivienda fondeado por el sistema financiero cayó 50% (medido en pesos constantes) y 33% en términos del PBI, pasando de 3% a 2%. De ahí en adelante, cayó de manera sistemática hasta 2016.

En 2003, ya con Néstor Kirchner como presidente, se sancionó la Ley que creó el Sistema de Refinanciación Hipotecaria y el Fideicomiso para la



Refinanciación Hipotecaria, con el objetivo de refinanciar los saldos impagos de deudores hipotecarios durante el período 2001-2003 cuyo valor original no superara los 100.000 pesos (lo que cubría al 95% de las hipotecas, según un artículo publicado en el diario Página 12 (2012)). Luego, unos años después, se incluyó un sistema similar para los créditos hipotecarios previos a 1991. El fin de la medida era frenar cualquier intento de ejecución por deudas producidas durante la crisis económica y política. Casi 10 años después, a mediados de 2012, el Decreto 208/12 prorrogó hasta diciembre de 2014 la posibilidad de solicitar la refinanciación. Esta Ley y sus sucesivas modificaciones marcaron un paso más en una historia de medidas que desincentivaron la originación de nuevos créditos hipotecarios, ya que significaba una constante modificación de las reglas de juego para el sector.

El período posterior a la crisis de 2001-2002 registró un nivel casi nulo de crédito hipotecario por varios motivos, además de los cambios normativos ya mencionados. En primer lugar, la capacidad de ahorro se redujo considerablemente, lo que dificultó la captación de fondos por parte del sistema financiero para luego financiar préstamos. A su vez, la caída en ingresos fue considerablemente mayor a la del valor de los inmuebles, por lo que el crédito para adquisición se volvió menos accesible. Esa combinación de menor oferta de crédito y de una demanda más débil generó que el acceso a la vivienda durante la década de los 2000 se viera muy deteriorado.

Prueba de esto es que, entre 2001 y 2010, la cantidad de departamentos, partidos o comunas del país en donde la necesidad básica insatisfecha predominante estaba relacionada con la vivienda se triplicó, aproximadamente, y pasó de representar el 25% a ser el 70%. Es decir, en una década en la que necesidades básicas insatisfechas dejaron de ser las más preponderantes, las relacionadas a la vivienda se triplicaron y pasaron a ser las más relevantes en 22 provincias, según el INDEC.

El kirchnerismo enfocó la política de vivienda lejos del sistema financiero y se apoyó en los programas de construcción pública de viviendas, que luego serían distribuidas por los Institutos Provinciales de Vivienda de cada provincia. Este esquema, como se mencionó anteriormente, quedó siempre en falta con las necesidades de la población y significó una ineficiente utilización de los recursos, dado que esos fondos podrían haber servido para apalancar y promover



el crédito a mayor escala utilizando la capilaridad e instrumentos del sistema financiero.

En términos del rol constructor del Estado, en 2003 se lanzaron una serie de medidas para contener la situación habitacional. Por un lado, anunció programas específicos para fortalecer al FONAVI y criticó que los recursos transferidos a las provincias hubieran sido liberados de su fin específico en la Ley de Emergencia de 2002, aunque en todo el período 2003-2015 nunca se revirtió esa situación. Como complemento, la política habitacional del Kirchnerismo incluyó los Programas Federales, en todas sus líneas, que fueron lanzados en etapas y reordenados en sucesivas ocasiones. Estos programas, si bien se suponía inicialmente que deberían haber sido distribuidos en base a una lógica similar a la del FONAVI (cuyos criterios iniciales estaban fijados por las necesidades habitacionales), se ejecutaron bajo un manto de sospecha y denuncias de haber sido asignados según conveniencias políticas. Es decir, la lógica de política habitacional del kirchnerismo, además de no incluir al crédito como actor relevante, terminó signada por una irregular distribución de los recursos para nuevas viviendas (Carrió y Reyes, 2014).

Hubo un intento, sin embargo, de promover la originación de créditos hipotecarios, especialmente enfocados en hogares inquilinos, a través de la Ley 26.158, llamada “Ley De Incentivos para la Adquisición y Construcción de Vivienda Única, Familiar y Permanente”. La Ley incluía una serie de incentivos para la construcción de viviendas en alquiler y, principalmente, elevaba la categoría de los inquilinos con buen historial a la de sujetos de crédito elegibles por el sistema financiero. Inicialmente, la mayoría de los bancos se adhirió a la medida pero, con el tiempo, la ejecución terminó concentrada en manos de los bancos públicos.

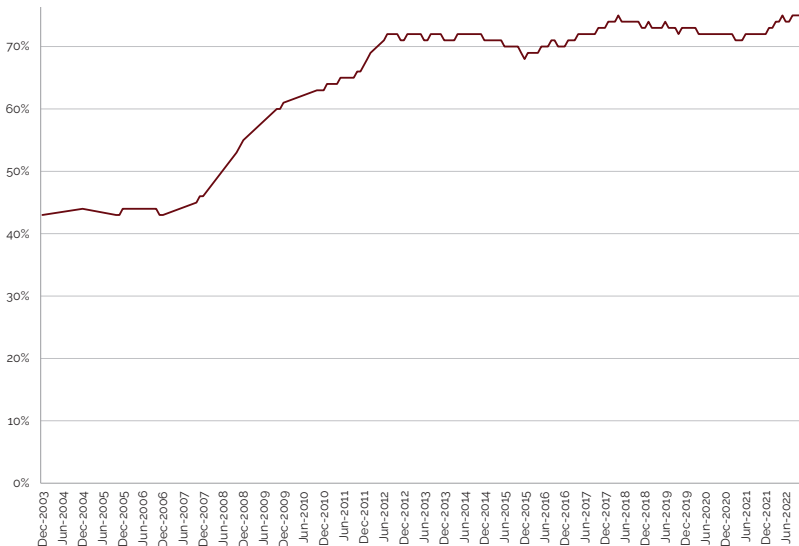
Entre 2007 y 2009, la participación de la banca pública en el stock de créditos hipotecarios aumentó del 45%, aproximadamente, al 65%, y luego siguió creciendo hasta estabilizarse en 75%.

Este aumento se debió a que los bancos privados no participaron efectivamente del mercado y la banca pública tuvo un período de buena performance, que resultó en que el crédito hipotecario recuperara una fracción de lo perdido en los años anteriores. En 2007 se colocó un 67% más de crédito



hipotecario a personas físicas que en 2006 y el stock aumentó del 0,9% del PBI en 2006 al 1% en 2007 y 1,1% en 2008. Sin embargo, este proceso se revirtió rápidamente y en 2009 volvió a la tendencia decreciente.

**Gráfico 5. Participación de la banca pública en el stock de crédito hipotecario bancario.**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de BCRA.*

Como consecuencia de la crisis financiera global de 2008-2009, la economía argentina cayó en recesión, y el financiamiento para vivienda lo sintió especialmente, más allá de la desconexión que había entre el mercado local y los capitales internacionales orientados al sector. Luego de eso, el crédito hipotecario originado en los recursos del sistema financiero nunca logró volver a ser relevante, ni en términos macroeconómicos ni en términos sociales o de acceso a la vivienda.

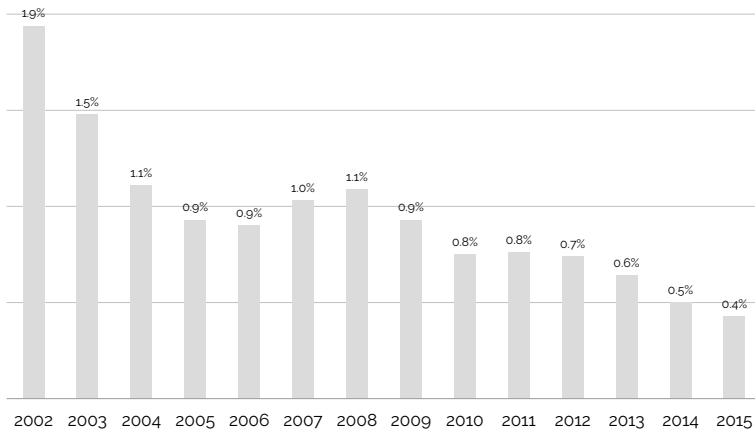
Vale la aclaración de “originados en los recursos del sistema financiero” porque, en 2012, el gobierno nacional lanzó el Plan ProCreAr, un programa de créditos con cuota fija y subsidio a la tasa de interés que buscó revitalizar el sector de la construcción, promover el empleo y la ocupación, a través del



Banco Hipotecario (con recursos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad). Este programa, que prometía colocar 400.000 créditos hipotecarios en 4 años, a lo largo de todas las líneas (construcción, compra, refacción, desarrollos urbanísticos), quedó a mitad de camino, con una serie de problemas de implementación y de diseño, como por ejemplo la no contemplación del impacto en precios de suelo, de la inflación en los costos de construcción y de la regresiva metodología de selección de beneficiarios (González Rouco, 2017). En términos del diseño, el programa en su primera edición consistió en créditos a cuota fija y con tasas de interés de entre 2% y 14% anual (cuando la inflación superaba el 20% o 30% anual), otorgados exclusivamente por el Banco Hipotecario (sin posibilidad de que el resto de los bancos intervengan) y con selecciones en base a sorteos, con pocos criterios que pudieran filtrar previamente a los inscriptos.

El período de 14 años comprendidos entre 2001 y 2015, fue uno de los de menor crédito hipotecario en la historia argentina, aún por debajo de los niveles posteriores a la hiperinflación. En concreto, el crédito hipotecario para vivienda representó en 2015 el 0,4% del PBI, un nivel nunca antes registrado, y promedió 0,6% en el período 2010-2015.

**Gráfico 6. Stock de crédito hipotecario para vivienda, como porcentaje del PBI, 2002-2015.**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de BCRA, INDEC e institutos de estadísticas provinciales.*



## **CAMBIEMOS Y LA CREACIÓN DE LA UVA**

En 2016, una de las primeras medidas del gobierno de Mauricio Macri fue la creación de la Unidad de Vivienda (UVI), una unidad de medida cuya evolución replicaría a la de la inflación, en un intento por imitar uno de los principales instrumentos de acceso al crédito utilizados en países como Chile, Colombia, Bolivia o Uruguay. Esta unidad luego pasó a llamarse Unidad de Valor Adquisitivo (UVA) cuando se creó la nueva UVI (cuyo valor evoluciona según el costo de la construcción).

La normativa del Banco Central permitió que los créditos hipotecarios comenzaran a ser denominados en UVA, lo que significó un cambio profundo en las posibilidades de acceso por parte de una enorme porción de la población. Esto fue así porque, como la cuota mensual pasó a ser variable e indexada al índice de precios al consumidor, la tasa de interés cambió y ya no debía cubrir a la inflación y al costo financiero real, sino sólo al costo financiero del dinero por encima de la inflación. Y, debido a que la inflación en Argentina fue elevada durante décadas, la mayor parte de la tasa de interés nominal se explica por la tasa de inflación. Es decir, la tasa de interés del crédito pasó a ser automáticamente más baja y, entonces, la cuota inicial también. En consecuencia, como la cuota debe ser coherente con el ingreso del hogar, debido a la RCI máxima que acepte cada banco, una menor cuota significa un menor ingreso necesario para ser elegible y, en última instancia, mayor posibilidad de acceder al financiamiento.

La aparición de la UVA (y de los créditos con cuota variable) redujo en un 56% el ingreso necesario para acceder a un crédito hipotecario. Hasta mayo de 2016, el ingreso mínimo necesario era de entre cuatro y siete salarios promedio por hogar, lo que excluía del mercado de financiamiento a una amplia mayoría de los hogares. Desde la aparición de la UVA, el ingreso necesario pasó a equivaler a menos de dos sueldos promedio, lo que permitió que hogares compuestos por dos ingresos promedio puedan ser elegibles.

Esta medida fue, quizás, la más revolucionaria de las últimas décadas en cuanto al acceso al crédito ya que, en una macroeconomía volátil y frágil, un cambio en la normativa del BCRA permitió reducir las barreras de entrada en un 56% y sin costo fiscal. Desde que se otorgó el primer crédito hipotecario en





UVA, en mayo de 2016, el ingreso necesario total por hogar para ser elegible se mantuvo por debajo de los dos salarios promedio y recién comenzó a subir a principios de 2018, cuando se aceleraron la devaluación, la caída del salario real y la brecha entre el salario en dólares y el valor del metro cuadrado. Sin embargo, recién a fines de 2019 se alcanzaron niveles similares a los del período 2014-2015.

### Gráfico 7. Cantidad mínima de sueldos promedio necesaria para acceder a un crédito hipotecario.



Fuente: elaboración propia a partir de datos de BCRA, Properati y Ministerio de Trabajo. <sup>2</sup>

<sup>2</sup> | Se considera un crédito a 20 años, con LTV de 75%, RCI de 25% y RIPTE como sueldo promedio, para comprar 50 metros cuadrados en la Ciudad de Buenos Aires, a valor promedio según Properati. La tasa de interés considerada es el promedio publicado por el BCRA (se toma el promedio de créditos, a cuota fija hasta mayo de 2016 y luego la de UVA).



Otro de los puntos clave de este período, además de la reducción de la tasa de interés, fue la extensión del plazo. Si bien en el análisis anterior se utiliza un plazo de referencia de 20 años (el máximo usual hasta 2015), los créditos en UVA llegaron a tener plazos promedio de entre 25 y 27 años, especialmente luego de que el Banco Nación adoptara el producto a principios de 2017. Esta extensión de plazos, como explica Dabusti (2017), se vuelve más importante en créditos con tasa de interés baja (como los UVA) dado que la cuota es más sensible a un mayor período de amortización que en el caso de los créditos a cuota fija en pesos y tasa de interés alta (como en los casos anteriores a la UVA).

La política habitacional durante el gobierno de Cambiemos se apoyó en la UVA para denominar la mayoría de los créditos. El principal ejemplo fue el ProCreAr que, a diferencia de la experiencia anterior, durante 2012-2015, pasó a ser un programa con subsidio al capital (en vez de a la tasa de interés), a través de todos los bancos que eligieran participar (ya no exclusivamente el Banco Hipotecario) y con un mecanismo de selección definido por un scoring que analizaba características socio-habitacionales del hogar inscripto. ProCreAr, con este nuevo esquema, fue menos relevante en el mercado de financiamiento, debido a que el crédito era más accesible en general. Durante el período 2015-2019, alrededor del 30% de los créditos otorgados fueron a través del ProCreAr.

A partir de mediados de 2018, la economía entró en un proceso de volatilidad e inestabilidad, con saltos del tipo de cambio, caída del salario real y aceleración de la inflación. Como consecuencia, las cuotas de los créditos hipotecarios en UVA aumentaban a mayor ritmo que el ingreso de los hogares deudores. Esto significó una tensión para el sistema, aunque no se reflejó en mayores incumplimientos en el pago de las cuotas. Es más, según los Informe de Estabilidad Financiera del BCRA del primer y segundo semestre de 2018, la evolución de la mora en los créditos UVA, aun con cuotas variables, fue considerablemente mejor que la de los créditos con cuota fija en el período 2011-2015.

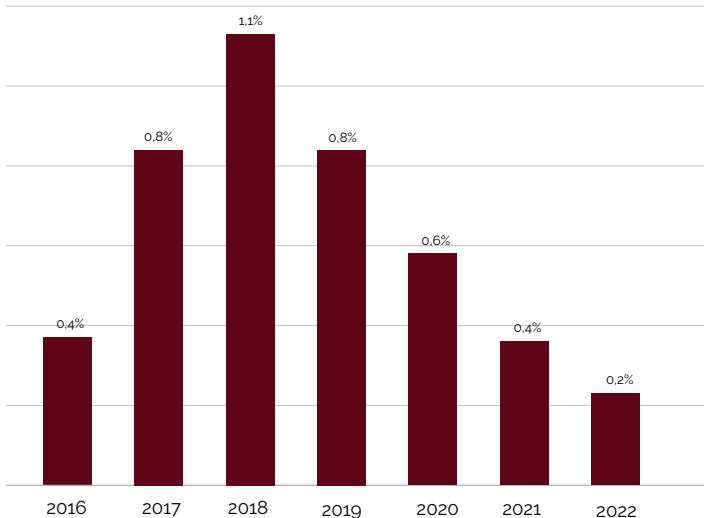
Los créditos hipotecarios en UVA fueron el principal actor del período, alcanzando una participación superior al 70% en casi todo el período 2017-2018, cuando se llegó a colocar más de 10.000 créditos por mes, en promedio. Estos niveles solo son comparables con los de la década del 90, antes desarrollada.



El impacto de la crisis económica que comenzó a mediados de 2018 fue la reducción abrupta del crédito hipotecario, que se mantiene hasta 2023. Luego de haber transitado ese período de auge, el acceso al crédito hipotecario se dificultó y el stock de crédito hipotecario a personas físicas revirtió el aumento que había registrado en el período. Entre 2016 y 2018, el stock se triplicó en términos de PBI, y alcanzó el 1,1%. Sin embargo, desde 2019 y en adelante, cayó todos los años y, para fines de 2022 ya equivalía al 0,2% del PBI, un nivel nunca antes registrado.

En 2019, tras la nueva aceleración inflacionaria y devaluación que se produjo luego de las elecciones PASO presidenciales en agosto, el gobierno de Macri decidió suspender el aumento de las cuotas UVA, medida que luego fue prorrogada por el gobierno de Alberto Fernández en marzo de 2020, en el contexto de la cuarentena por la pandemia del COVID-19, hasta mediados de 2021.

**Gráfico 8. Stock de crédito hipotecario para vivienda, como porcentaje del PBI, 2016-2022.**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de BCRA, INDEC e institutos de estadísticas provinciales.*



Hay poco para decir sobre el crédito hipotecario durante el Gobierno del Frente de Todos, principalmente porque no hubo. Durante el período 2020-2023, la originación de nuevos créditos hipotecarios se ubicó en mínimos históricos y, más allá de anuncios, no se implementaron iniciativas que pudieran revertir la situación. El Plan ProCreAr, por su parte, fue modificado y el diseño es similar al de la primera edición, aunque las cuotas ya no son fijas sino variables, según una fórmula llamada Hog.Ar, que replica a la evolución de los salarios.

El Gobierno Nacional volvió a relegar al sistema financiero como actor de la política de vivienda y concentró todo el financiamiento en los programas públicos. Esto se debió, en parte, a una visión política, como pasó en otras ocasiones pero, también, a que la elegibilidad se había reducido considerablemente, como se ve en el gráfico 8. Entre 2020 y 2022 llegó a ser necesario un ingreso equivalente a 8 salarios promedio para poder acceder al financiamiento, lo que hizo totalmente prohibitivo el crédito. Otra posible razón es que, tras el cambio de gobierno en 2019, el Gobierno Nacional envió mensajes contradictorios sobre qué pasaría con los créditos hipotecarios denominados en UVA: por momentos se hablaba de modificar el sistema y luego se confirmaba que no habría cambios, algo que desconcertaba a quienes debían ofrecerlos.

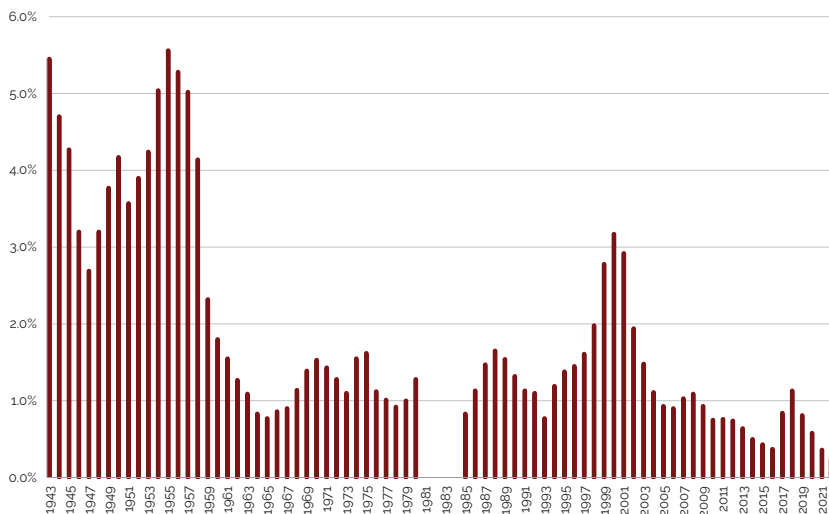
El gobierno de Alberto Fernández termina siendo uno de los peores en términos de crédito hipotecario, sino el peor. No hubo en ningún momento la voluntad política ni técnica de recomponer el mercado, más allá de las condiciones externas como la pandemia. A nivel internacional, el crédito sintió el impacto de la pandemia pero rápidamente se recuperó, como se verá más adelante.



## CONCLUSIÓN

El crédito hipotecario en Argentina siempre fue esquivo, por una amplia gama de motivos, pero principalmente podría resumirse en que la visión política preponderante no incluyó al sector financiero como actor relevante de la política habitacional, por un lado, y en que la macroeconomía no dio mucho margen para pensar en largo plazo, por el otro. Estos dos factores son esenciales para que se institucionalice un mercado de crédito hipotecario para vivienda accesible para los hogares, sostenible para quienes deben ofrecerlo y atractivo para inversores que busquen un destino estable y confiable de sus ahorros.

Gráfico 9. Stock de crédito hipotecario para vivienda, como porcentaje del PBI, 1943-2022.



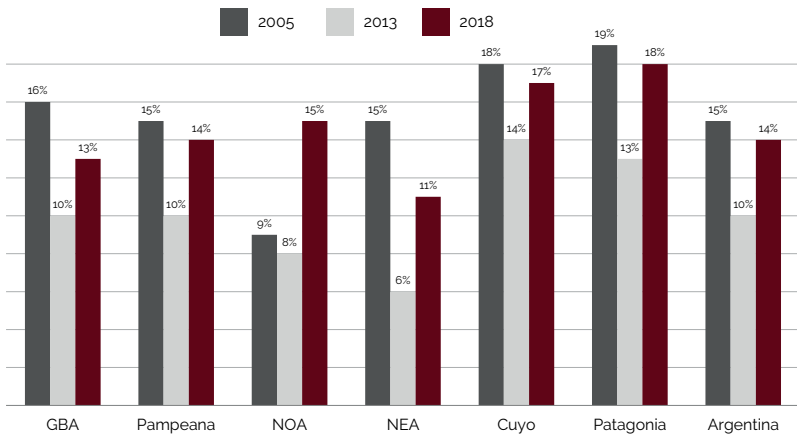
Fuente: elaboración propia a partir de datos de BCRA, INDEC e institutos de estadísticas provinciales.



Argentina tuvo tres momentos de fuerte intensidad en torno al crédito hipotecario para vivienda: el período 1947-1955, en donde se duplicó el stock de crédito hipotecario para vivienda como porcentaje del PBI, el período 1993-2000, cuando se cuadruplicó y el período 2016-2018, cuando se triplicó. Lamentablemente, estos períodos terminaron siendo ventanas de oportunidad y no comienzos de una transformación de largo plazo, al menos hasta ahora.

La consecuencia de este bajísimo nivel de penetración del crédito hipotecario en la economía argentina es que son muy pocos los hogares que pudieron acceder a financiamiento para comprar, construir o refaccionar sus viviendas. En definitiva, una porción muy baja de los argentinos pudo tener algún grado de decisión sobre cómo y dónde vivir, ya que el financiamiento suele ser ese puente hacia la decisión.

**Gráfico 10. Hogares que declaran haber financiado la compra, construcción o refacción de su vivienda.**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de ENGHo-INDEC.*



La Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares (ENGHo) que lleva adelante el INDEC comenzó a incluir una pregunta sobre acceso al financiamiento en 2005, y el resultado refleja lo antes mencionado. En 2005, sólo el 15% de los hogares declaró haber financiado la compra, construcción o ampliación de su vivienda. Luego, en 2013, se repitió la encuesta y la proporción de hogares que accedió a financiamiento se redujo al 10%, una caída que se registró en todas las regiones del país. Esta evolución es coherente con el desarrollo del mercado de financiamiento detallado anteriormente, con el período 2003-2015 como uno de los peores. En 2018, en una nueva edición de la encuesta, el porcentaje de hogares que declaró haber accedido a financiamiento aumentó al 14%, un nivel similar al de 2005. A nivel regional, la tendencia se repite a lo largo del país, aunque resalta el norte del país como la zona con mejor desempeño entre 2013 y 2018.

Entender al crédito como un canal de progreso personal es un paso clave en el camino hacia reducir el déficit habitacional y mejorar la situación de cientos de miles de hogares. Hasta la creación del BCRA, el financiamiento para la vivienda se desarrolló de manera descentralizada, con un abanico de actores que se enfocaron en diferentes tipos de hogares, en un país cuya distribución poblacional y geográfica era muy diferente a la actual. Luego, entre la creación del BCRA y el peronismo, que buscó concentrar lo relacionado a la vivienda en el Estado y en el BHN como brazo ejecutor, el crédito apareció, pero solo luego de una serie de reformas normativas y de política pública que permitieron una mejor asignación del financiamiento.

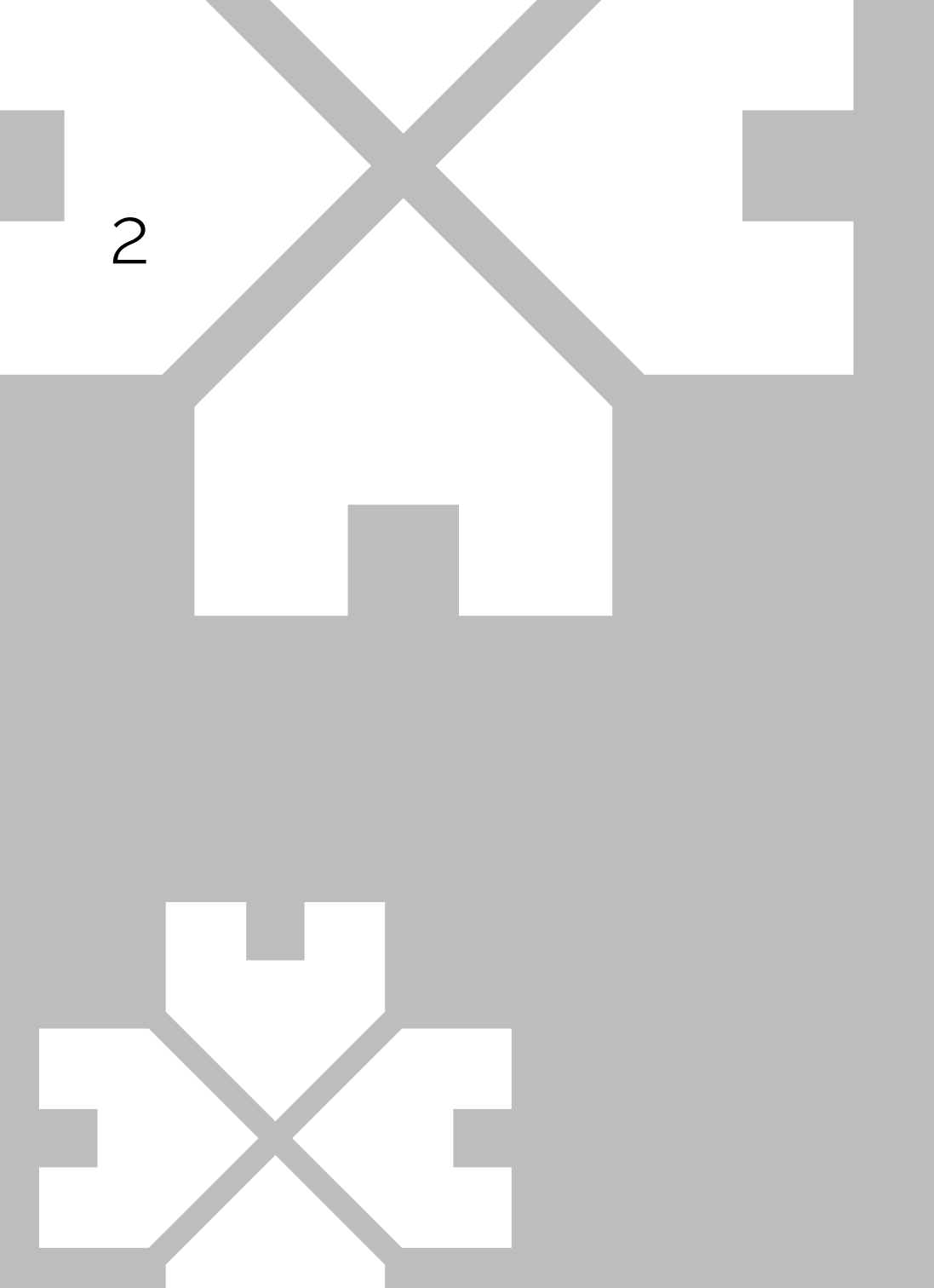
Tras el derrocamiento de Perón en 1955, Argentina entró en un período de más de 35 años sin crédito hipotecario, con pocos intentos concretos por revertir la situación y con el FONAVI como principal herramienta de política habitacional. Esa realidad se revierte en la década del 90, en un período que logró revitalizar el mercado de financiamiento pero, en paralelo, incubó una serie de desequilibrios que terminaron por generar una de las mayores crisis económicas que haya vivido el país, especialmente amplificadas por las medidas tomadas en 2001-2002. Luego, durante casi 15 años Argentina volvió a ser un país sin crédito, con un stock que cada año era menor al anterior, salvo por el período 2007-2008, que no logró cambiar el rumbo debido a que no se logró la real adhesión del sistema financiero.



En 2016, la UVA significó un nuevo comienzo, que hasta hoy se mantiene vigente, más allá de la situación macroeconómica que complica la generación de nuevos créditos. El período 2017-2018 demostró que un cambio positivo en las reglas de juego puede ser el puntapié de una etapa de mayor acceso al crédito, aunque son necesarias medidas que acompañen y un contexto macroeconómico que dé sustento. Para el futuro, queda abierta la discusión sobre cómo adaptar el sistema financiero a las necesidades de los hogares, para que el mercado de financiamiento hipotecario sea, al mismo tiempo, atractivo para los hogares y los bancos. En 2022, en paralelo a una de las peores gestiones en términos de financiamiento para la vivienda, más de un tercio de los hogares vivía con algún tipo de déficit habitacional, un número superior al registrado en los 40 años anteriores. El financiamiento, entonces, se vuelve especialmente importante como mecanismo para mejorar el acceso a la vivienda de calidad.







2



COMPLEMENTOS  
DEL CRÉDITO  
EN ECONOMÍAS  
INESTABLES



El crédito hipotecario es el principal mecanismo que tienen los hogares de “clase media” para acceder a la vivienda en propiedad. Sin embargo, para que este camino sea posible, se deben sortear algunos obstáculos. Por un lado, el interesado en el crédito debe reunir ciertas condiciones para, siquiera, sentarse en el banco a conversar sobre el carácter del crédito. Esto es, debe tener un buen historial financiero e ingresos demostrables con la antigüedad que el banco requiere, debe poder presentar cotitulares si se le exige y demás requisitos.

Pero luego de eso, todavía quedan obstáculos: debe contar con los ahorros necesarios para pagar la parte del crédito que el banco no financia (lo que se conoce como pago inicial, pie o downpayment, en inglés) y debe tener un nivel de ingresos tal que el banco crea que la cuota va a ser pagada sin problemas. Muchos de estos requisitos no son solo por preferencia de los bancos, sino que también responden al trabajo de los bancos centrales a la hora de buscar la estabilidad y robustez del sistema financiero.

En contexto de alta inflación, como los que fueron comunes en varios períodos de las últimas décadas en América Latina, el crédito hipotecario se vuelve muy lejano para el hogar promedio. Esto motivó a que muchos gobiernos de América Latina desarrollaran instrumentos que permitieran promover el crédito hipotecario en economías inestables, con procesos inflacionarios cíclicos, recesiones periódicas y dificultades para promover el ahorro.

Una de las motivaciones específicas es que, tradicionalmente, las cuotas de los créditos hipotecarios son fijas. Esto significa que, con el tiempo, valdrán cada vez menos en términos reales, por el impacto de la inflación. Además, como la tasa de interés debe tener en cuenta a la inflación, como se mencionó en el capítulo anterior, alta inflación significa alta tasa de interés. En consecuencia, la cuota inicial también es alta. Por otro lado, también se vuelve difícil ahorrar para el pago inicial, pero eso será cuestión de otro capítulo.

## **LA UNIDAD INDEXADA**

La cuota inicial del crédito hipotecario es la que determina en gran medida si la persona interesada podrá o no acceder al financiamiento, dado que es la que se toma en consideración para comparar con los ingresos del hogar. Entonces, cuotas altas requieren ingresos altos y aquí es donde aparece la barrera de



entrada. Para reducir la cuota deben pasar muchas cosas, pero no en todas es fácil intervenir en el corto plazo. La inflación, el valor de los inmuebles o los niveles de ingreso son variables con determinantes muy profundos, sobre los que se puede hacer poco desde la política pública o la legislación. Sobre lo que sí se puede accionar es sobre las condiciones del crédito, como es el caso de la unidad indexada.

Este instrumento permite que el componente inflacionario de la tasa de interés “desaparezca”, por lo que la tasa de interés solo reflejará lo que se conoce como tasa de interés real, es decir, por encima de la inflación. Esto permite que el componente financiero de la cuota del crédito sea considerablemente menor y, en consecuencia, la cuota será mucho menor. Según Podjarny y Kiguel (2007), este tipo de mecanismos es necesario para que, en mercados con inflación, pueda haber crédito hipotecario y que, en efecto, es una de las causas que explica la brecha de acceso al crédito entre países, entre otros factores.

En América Latina hay experiencias de este tipo desde 1967, cuando Chile creó la Unidad de Fomento (UF), una unidad que evoluciona según lo hace el nivel de precios. Inicialmente, la variación de la UF era trimestral, pero en 1975 pasó a ser mensual y luego, en 1977, diaria. El siguiente caso es el de Uruguay, que en 1968 creó la Unidad Reajutable (UR) a partir de la Ley de Vivienda. A diferencia de la UF, la UR ajusta según la evolución promedio de los salarios, algo que generó una serie de discusiones al momento de debatir la Ley. Años más tarde, en 1972, en Colombia se creó la Unidad de Poder Adquisitivo Constante (UPAC), que evolucionaba según la variación de los precios del último año.

Tras esa primera tanda de unidades indexadas, pasaron 20 años hasta que Ecuador, en 1993, creara la Unidad de Valor Constante (UVC), que evolucionaba según el índice de precios y que estuvo vigente hasta que se optó por la dolarización en 1999. En la década del 90, no sólo Ecuador optó por instrumentos de este tipo, sino que Colombia profundizó el funcionamiento de la UPAC en 1994, en un intento para sostener al instrumento en un contexto económico complejo, reemplazó el mecanismo de indexación para que comenzara a evolucionar según la tasa de interés de referencia. Luego, en 1995, en México se creó la Unidad de Inversión (UdI), como respuesta a la crisis económica y su impacto en el acceso de los hogares al crédito hipotecario. Para el fin de la década, Colombia terminó por reemplazar las UPAC indexadas a



la tasa de interés por una nueva unidad, la Unidad de Valor Real (UVR), cuya referencia era el índice de precios.

A principios de la década del 90, un estudio de Buckley, Lipman y Persaud (1993) aportó interesantes opiniones sobre cómo debería funcionar este tipo de unidades, a la luz de la experiencia chilena, principalmente, pero también considerando lo que había sucedido en el resto de América Latina, especialmente en la década del 80. En primer lugar, los autores proponían que cualquier intento por hacer más accesible el crédito debería partir de la base de que los incentivos de la parte acreedora no deberían afectarse pero, al mismo tiempo, debe ofrecerse un instrumento atractivo para los hogares que demandan el financiamiento. Plantean, entonces, la idea de una indexación dual, que evolucione según salarios para el deudor y según inflación para el acreedor, al estilo de los fondos de compensación que se comentará más adelante. La particularidad que plantea, sin embargo, es que la duración de los créditos debe también ser variable, de manera que pueda amortiguar aumentos en la cuota que excedan lo que la indexación dual puede absorber. Es decir, en vez de que exista un fondo que absorba y compense cuando hubiera saldos entre las cuotas, planteaban que esas diferencias se ajusten acortando o extendiendo el crédito.

En 2001, Bolivia lanzó la Unidad de Fomento de Vivienda (UFV), que tomaba como referencia a la inflación, pero con un mecanismo particular: en este caso, se consideraba la inflación mensual promedio del último año y la variación de la unidad es diaria. La última experiencia a nivel regional fue la segunda etapa de Uruguay, en 2002, cuando crea la Unidad Indexada (UI), que tomaba como referencia al índice de precios y que convive hasta la actualidad con la UR.

A nivel general, las experiencias de América Latina fueron consecuencias de la inestabilidad económica y la falta de acceso al crédito. La unidad indexada se buscó, en cada caso, como una alternativa para que los hogares pudieran mejorar su capacidad de ser elegibles pero, también, como una manera de que los eventuales prestamistas se sientan incentivados a ofrecer financiamiento en esos contextos. La inflación anual promedio en los momentos en los que se crearon las diferentes unidades mencionadas es de 32%.<sup>1</sup>



En la mayoría de los casos, los mercados de crédito hipotecario lograron un nivel de desarrollo considerablemente mayor al argentino, que no se explica necesariamente por las unidades indexadas pero donde sí es posible pensar que han jugado un rol relevante. El contexto macroeconómico, político y legal es, quizás, el principal factor a la hora de entender el desarrollo del crédito hipotecario pero, en el día a día, debe apoyarse en estos instrumentos que permiten la transición. La unidad indexada, por ejemplo, es especialmente útil y necesaria en contextos de inflación elevada, como los casos antes mencionados.

## LA HISTORIA DE LAS UNIDADES INDEXADAS EN ARGENTINA

En Argentina, la historia de las unidades indexadas comienza en 1980 con la circular 1.050 del Banco Central de la República Argentina (BCRA) que dictó que los créditos pasaban a estar indexados según el índice de Ajuste Financiero (IAF). Esta experiencia fue traumática, más allá de la coyuntura económica que potenció cualquier problema posible, por un problema de diseño: la tasa de interés como variable de referencia.

Las unidades indexadas aparecen principalmente en momentos de inestabilidad nominal. Es decir, en momentos en los que tener una cuota fija en la moneda local se vuelve especialmente difícil. Ahora bien, frente a esta decisión, de que la cuota va a variar, el siguiente interrogante es cuál debe ser la variable de referencia, y la tasa de interés es, quizás, la peor opción. Esto es así porque, en momentos de inestabilidad, la tasa de interés es un instrumento de política económica y no una consecuencia de esta. Es decir, el nivel de la tasa de interés es decidido por los hacedores de política económica, mientras que la evolución de los precios, la de los salarios o la de otros bienes o servicios son afectados indirectamente y en el mediano plazo por las decisiones y, de hecho, no siempre el canal de transmisión es claro.

En consecuencia, en un contexto macroeconómico como el de principios de la década del 80, haber elegido a la tasa de interés como valor de referencia de los créditos hipotecarios fue el primer paso para que la unidad indexada tuviera

---

<sup>1</sup> | 23% si se excluye a los casos extremos, como Uruguay en 1968, cuando la inflación era de 125%, y a

Bolivia en 2001, cuando la inflación fue de 2%.



un final complicado y tuviera que ser descartada, como pasó con la UPAC en 1999.

A principios de 2016, como se mencionó en el capítulo anterior, el BCRA creó la UVA<sup>2</sup>, una unidad cuya variable de referencia era el índice de precios y con variación diaria, como la UF desde 1977 hasta la fecha. La UVA surge en un contexto complejo, en un proceso de aceleración inflacionaria que llevaba varios años y tras 15 años en los que el crédito hipotecario fue inaccesible para la mayoría de la población. Luego, a fines de 2016, también se creó la UVI, una unidad indexada cuya variable de referencia es el costo de la construcción. Si bien en un primer momento se pensó como una alternativa a la UVA que permitiera créditos hipotecarios con cuotas ajustables según el costo de la construcción, su participación en el mercado es nula. Sin embargo, sí logró cumplir un rol relevante en el financiamiento intermedio a las empresas constructoras y en el financiamiento no bancario a compradores “de pozo”. La UVI logró institucionalizar algo que sucedía hacía años al dar una referencia formal del precio de la construcción.

Luego, en 2020, tras un período de especial inestabilidad macroeconómica, aceleración de la inflación y cambio de gobierno (y de ideología), se lanzó la unidad Hog.Ar, una unidad que evolucionaba según lo hiciera el Coeficiente de Variación Salarial (CVS) y que fue utilizada exclusivamente para los créditos otorgados por el Gobierno. Por último, la metodología de indexación Hog.Ar fue reemplazada por la de la fórmula Casa Propia, un intento por reducir el aumento de las cuotas de los créditos en un contexto de aceleración inflacionaria muy profunda. En este caso, la metodología de indexación de Casa Propia tiene como referencia tanto a la variación de los salarios como a la de los precios, pero con algunas particularidades: se toma la evolución “normal” de las variables, sino el promedio de las últimas 12 variaciones mensuales por lo que, en contextos de aumento de la inflación y la nominalidad, el aumento siempre será menor. Además, siempre se utiliza la menor de las dos variaciones promedio. Por último, en el caso del salario, se considera el aumento con un aforo del 90%, es decir, que se toma solo el 90% de la variación salarial, por lo que es esperable que siempre se utilice al salario como referencia.”

---

<sup>2</sup> | Inicialmente llamada Unidad de Vivienda (UVI), luego denominada Unidad de Valor Adquisitivo (UVA) cuando se crea la unidad que sería finalmente llamada UVI.



## CÓMO ES UNA “BUENA” UNIDAD INDEXADA

La experiencia argentina es especialmente útil para analizar lo que planteaban Buckley, Lipman y Persaud (1993) en términos de que la referencia elegida tiene que ser, al mismo tiempo, atractiva para quienes tomen el crédito y para quienes lo ofrezcan. Como se mencionó, la primera experiencia fue con la tasa de interés, pero este instrumento dejó de estar en las opciones consideradas hace tiempo, especialmente por lo expuesto que está a las decisiones deliberadas de hacedores de política pública.

A nivel regional, existen, entonces, 14 experiencias diferentes en las que se creó o modificó sustancialmente una unidad indexada, de las que 5 fueron en Argentina (4 entre 2016 y 2021) y 9 en el resto de la región. A su vez, de las 9 fuera de Argentina, en 7 se utilizó el índice de precios como unidad de referencia. Argentina tiene la particularidad de haber experimentado todas las opciones posibles, y hasta de haber creado algunas opciones mixtas. Ahora bien, vale la pena analizar cuáles son los puntos a favor y en contra de cada una de estas, siempre teniendo en cuenta que el objetivo es incentivar, al mismo tiempo, a la oferta y a la demanda.

Del lado del prestamista, podría pensarse que el atractivo en una unidad indexada estará dado por, al menos, 4 criterios: en primer lugar, la posibilidad de mantener el poder de compra del pago mensual, es decir, que lo que ingresa como cuota no valga, en términos reales, cada vez menos. Luego, que permita una reducción en la cuota (por las causas mencionadas anteriormente) tal que ofrezca una mayor penetración del producto en el mercado. También se buscará que la unidad en cuestión reduzca el riesgo de impago por parte del deudor. Finalmente, que sea atractivo para los ahorristas, ya que son quienes deberán utilizar este mecanismo como modo de ahorro, lo que permitirá a la entidad prestamista captar capital para fondar los créditos.

El deudor, valorará, también, que la unidad permita la reducción en la cuota que amplifique el acceso al crédito y que la evolución de la unidad sea lo más cercana posible a la de los ingresos del hogar o, dicho de otra manera, que reduzca el riesgo de incumplimiento (aunque por motivos diferentes a los del acreedor). A su vez, también buscará que la unidad en cuestión sea fácil de comprender y de prever. Es decir, se valorará que el bien o canasta de bienes de





referencia sean cercanos al día a día del hogar y que, además, su evolución no sea demasiado volátil, lo que permitiría una cierta previsión en el esquema de finanzas domésticas.

### Cuadro 1. Resumen experiencias en América Latina.

País	Año de creación	Unidad	Variable de referencia
Chile	1967	UF	IPC
Uruguay	1968	UR	Salarios
Colombia	1972	UPAC	IPC
Argentina	1980	Circular 1050	Tasa de interés
Ecuador	1993	UVC	IPC
Colombia	1994	UPAC-TDF	Tasa de interés
México	1995	UDI	IPC
Colombia	1999	UVR	IPC
Bolivia	2001	UFV	IPC
Uruguay	2002	UI	IPC
Argentina	2016	UVA	IPC
Argentina	2016	UVI	Costo de la construcción
Argentina	2020	Hog.Ar	Salarios
Argentina	2021	Casa Propia	Salarios (90%) o IPC, la menor

*Fuente: elaboración propia.*

Con la UF, por ejemplo, Chile optó por tomar como referencia al índice de precios, una variable que cumple, por definición, con el objetivo de los acreedores de que el pago mensual mantenga el valor real inicial. A su vez, es

---

<sup>3</sup> | Podría pensarse en que existe riesgo de impago en contextos de alta tasa de desempleo pero, en ese caso, cualquiera de las opciones enfrenta el mismo riesgo, por lo que no se considera.



atractivo para los ahorristas, que pueden encontrar en la UVA (por citar el caso argentino) un instrumento de ahorro que no pierda valor frente a la inflación y, en última instancia, esto permite que esos fondos ahorrados dentro del sistema financiero sean ofrecidos como crédito. Este punto, para ofrecer magnitudes relevantes, requiere de una infraestructura legal y de un grado de relevancia del mercado de capitales que ofrezca instrumentos de ahorro a largo plazo, lo que permite no tener descalce de plazos entre los préstamos y los depósitos.

El IPC como referencia también cuenta con una alta capacidad para reducir la cuota inicial, como se mencionó anteriormente, aunque el principal problema es que la evolución posterior de esa cuota puede diferir de la de los ingresos, lo que puede poner en riesgo la capacidad de pago de los hogares en momentos de caída del salario real<sup>3</sup>.

En lo que respecta específicamente al deudor, el IPC es especialmente simple de comprender, porque la mayoría de las personas comprenden y están familiarizadas con el concepto de inflación, especialmente en América Latina. Por último, dado que el índice de precios es el promedio de una canasta de bienes y servicios, es especialmente poco volátil, lo que permite que las variaciones en la cuota sean, mes a mes, sutiles. Es difícil, salvo en contextos muy concretos (generalmente motivados por un salto discreto en el tipo de cambio o por algún movimiento en los precios regulados), pensar en variaciones muy diferentes en el IPC entre dos meses consecutivos y, si la hubiera, generalmente al poco tiempo se vuelve a una tendencia estable.

En cuanto a los salarios, se suele tomar alguna variable que replique la evolución promedio y no la de cada situación particular. A su vez, monitorear la variación del salario suele ser una tarea compleja, especialmente en países con alta informalidad en el mercado laboral. En Argentina, por ejemplo, existen principalmente tres fuentes que podrían ser consideradas: la Remuneración Imponible Promedio de los Trabajadores Estables (RIPTE), que publica el Ministerio de Trabajo; la remuneración promedio de los trabajadores del sector privado, que también publica el Ministerio de Trabajo; y el Índice de Salarios, que publica el INDEC. En general, la evolución es similar en el mediano plazo, aunque podría haber variaciones en plazos cortos, especialmente porque miden subgrupos diferentes y con tratamientos que no son exactamente iguales.



Más allá de la particularidad de qué se tome como indicador de la evolución del salario, conceptualmente es posible pensar que, en plazos cortos, puede existir alguna inestabilidad en el valor real de una cuota que replique las variaciones del salario, aunque en el largo plazo suele tender a replicar la evolución de la inflación. Por esto mismo, para el ahorrista es poco atractiva y, de la misma manera, tampoco es un aliciente para el acreedor que vería en sus ingresos (la cuota que cobra) replicar una variable que diverge, al menos transitoriamente, de la inflación.

En principio, una unidad que ajuste por salarios debería ofrecer una reducción en la cuota similar a la de una que ajuste por inflación, salvo en los casos en los que se perciba un riesgo de caída de valor real en la cuota de manera permanente. En esos casos, si bien habría reducción de cuota, no sería de la misma magnitud. Donde sí podría pensarse que el ajuste por salario es atractivo es en cómo reduce el riesgo de impago, dado que es la variable que más se acerca a la evolución de cada ingreso particular, por definición. A su vez, es una variable simple de comprender y seguir por parte de los hogares. Por último, tiene un grado de volatilidad mayor, ya que depende directamente de acuerdos entre partes que pueden impactar de manera considerable en la evolución total.

Finalmente, una unidad que ajuste por el costo de la construcción, como se mencionó previamente, podría ser interesante para el financiamiento intermedio o para créditos a hogares orientados a la construcción, pero difícilmente pueda pensarse como un instrumento a largo plazo. Esto es así porque, como en el caso de los salarios, en el corto plazo puede diferir en su evolución de la inflación, y hasta en una magnitud mucho mayor a la del salario. Cuando se habla de costo de la construcción, al menos en el caso argentino, se piensa en variables que ponderan el crecimiento del precio de los materiales, de la mano de obra y de otros gastos.

Para el ahorrista podría ser atractiva ya que funcionaría como instrumento de ahorro para aquellos hogares que tienen como destino de ese dinero la construcción o compra de un inmueble. En este caso, entonces, podría ser atractivo para la captación de fondos a largo plazo. En cuanto a la reducción de cuota, el costo de la construcción ofrece una caída similar a la del salario, ya que dependerá de cómo se perciba a largo plazo. Donde sí hay diferencia es en cuánto asegura el pago de la cuota, ya que el costo de la construcción



difícilmente tenga alguna semejanza en su evolución con la del salario o la inflación, sobre todo en plazos cortos.

Por cómo está compuesta, con el promedio de tres componentes del costo, es una unidad lejana del día a día del hogar promedio, algo que complica su utilización como medida de referencia masiva. Y, finalmente, es una variable especialmente volátil, lo que dificulta su aceptación, ya que puede variar muy por encima del ingreso del hogar en un mes determinado y luego quedarse sin modificaciones. Para la planificación financiera del hogar esto es un problema.

Un ejemplo para graficar uno de los puntos antes mencionados, el de la volatilidad: entre mediados de 1994 y enero de 2023 pasaron 342 meses, en los que la variación promedio mensual de las tres variables fue 1,61%, 1,62% y 1,63%, para el costo de la construcción, el RIPTE y la inflación, respectivamente. Es decir, la evolución fue casi idéntica en un período muy largo, de 28 años y medio, similar a la vida máxima de un crédito hipotecario. En ese mismo período, el costo de la construcción es la variable con la mayor variación positiva y con la mayor variación negativa. Reflejo de esto que la volatilidad del costo de la construcción<sup>4</sup> es 30% mayor que la de la inflación y 13% mayor que la del salario.

## ¿ES LA UVA UNA BUENA UNIDAD INDEXADA?

En resumen, y con la lógica de beneficiar a acreedor y deudor al mismo tiempo, la discusión se reduce a una indexación según salarios o según inflación, pero bajo ningún punto de vista según el costo de la construcción. Se presenta a continuación un ejercicio a partir de la experiencia argentina para intentar concluir cuál sería la mejor variable de referencia, si es que la hay.

El salario real define el poder de compra del salario nominal según un nivel de precios determinado y su evolución podría considerarse como la del salario en términos de la inflación. Cuando el salario real sube, la variación del salario fue mayor a la de la inflación, y viceversa. En concreto, desde 1994 hasta enero de 2023, el salario real casi no varió. Si se compara con un salario

---

<sup>4</sup> | Medida por el coeficiente de variación.



real equivalente a \$100 en julio de 1994, el de enero de 2023 tiene un poder de compra de \$97,2, por lo que solo habría perdido 2,8% en casi 30 años. Es más, si se tomara el de diciembre de 2022, por ejemplo, el poder de compra sería de \$99,3.

Ahora bien, en el transcurso de estos casi 30 años, el poder de compra del salario llegó a ser 30% menor tras la salida de la convertibilidad y a ser casi 30% mayor en 2015, aunque en ambos casos con contextos muy particulares e insostenibles. Pero más allá de las causas, a los fines prácticos, una unidad que ajuste por inflación tiene el riesgo de exponer al hogar deudor a las variaciones bruscas y sostenidas del salario real.

Esto se ve en el gráfico 1, que muestra la evolución hipotética de una cuota en relación al ingreso, suponiendo que el hogar percibe ingresos que varían exactamente igual al RIPTE<sup>5</sup>. En el peor momento de la crisis económica post salida de la convertibilidad y devaluación, la cuota ajustable por inflación hubiera llegado a representar casi el 37% pero ya para 2007 hubiera vuelto a una relación cuota-ingreso (RCI) similar a la inicial, de 25%. Una vez estabilizada en esos valores, la RCI hipotética hubiera seguido cayendo y, por 10 años, habría sido menor a la inicial, con niveles mínimos cercanos al 20%. En promedio, la RCI fue de 25,5% para este extenso período, lo que permite ver que la inflación es una buena unidad en el largo plazo, pero no en el corto cuando el país está expuesto a desequilibrios macroeconómicos, dado que los desfasajes transitorios pueden presentar un problema para el hogar y poner en riesgo la capacidad de cumplir con las obligaciones.

---

<sup>5</sup> | Se utiliza el RIPTE porque es la única fuente oficial de evolución de ingresos que permite analizar un período tan extenso.



## Cuadro 2. Capacidad de cumplir con criterios de preferencia.

País	Interesado	Índice de precios	Salarios	Costo de la construcción
Valor real estable	Acreedor	Alta	Media	Media
Atractivo para ahorristas	Acreedor	Alta	Baja	Media
Reducción de cuota	Acreedor / deudor	Alta	Media	Media
Reducción de riesgo de impago	Acreedor / deudor	Baja	Alta	Baja
Simplicidad	Deudor	Alta	Alta	Baja
Baja volatilidad	Deudor	Alta	Media	Baja

*Fuente: elaboración propia.*

Sin embargo, y a pesar de las variaciones del salario real, la experiencia con la UVA, la unidad indexada más utilizada y la única con alcance real en el sector financiero, es positiva. A partir de la aparición de la UVA, el crédito hipotecario registró un período de profunda aceleración que duró especialmente desde 2016 hasta 2018, cuando la caída del salario en relación al valor de los inmuebles redujo las posibilidades de acceso. Este proceso se explica casi exclusivamente por la caída en el ingreso necesario para acceder al crédito: a principios de 2016, un hogar debía tener ingresos mensuales demostrables mayores a 4,4 salarios promedio si quería acceder a un crédito suficiente para comprar un inmueble de 50 mts cuadrados promedio en la Ciudad de Buenos Aires pero, tras la aparición de la UVA, este umbral cayó a 1,8 salarios promedio, por lo que la barrera de entrada se redujo en más del 50%. Ese indicador se mantuvo por debajo de los 2 salarios promedio hasta abril de 2018, cuando comenzó la crisis cambiaria.



Sin embargo, aún tras la devaluación, la posibilidad de acceso al crédito hipotecario era considerablemente mayor con UVA que con una cuota fija en pesos. Se estima que se otorgaron más de 115.000 créditos hipotecarios UVA en total, aunque por momentos se registraron meses con más de 10.000 nuevos créditos, un nivel solo comparable con la década del 90 o algunos tramos del período 1947-1955. Este auge del crédito, sin embargo, fue en paralelo a una macroeconomía inestable y los efectos no tardaron en hacerse ver.

La experiencia argentina es útil para analizar las debilidades y fortalezas de un sistema como el UVA, con cuota variable y con la inflación como referencia de indexación. En primer lugar, hay cierto consenso en que, en los primeros años de vida de la UVA, la RCI de la mayoría de los hogares deudores creció, dado que cayó el salario real en la mayoría de los casos. Desde 2017, cuando comenzaron a otorgarse de manera masiva los créditos, hasta la fecha, las cuotas aumentaron por encima de los salarios, pero en línea con lo que hubiera aumentado un alquiler y, en algunos casos, hasta por debajo.

**Gráfico 1. Ejemplo de la evolución de la relación cuota-ingreso, 1995 al 2023.**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Trabajo, INDEC e institutos locales de estadísticas.*



En los casos en que el ingreso de los hogares evolucionó como el promedio, la RCI aumentó pero no llegó a superar el 31%. Un dato interesante para entender por qué podría suponerse que el ingreso evoluciona de manera similar al promedio es que, según el Gobierno Nacional, y a través del Jefe de Gabinete en su informe 132° al Senado en septiembre de 2022, alrededor del 75% de los deudores titulares eran trabajadores en relación de dependencia. Además, otro dato relevante para entender la magnitud de la gravedad es que, según este mismo informe, los bancos acreedores de los créditos hipotecarios UVA recibieron 1.471 solicitudes para consideración especial porque las cuotas UVA habrían superado el 35% del ingreso, algo que fue habilitado por el Decreto 767 de 2020, en el que se obliga a los bancos a ofrecer facilidades siempre que la RCI supere el 35%.

De esas 1.471, 1.030 habían sido rechazadas al momento de la publicación del informe. Si se considera en relación al total de créditos otorgados, el porcentaje de reclamos es del 1,3%, similar al de la mora, como se verá más adelante. De estos 1.030 solicitudes rechazadas, 747 fueron no aceptadas por una incorrecta presentación de ingresos, 144 porque la RCI era menor al 35%, 126 por “otros” y 13 porque se poseía más de una vivienda, lo cual incumplía con los requisitos previstos por el decreto. Es decir, aun cuando el Gobierno Nacional intentó plantear un esquema de asistencia, el universo de deudores no se acogió a los criterios que marcarían una situación de emergencia. Sin embargo, esto no significa que la situación no sea o haya sido complicada para muchos hogares, especialmente para aquellos cuya cuota subió más que sus ingresos.

Según el momento en que haya comenzado el crédito, la evolución de la RCI<sup>6</sup> varía, aunque siempre con la misma tendencia. Dado que la mayoría de los créditos fueron otorgados entre mediados de 2017 y mediados de 2018, se analizan especialmente los créditos que comenzaron en ese período. Si se supone que el ingreso de cada hogar varía de igual manera que el salario promedio (un supuesto fuerte pero lógico), RCI inicial de 25% habría aumentado a una RCI de entre 28% y 30%, aproximadamente, para finales de 2022. Es decir, son aumentos considerables, de entre 3 y 5 puntos porcentuales, pero no en una cuantía que permita anticipar problemas de sostenibilidad.

---

6 | *Considerando aumentos promedio de ingresos y de cuota*





Pero más allá del funcionamiento de las variables principales del sistema, en los últimos años hubo una serie de intervenciones orientadas a contener políticamente la situación. Entre septiembre de 2019 y febrero de 2021, la cuota del crédito hipotecario estuvo congelada la mayoría del tiempo. Luego, desde marzo de 2021 hasta julio de 2022, las cuotas subieron según el proceso de convergencia dictado por el Gobierno Nacional, que significó que los deudores vieran sus cuotas aumentar según la inflación y, sumado a esto, según lo que no habían subido en el período congelado.

Otra variable relevante que complementa la evolución de la RCI antes detallada es la tasa de incumplimiento o mora. A diciembre de 2022, según el BCRA<sup>7</sup>, había vigentes 95.270 créditos hipotecarios UVA<sup>8</sup>, de los que 1.541 se encontraban en situación de irregularidad. Esto significa que en el 1,61% de los créditos hubo demoras mayores a 90 días en el pago de alguna cuota. En términos de saldos (dinero adeudado), la mora es todavía menor, del 1,2%, la menor desde la salida de la pandemia. Estos niveles de mora son considerablemente menores a los del resto de los créditos a familiar (3% en saldos) y al sector privado en general (3,1% en saldos).

Estos niveles de mora, además de ser bajos en comparación a otros tipos de crédito del sistema financiero, son bajos para la historia del crédito hipotecario en Argentina, especialmente si se toma en cuenta que son cuotas variables y no fijas, cuyo valor real se reduce mes a mes. El primer registro que publica el BCRA es para diciembre de 2005, cuando la tasa de mora era del 7%, el máximo publicado.

De ahí en adelante, el indicador cayó sistemáticamente hasta estabilizarse en niveles cercanos al 1%, lo que se explica por dos motivos, principalmente: 1. Al no haber flujo de nuevos créditos, las cuotas que quedaban por pagar eran principalmente aquellas de créditos originados durante la convertibilidad o en los primeros años luego de la salida, pero en su mayoría fijas, por lo que el valor real caía, y 2. La caída en el valor de la deuda con respecto al valor de la vivienda hacía especialmente interesante, para quienes pudieran, cancelar

---

<sup>7</sup> | Informe de Estabilidad Financiera, Apartado 2, Diciembre de 2022

<sup>8</sup> | Se estima que, en total, se originaron alrededor de 115.000 créditos hipotecarios UVA.



la deuda anticipadamente, debido a que el activo (el inmueble) se valorizaba constantemente en pesos mientras que la deuda caía.

Previo a la pandemia, la tasa de mora se encontraba entre los valores más bajos, cercana al 0,4%. Sin embargo, tras la finalización del congelamiento, el hecho de que empezara la contabilización de los impagos (durante el congelamiento no se imputaron) y el comienzo de la convergencia, la mora comenzó a subir y ascendió a 1,5%, aunque luego se redujo a los niveles actuales, cercanos al 1,3%.

Un último punto a considerar sobre el funcionamiento de una unidad indexada en una economía inestable como la de Argentina es el relacionado a la ecuación patrimonial del crédito. Es decir, cómo evoluciona la deuda, cómo evoluciona el activo (la vivienda) y qué ganancia (o pérdida) acumula el hogar cuando el inmueble vale más (o menos) que la deuda.

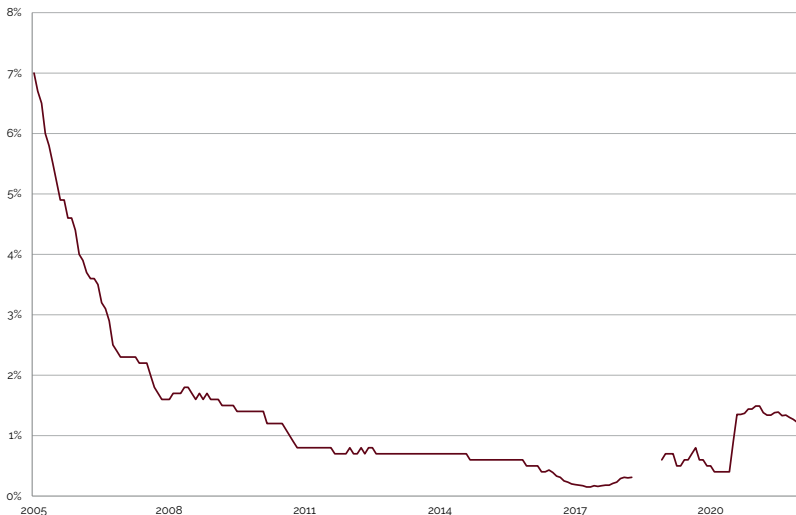
Vale aclarar que, a diferencia del resto de la región (y del mundo), en Argentina el valor de los inmuebles se pacta en dólares, por una serie de cuestiones que no serán profundizadas aquí pero podrían resumirse en la incapacidad reiterada de la moneda local para ser referencia de valor en el largo plazo. Esto es especialmente importante porque, ante un crédito, se da la particularidad de que el valor del activo (la vivienda) en pesos dependerá de dos componentes, uno microeconómico determinado por la evolución del mercado inmobiliario (el valor del inmueble en dólares) y otro macroeconómico determinado por la evolución de la economía en su conjunto (el tipo de cambio). Es decir, podría darse que el valor en pesos del inmueble suba aún con una caída del valor en dólares del inmueble, si es que la variación del tipo de cambio compensa la caída antes mencionada.

Esto es relevante porque el capital adeudado del crédito UVA, como las cuotas, evoluciona según el índice de precios mientras que el valor del inmueble responde a otras variables. Desde la creación de los créditos UVA se ha hablado mucho sobre cómo aumenta el capital adeudado en pesos, algo que omite que se reduce constantemente en UVAs y que, posiblemente, también se reduzca constantemente medido en dólares o en relación al valor inmueble.



En el cuadro 3 se presenta la evolución de la deuda como porcentaje del valor de la vivienda, para un caso modelo de un departamento de dos ambientes promedio situado en la Ciudad de Buenos Aires, adquirido con un crédito a 25 años que financió el 75% del valor del inmueble con una tasa nominal anual de 5,2%, que era la tasa promedio en octubre de 2017, cuando se inicia el ejercicio aquí presentado. Entre el momento de origen y enero de 2023 pasaron 64 meses, equivalente a un quinto del plazo total.

### Gráfico 2. Tasa de mora en créditos hipotecarios, como porcentaje de los saldos.



Fuente: elaboración propia a partir de datos de BCRA.

En este período, la deuda habría pasado de representar el 75% inicial a un 39% en mayo de 2023. Es decir, en solo el 21% del tiempo, la deuda se redujo casi a la mitad (de 75% a 39%). Esto fue posible gracias a que, si bien el capital adeudado creció en pesos, el valor del inmueble creció considerablemente más. Lamentablemente, de cualquier manera, esto no necesariamente es una buena noticia, dado que es la contracara del aumento en la RCI antes detallado.



### Gráfico 3. Evolución de la LTV según condiciones del ejemplo.



Fuente: elaboración propia a partir de datos de BCRA, INDEC y Properati.

En resumen, la UVA logró ampliar el universo de hogares elegibles para el crédito hipotecario a pesar de la performance macroeconómica, es atractiva tanto para ahorristas como para prestamistas y, en el caso de los deudores, si bien se registra un aumento en la RCI, no se traslada este a un aumento de la mora. Sin embargo, sí es posible pensar que, como hicieron Colombia o México, sea necesario robustecer el sistema. Para esto, se presenta la idea de un fondo de compensación.

## EL FONDO DE COMPENSACIÓN

Uno de los problemas más comunes que encuentran los sistemas de crédito con unidades indexadas al índice de precios es que la evolución de las cuotas, en el corto plazo, puede disociarse de la evolución del salario o de los ingresos del hogar. Para esto, la solución más común suele ser la que se conoce como un Fondo de Compensación.



La primera experiencia regional es la de México, que en 1995 creó un mecanismo que cubría las diferencias de cuota siempre que la Udl aumentara más que el salario mínimo y absorbía cuando sucedía lo contrario. Este fondo, entonces, se nutría de recursos cuando el salario mínimo crecía por encima de la inflación y perdía recursos cuando pasaba lo contrario. En concreto, el deudor siempre pagaba una cuota indexada al salario mínimo y el acreedor cobraba una cuota indexada al índice de precios. Se buscaba así que el crédito fuera atractivo para ambas partes, deudor y acreedor. Este tipo de sistemas se conoce como cobertura “simétrica”, ya que funciona tanto para absorber o compensar en igual magnitud. En México, además se cobraba un monto extra, equivalente al 11% de la cuota mensual, que también nutría al fondo.

El otro caso de la región es Colombia, que en 1999, y ante el colapso del sistema tradicional de créditos, creó el Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH), en este caso con un funcionamiento similar pero entre la inflación y la tasa de interés. La diferencia del FRECH con el fondo mexicano es que el caso de Colombia tenía otras fuentes de recursos (impuestos, aporte de bancos) y que sólo operaba cuando la tasa de interés era mayor a la inflación, compensando al banco por lo que el deudor no pagaba. En este caso, la cobertura era “asimétrica”.

En ambos casos, con el tiempo, el fondo dejó de ser necesario debido a la estabilización de la situación macroeconómica en ambos países, aunque el esquema sigue existiendo. En Chile, por su parte, se sancionó una Ley en 1994 que creaba el Fondo de Compensación de los Dividendos de Préstamos Hipotecarios para la Vivienda, pero nunca llegó a implementarse como tal, ya que no fue necesario.

Para el caso argentino, lo que haría falta es un mecanismo similar al mexicano, que permite que las cuotas de los créditos hipotecarios UVA ajusten según el promedio de los salarios (no del salario mínimo), en reemplazo de la inflación. Esto, con matices, fue propuesto previamente por Mauricio Macri en 2019<sup>9</sup>, la Asociación de Bancos (ADEBA) en 2020<sup>10</sup>, el Frente de Todos en 2020 y 2022, legisladores de diferentes partidos entre 2020 y 2022, y la Fundación Pensar en 2022<sup>11</sup>.



El Fondo de Compensación debería ser simétrico, dado que es el esquema más simple de comprender y de operar. En la práctica, habría un instrumento que, como en el caso mexicano, se encarga de que el deudor siempre pague una cuota indexada al promedio de los salarios mientras que el acreedor recibe un pago indexado a la inflación. Las diferencias, para un lado y para el otro, son responsabilidad del fondo. Esto permitiría que, por ejemplo, en momentos de caída sostenida del salario real, el impacto en la RCI sea considerablemente menor. Por otro lado, en momentos de aumento del salario real, la cuota a pagar sería mayor.

Debería pagarse un sobre cuota para que el fondo sea aún más robusto y pueda responder ante mayores variaciones negativas del salario real, aunque la cuantía de esta sobre cuota dependerá del nivel de riesgo que se quiera tomar. En “Dueños o Inquilinos” (2021) están desarrollados algunos escenarios de cuál debería ser la magnitud de pago extra según la variable que se busca cubrir. En resumen, con un pago mensual equivalente al 1,5% de la cuota podría cubrirse un escenario de caída del salario real abrupta. Podría pensarse, también, en otras fuentes de financiamiento (como aporte de bancos, de organismos internacionales o del Gobierno Nacional), aunque lo principal es lo ya mencionado.

---

<sup>9</sup> | Fue planteado como una promesa de campaña en el segundo debate presidencial y luego acompañado por un proyecto de Ley.

<sup>10</sup> | “Hacia un mercado hipotecario sostenible”

<https://www.adeba.com.ar/informe-hacia-un-mercado-hipotecario-sostenible/>

<sup>11</sup> | “Créditos UVA: Fondo de Compensación”

<https://www.fundacionpensar.org.ar/creditos-uva-fondo-de-compensacion/>



## CONCLUSIÓN

En economías inestables y con alta inflación, el crédito hipotecario se vuelve imposible, principalmente por el alto costo financiero que, si la cuota es fija, debe incorporar a la inflación. Es entonces que las unidades indexadas se vuelven especialmente relevantes.

Luego de que Chile comenzara a fines de la década del 60 con la UF, varios países de América Latina han replicado, con sus matices, la idea de una unidad indexada, ya que permite reducir significativamente la barrera de acceso sin costo fiscal. Las experiencias son muchas y los resultados varían, pero podría pensarse en que hay consenso en algunos puntos, al menos a partir de las decisiones de los países analizados: en primer lugar, que el objetivo es siempre eliminar o reducir barreras de entrada al crédito sin afectar los incentivos del acreedor.

Luego, que la referencia suele ser el índice de precios, aunque el salario también tiene adeptos. Por último, que estos esquemas son dinámicos y pueden ir variando a lo largo del tiempo.

Prueba de eso último es el caso colombiano, que pasó por tres tipos de unidades indexadas y un fondo de compensación. Argentina, por su parte, en solo cinco años creó 4 unidades indexadas y actualmente discute cómo avanzar, si conviene un fondo de compensación u otras opciones.

La UVA es la más utilizada y permitió que cerca de 115.000 hogares accedieran a la vivienda en propiedad a través de un crédito. Es posible pensar que muchos de estos no lo hubieran conseguido de otra manera. Sin embargo, la aceleración de la inflación y la caída del salario real afectaron directamente a estos hogares, especialmente a través de aumentos en la RCI. Esta situación, de cualquier modo, no se trasladó a aumentos en la mora. Esta falta de traslado puede deberse a que, generalmente, el pago de la vivienda es el gasto que más se prioriza dentro de un hogar, ya sea una cuota de un crédito o el pago del alquiler (que también subió más que los ingresos y, por momentos, más que la cuota de un crédito comparable).



Según Shiller, la discusión debería estar siempre entre el índice de precios o alguna medida nominal de ingresos (como el salario promedio). En contexto de inflación baja, es menos deseable tomar a la inflación como referencia. Según él, convendría indexar directamente a la evolución de los ingresos. Ahora bien, en contextos de inflación moderada, la decisión es menos clara.

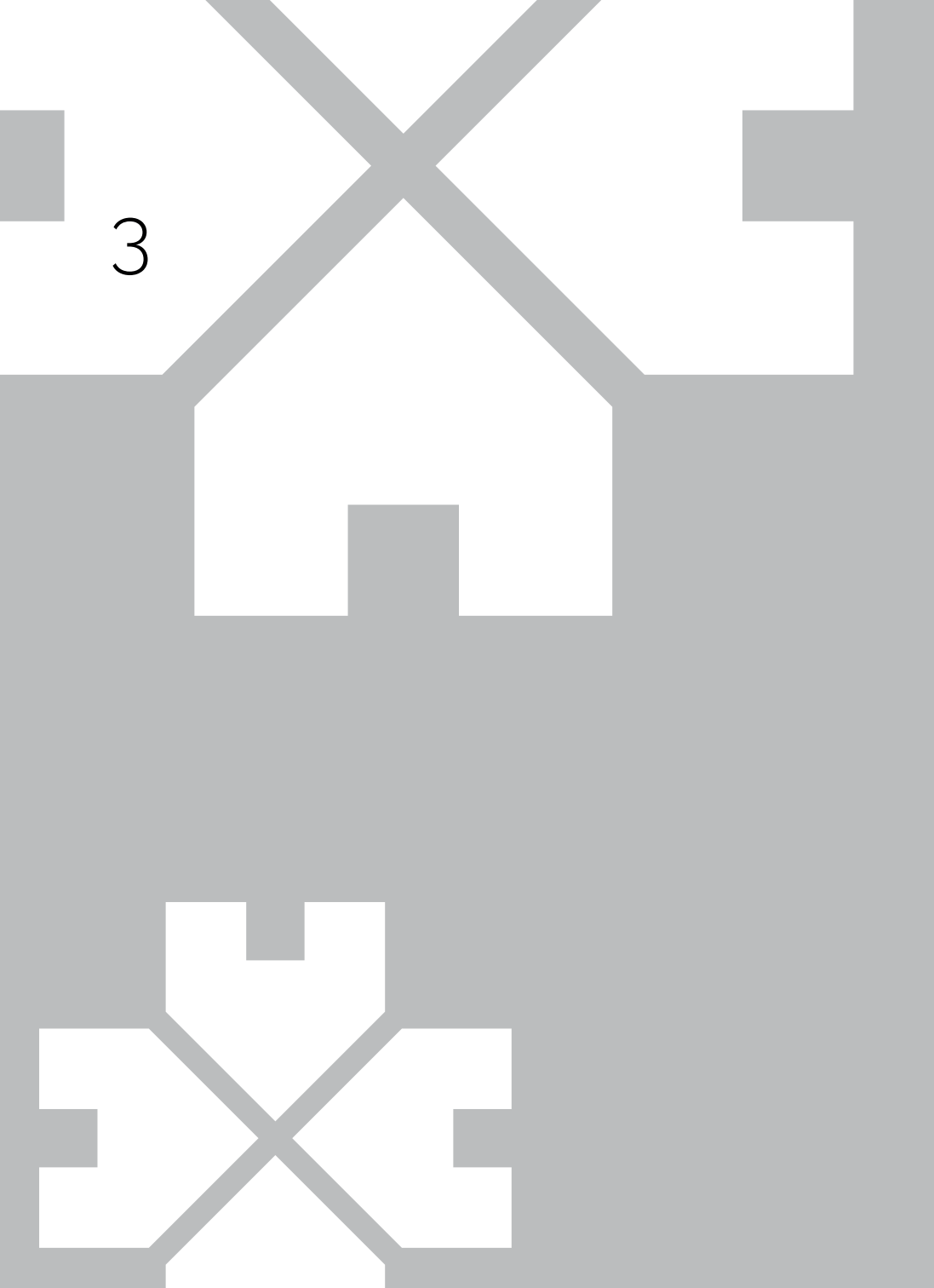
Es por esto que, en contextos de alta inflación, como la que tiene Argentina, se plantea la idea de un fondo compensador que resulte atractivo tanto para deudores como para acreedores. Es la manera en la que se puede ofrecer, al mismo tiempo, la reducción de la cuota, la estabilidad real en su valor y el atractivo para ahorristas y prestamistas, junto con la mayor capacidad de cumplimiento con el pago de las cuotas y con la cercanía entre la evolución de la cuota y los ingresos del hogar.

Sin la implementación del fondo, la discusión sobre qué unidad tomar o qué hacer en contextos de variación del salario real va a seguir. El diseño del fondo tiene que ser simétrico porque es lo más transparente para ambas partes. Además, dado que permite tener certidumbre sobre el plazo de finalización del crédito, habilita la titulación de esa cartera.

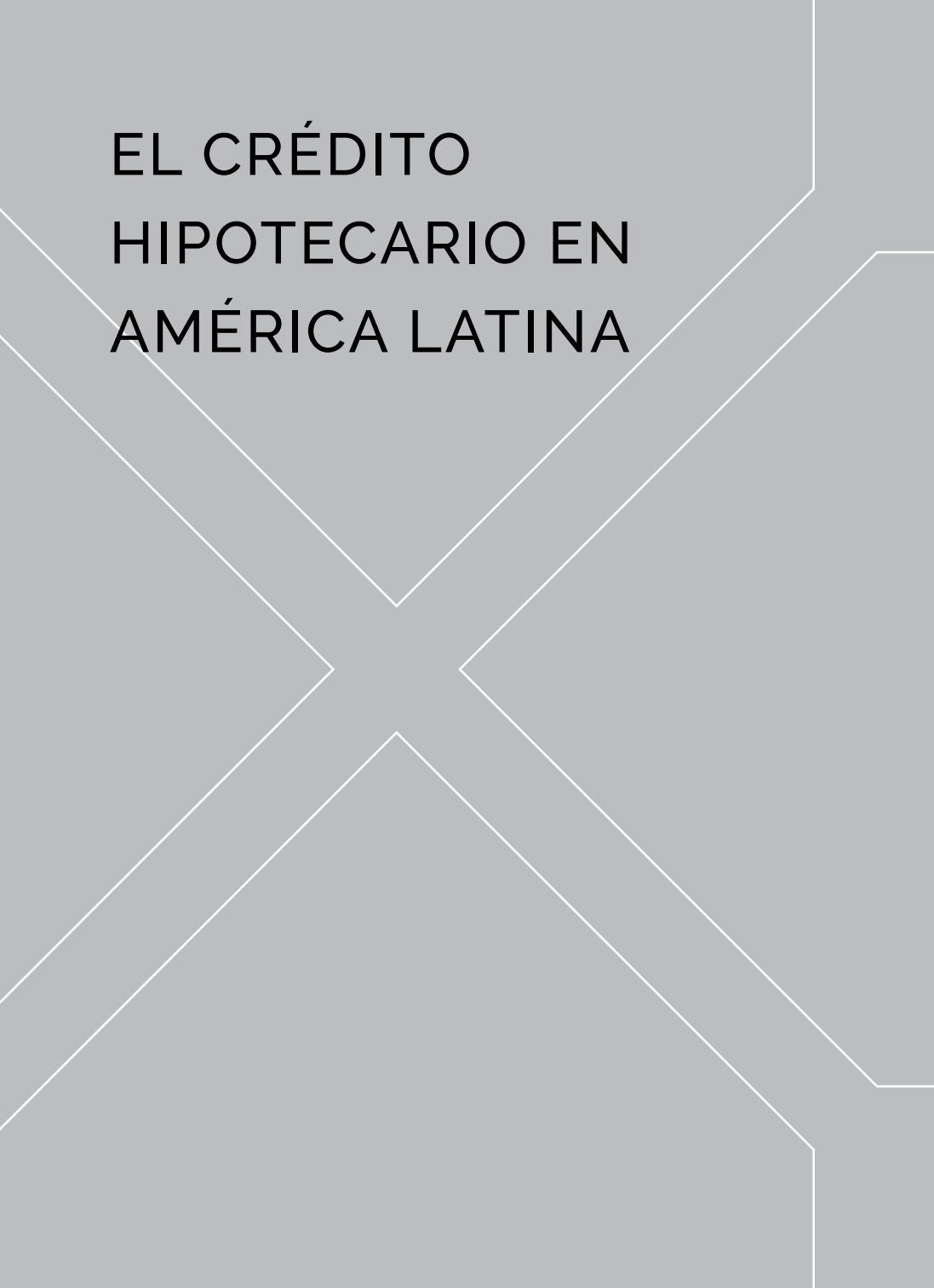
La RCI de la cuota de los créditos UVA no hubiera sido tan volátil si hubiera existido un fondo de compensación desde el inicio. Por otro lado, la evolución del capital (ya sea en pesos, dólares o en términos de la deuda) se mantendría sin cambios. Es especialmente importante tener en cuenta que al saldo adeudado se lo debe analizar siempre a la luz de variables reales y no en términos nominales.

El objetivo principal de estos complementos es que el crédito hipotecario pueda ser un canal para que los hogares accedan a la vivienda en propiedad sin estar expuestos a movimientos bruscos del salario real que afecten su capacidad de pago, pero tampoco que obliguen al banco a percibir ingresos cuyo valor real es volátil. Están pensados como sostenes en momentos de volatilidad política y económica, siempre con el foco puesto en maximizar el universo elegible por el sistema financiero y en amplificar el acceso a la vivienda.





3



EL CRÉDITO  
HIPOTECARIO EN  
AMÉRICA LATINA



La compra de vivienda a través de un crédito hipotecario es, quizás, una de las decisiones económicas a mayor largo plazo que una persona puede tomar en su vida. Y para proyectar a largo plazo, es necesario vivir en un contexto de estabilidad. En términos económicos, uno de los indicadores de estabilidad más cercanos a cualquier persona es la inflación, que determina cuánto puede anticiparse lo que pasará con el valor de compra de los ingresos y de la riqueza de las personas.

En América Latina y el Caribe, durante muchos años fue uno de los principales problemas económicos, lo que complicaba cualquier posibilidad de desarrollo. Según el Banco Mundial, entre 1960 y principios de la década del 70, la inflación en América Latina era baja, de un dígito y cercana al 5% anual, en promedio. Luego, con la crisis del petróleo en 1973, se aceleró y alcanzó niveles superiores a los dos dígitos por varios años, con experiencias de 3 dígitos y hasta hiperinflaciones. Este proceso duró cerca de 20 años, hasta mediados de la década del 90.

En una mirada más amplia, no solo de América Latina sino también de los países del Caribe, la inflación parecería haber dejado de ser un problema hace cerca de 30 años, al menos para una amplia mayoría de la región. Por ejemplo, según el Fondo Monetario Internacional, de los 32 países que conforman la región (sin contar a Argentina), hasta 1995 sólo la mitad o menos tenían inflaciones anuales menores al 10%. De la otra mitad, (los otros 16 países), en cada año había 8 países con inflación mayor al 30%. Esto cambia, como se dijo antes, a mediados de los noventa, cuando la inflación empieza a bajar de manera generalizada, al punto que, entre 1999 y 2022 (con la excepción de 2008), siempre hubo, al menos, 24 países con aumentos anuales de precios por debajo del 10%. En este contexto, claro, Argentina, Haití, Surinam y Venezuela parecen ser los outliers que no pueden solucionar el problema.

Como plantean Podjarny y Kiguel (2007), la estabilidad económica es uno de los principales determinantes del desarrollo del crédito hipotecario en un país. Pero además plantean como requisito la existencia de una moneda que permita mantener el valor y financiar a largo plazo, ya sea con tasa fija en moneda local, moneda extranjera o con alguna unidad indexada como las descritas en el capítulo anterior. A su vez, marcan otros dos requisitos básicos: que el mercado sea operativamente ágil, eficiente y con inversores



institucionales enfocados en el largo plazo (como los fondos de pensión o retiro, por ejemplo), y que los ingresos de los hogares sean lo suficientemente robustos a lo largo del tiempo para poder garantizar, con riesgo bajo, el cumplimiento del pago en las cuotas.

Todos los instrumentos que puedan pensarse para fortalecer el acceso al crédito (como las unidades indexadas, los fondos de compensación, las securitizaciones o los fondos de garantía, por mencionar algunos) son relevantes para potenciar pero no para comenzar un ciclo duradero de originación de crédito. Esto último debe apoyarse, necesariamente, sobre una macroeconomía estable. Sin embargo, es posible pensar que los instrumentos antes mencionados pueden ser especialmente útiles para sobrellevar períodos de inestabilidad, en los que el crédito tendería a ser nulo.

Un punto importante para entender el desarrollo del crédito hipotecario en América Latina es el mercado secundario, en el que los originantes del crédito (principalmente bancos) luego venden las deudas a inversores de largo plazo, como fondos de retiro, compañías de seguros o bancos de segundo piso. Este mercado secundario es especialmente importante porque permite que el mercado primario (donde los bancos les prestan a individuos) acceda al dinero necesario para seguir otorgando créditos sin la necesidad de que capten ahorros minoristas de largo plazo. La profundidad de estos mercados en los diferentes países de América Latina es uno de los factores que explican las brechas de desarrollo a nivel regional.

En 2004, el Banco Interamericano de Desarrollo publicó un extenso trabajo enfocado en cómo reformar los mercados de vivienda de América Latina. Se planteó que desarrollar el mercado de hipotecas debe ser un objetivo si se busca promover el acceso a una vivienda de calidad, pero dista de ser algo simple. Coinciden en la importancia de los mercados secundarios, aunque advierten de la necesidad de regulación. En cuanto al cómo hacerlo, se sugiere que el financiamiento sea canalizado a través del sector privado y que sea con tasas de interés reales positivas (mayores a la inflación); que se cumplan las leyes de ejecución ante incumplimientos; que se tomen regulaciones macroprudenciales; y que se promuevan instrumentos eficientes de crédito. Por otro lado, no recomiendan asignar subsidios a través de la tasa de interés (deberían otorgarse de manera directa en forma de capital); no se debe competir contra la inversión



en vivienda para alquilar ni debe considerarse al control de alquileres como un mecanismo de subsidio; y no deben permitirse altas tasas de incumplimiento.

En concreto, uno de los instrumentos que sugieren, y que será abordado en mayor profundidad en los próximos capítulos, es el seguro hipotecario, que cubre el pago del capital y de los intereses, lo que permite que se considere menos riesgoso a los deudores y que en consecuencia, afronten costos menores de originación del crédito.

En esta línea, González Arrieta (2005) complementa que, además de que el mercado debe ser previsible, eficiente y asequible, debe ser rentable para todas las partes. Es decir, debe ofrecer operaciones atractivas para los originantes del crédito, para los tomadores y para los intermediarios e inversores. Sin embargo, estos objetivos a veces colisionan, y la rentabilidad del mercado va en contra (en algunos casos) de la asequibilidad. En ese momento deben intervenir los Estados, de manera que el crédito pueda seguir siendo asequible para el hogar y atractivo para los inversores. Coincide en que los subsidios vía tasa de interés son un problema dado que distorsionan el mercado de crédito y que subsidiar a la oferta vía construcción de viviendas que luego son entregadas, también es un abordaje problemático. Proponen que, a nivel general, la asistencia debe darse en tres canales: promover el ahorro previo, aunque no necesariamente en dinero; un subsidio directo en forma de capital que reduzca el costo de la vivienda que paga el hogar y un mercado de largo plazo que pueda financiar el resto del costo de la vivienda.

En América Latina, uno de los obstáculos suele ser la generación de los inversores de largo plazo, muchas veces asociado a algún aporte que hacen los trabajadores asalariados (en forma de ahorro compulsivo, aportes a la seguridad social o impuestos). Pero este mecanismo encuentra algunas limitaciones: en primer lugar, queda expuesto a los vaivenes del mercado laboral, ya que el aporte está supeditado a la evolución de la masa salarial, que puede caer tanto por una reducción en la cantidad de empleados como por una caída en el salario real. A su vez, este sistema de generación de recursos se ve amenazado por la creciente informalidad en los mercados de trabajo de la región, que reduce la cantidad de personas con ingreso demostrable. Esto último además reduce el número de hogares elegibles por los prestamistas ya que, generalmente, se busca cierto tipo de hogares, con antecedentes financieros positivos y que formen parte del



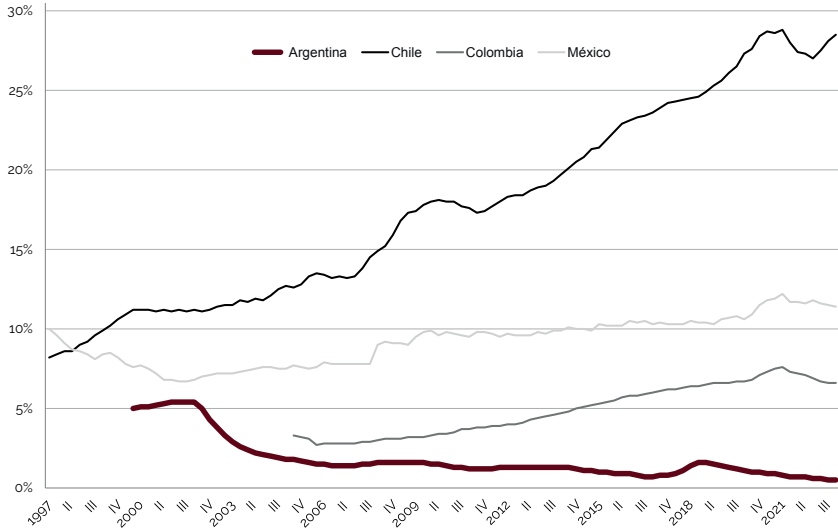
mercado formal. Es por esto que, especialmente en América Latina, la generación de un mercado secundario sólido que supla al fondeo por parte del mercado laboral es un desafío importantísimo. Además, es necesario (como muchos otros países fueron haciendo) avanzar en opciones que incluyan dentro del mercado de financiamiento de largo plazo a hogares con ingresos informales.

Reflejo de esto es que el mercado de financiamiento hipotecario en la región tiene mucho potencial, tal como argumentan Cubeddu, Tovar Mora y Tsounta (2012). Plantean que, aun después del período de expansión macroeconómica generalizada en la década del 2000, y habiendo transitado la crisis subprime, los mercados hipotecarios, si bien crecieron, presentaban bajos niveles de participación en el PBI, bajos niveles de incumplimientos o mora y poca penetración en el financiamiento en general. A su vez, salvo algunas excepciones que se podrían prestar a conclusiones ambiguas, no encuentran que los precios de los inmuebles hubieran sido presionados al alza por la demanda de vivienda generada por el crédito. Lo que sí encontraron, y sirve como punto de partida para pensar cómo mejorar la situación a futuro, es que en el período de bonanza, los países que mejoraron la regulación, las políticas de acceso y que desarrollaron un mercado de capitales de largo plazo fueron, también, los que mayor crecimiento tuvieron en el mercado de hipotecas.

A nivel general, el crédito hipotecario, sin embargo, creció durante la década del 2010, impulsado por buenos manejos macroeconómicos, liquidez global y crecimiento económico. A continuación, se presentan brevemente los casos de Chile, Colombia y México que, con sus diferencias y similitudes, permiten comprender cómo se desarrolla el mercado hipotecario, y sus complementos, a nivel regional.



**Gráfico 1. Crédito hipotecario como porcentaje del PBI.**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de bancos centrales e institutos de estadísticas de cada país.*

## MÉXICO

La historia reciente del crédito hipotecario en México es la historia del Infonavit, creado por una Ley en 1972 a través de la cual los empleadores debían contribuir, en nombre de sus empleados, al Fondo Nacional de la Vivienda para Trabajadores (FONAVIT), que sería administrado por el Instituto del FONAVIT (INFONAVIT).

Dado que el fondo recibe recursos de los aportes que realizan los empleadores en nombre de sus empleados, este financiamiento se acota al universo de trabajadores formales, lo cual tiene sus limitaciones, por lo comentado anteriormente. En el caso concreto de un trabajador que aporta al fondo, se le deduce el 5% del salario y, con el tiempo, va acumulando recursos para, eventualmente, acceder al crédito. Para esto, se analiza el historial laboral/ crediticio y si es seleccionado, puede obtener el financiamiento. Si no, a los 65 años recibe el dinero que aportó, lo que se conoce como fondo de ahorro.



Es especialmente particular e interesante la evolución y desempeño del INFONAVIT porque fue creado en el mismo año que el FONAVI argentino, con un espíritu, a grandes rasgos, similar, pero con instrumentos diferentes. En consecuencia, estudiarlo permite sacar conclusiones, también, sobre el caso argentino. El INFONAVIT tenía como objetivo principal, según la ley, crear un sistema de financiamiento accesible para los trabajadores, de manera que estos pudieran acceder a la vivienda en propiedad. Este financiamiento debía ser suficiente para que los trabajadores accedan a viviendas “con habitaciones cómodas e higiénicas”, lo que puede leerse como sin déficit cualitativo ni cuantitativo, pero también para que los hogares puedan acceder a financiamiento con el fin de construir, mejorar o refaccionar sus viviendas, ya no comprarlas.

Inicialmente, el INFONAVIT financiaba tanto la construcción como la compra de las viviendas, lo que le daba un lugar central en el mercado de vivienda. Durante los primeros 20 años, hasta principios de los noventas, este rol mixto se mantuvo. Sin embargo, durante esos años, los vaivenes macroeconómicos fueron afectando la capacidad de intervención del fondo, especialmente en los momentos en los que el salario real caía, por lo que los aportes tenían un menor valor. En 1992, el foco cambió e INFONAVIT pasó a tener un rol más financiero y menos constructor: se extendieron los plazos máximos de financiamiento a 30 años, se permitió que los aportes generen retornos en el período en que no son utilizados y se habilitó a los trabajadores que perdieran su puesto a tener un año de gracia. Una de las consecuencias clave de estos cambios fue que, para finales de la década, el fondo de ahorro comenzó a utilizarse como garantía de nuevos créditos para apalancar la generación de nuevos préstamos, tanto en el sistema financiero como para aquellos co-financiados.

Desde el 2000 en adelante, INFONAVIT fue variando pero siempre mantuvo (y mantiene) la visión financiera por sobre la constructora. Incluyó líneas para informales, para potenciar el mercado de alquileres y para financiar mejoras dirigidas al aspecto ambiental de las viviendas. Un punto interesante fue que, recientemente, en 2020, INFONAVIT habilitó a que los beneficiarios puedan acceder a nuevos préstamos, siempre que hayan cancelado el previo, y a que se destinen los recursos a la compra de suelo, pero solo en casos en que se encuentre cercano a la trama urbana.





Tras más de 50 años de su creación, INFONAVIT ha logrado posicionarse como una referencia a nivel internacional pero, principalmente, a nivel local. Según informes oficiales, cerca del 20% de los hogares mexicanos habitaba, en 2011, en una vivienda financiada por INFONAVIT. Por otro lado, en 2022, 6% de los hogares mexicanos contaba con una hipoteca vigente del INFONAVIT y en los deciles más altos, ese porcentaje superaba el 10%. Pero lo más impactante es que, en los deciles de menores ingresos, el 70% del financiamiento hipotecario provenía del INFONAVIT. A nivel general, más de 12 millones de créditos hipotecarios habían sido originados por el INFONAVIT.

Desde fines de los noventas, cuando comienza a tenerse registro estandarizado, el crédito hipotecario no bancario (la manera formal en la que el Banco Central de México llama principalmente a INFONAVIT) se triplicó en términos del PBI. Pasó de representar el 2,5% del PBI en 1998 a ubicarse entre 7% y 7,5% entre 2021 y 2022. Por otro lado, la totalidad del crecimiento del crédito hipotecario general se explica por el componente no bancario: INFONAVIT representó en 2022 el 60% del crédito hipotecario total, mientras que representaba el 30% en 1998.

El caso mexicano obliga a revisar el caso del FONAVI. En primer lugar, por la decisión deliberada de ser un actor central en el mercado de financiamiento y no (al menos en las últimas décadas) construir viviendas que luego tuviera que entregar. Es más, en la época en que sí estuvo orientada a la construcción, era principalmente vía el sector privado, al que luego financiaba en un esquema en el que se unía oferta y demanda. Esto es especialmente relevante porque un fondo de esta magnitud, usado para apalancar financiamiento, permite un impacto considerablemente mayor, de manera más ágil y focalizado en donde los hogares prefieren, ya que son ellos quienes deciden el destino del dinero.

Otra diferencia es que, aun siendo México y Argentina países extremadamente federales, la distribución territorial no es un eje en el INFONAVIT, mientras que es un punto central del FONAVI. Desde su creación, el fondo argentino se distribuye de manera automática hacia las provincias, quienes ejecutan la política a través de los Institutos Provinciales de Vivienda, como se detalló en el capítulo sobre la historia argentina. Más allá del análisis sobre los resultados del caso argentino, conceptualmente se apoya en una



lógica de decisión local sobre los temas urbanos. En el caso mexicano, el origen geográfico del solicitante no es un factor de relevancia, lo cual evita la generación de intermediarios locales.

Por último, un punto en común es que ambos fondos se nutren de recursos provenientes de variables asociadas a la actividad macroeconómica, como son la masa salarial y el consumo de combustible. A su vez, comparten que ninguna de las variables está directamente relacionada con el mercado de vivienda. Sin embargo, la diferencia principal en el esquema de uso de los recursos es que, en el caso mexicano, esos aportes que se hacen en nombre de cada empleador van a una subcuenta específica de cada individuo, lo que permite una mayor trazabilidad a lo largo del tiempo y, en última instancia, podría hasta recuperarse. En el caso argentino, los recursos se destinan a una caja que la política de vivienda utiliza, sin estar asociados necesariamente a quienes aportaron o potencialmente se beneficiarán.

## **CHILE**

El mercado hipotecario de Chile, es quizás, la principal referencia a nivel regional, gracias a su relevancia macroeconómica, a la complejidad de sus instrumentos y a su historia. A comienzos de la década del 30, los bonos hipotecarios llegaron a representar casi la mitad de las colocaciones del sistema bancario, aunque desde ese momento en adelante esta proporción se vio afectada directamente por la inflación, potenciando colocaciones de corto plazo por sobre las de largo plazo. Las tasas de interés nominales que acompañaban a estos créditos pasaron rápidamente a ser inferiores a la inflación, lo que imposibilitó que hubiera oferta rentable de crédito sostenible.

Luego, ante la ausencia de actores del ámbito privado en el sector, las cajas de previsión social, organismos públicos autónomos orientados a la administración de la seguridad social, pasaron a ser los principales sostenes del sistema. Estas cajas invertían las reservas, que tenían por objetivo primario la financiación de los haberes jubilatorios. Como la inflación fue licuando el poder de compra de esas reservas, la financiación de crédito hipotecario terminó por hacer insostenible esta metodología y los jugadores institucionales se retiraron del mercado.



En ese contexto, en 1967 se crea la UF, detallada en el capítulo anterior, con el objetivo de estabilizar los efectos de la volatilidad en la moneda chilena. Actualmente, la UF se utiliza en transacciones que abarcan más allá de lo inmobiliario, como el mercado de seguros (cánones de arrendamiento, montos de seguros y valor de pólizas), en distintos proyectos de inversión, en compras a plazo de electrodomésticos o automóviles. La UF ya es, en la práctica, casi una moneda más.

En los últimos treinta años, el financiamiento a la vivienda en Chile ha conseguido un nivel de desarrollo muy superior al del resto de la región. Esto se debe especialmente al correcto funcionamiento de la UF y su impacto en la inflación, variable macroeconómica que dejó de ser un problema en Chile; la reforma del régimen previsional que comenzó en la década del 80, clave para el nacimiento del mercado de capitales de largo plazo y las políticas sociales de vivienda, con especial foco en el subsidio a la demanda de vivienda. (Gonzales Arrieta, 2005; Morandé y García, 2004).

Actualmente, el crédito hipotecario representa más de un cuarto del PBI, una participación que excede en varios órdenes de magnitud a la de cualquier otro país de la región. Pero además de la UF, se llegó a este punto por un conjunto de factores que incluyen, especialmente, un diseño complejo del sistema de financiamiento. En primer lugar, Chile cuenta con esquemas de subsidio directo a la demanda (en forma de capital, principalmente) hace alrededor de 45 años. Es decir, la política de promoción del crédito hipotecario funciona con un modelo ABC, ya que se compone de Ahorro, Bonificación (el subsidio directo en forma de capital) y el Crédito. Esto permitió direccionar la asistencia de la política habitacional hacia un aumento en la cantidad de hogares propietarios, al tiempo que se hacía un uso eficiente de los recursos.

El mercado secundario es un actor clave en el desarrollo del mercado hipotecario, para lo cual se diseñaron instrumentos específicos que permitieron la captación de fondos sobre los cuales recircular el crédito hipotecario. Es decir, con un crédito originado en el mercado primario, se vuelve a circular y, luego, se genera un segundo crédito, y así sucesivamente. El mercado se apoya en dos instrumentos para la originación de nuevos créditos: la letra hipotecaria y el mutuo hipotecario (Rojas López, Bran Rueda y Rincón López, 2013). En el primer caso, se trata de un activo emitido al portador que se recupera



a medida que el crédito se va cancelando. El riesgo asociado, entonces, está directamente relacionado con el eventual impago de las cuotas y se cuenta con una doble garantía (banco y deudores), por lo que se puede considerar como un instrumento titularizado, aunque formalmente no pueda securitizarse.

Por otro lado, el mutuo es directamente un préstamo de dinero (que se destina directamente al inmueble en cuestión), con lo que la devolución se debe hacer de la misma manera, en dinero. A la hora de pensar en el mercado secundario, el agente originante (el banco, por ejemplo) cede el contrato a un inversor “de segundo piso”, vía endoso. Estos inversores podrían ser aseguradoras, fondos institucionales, etc. La diferencia principal entre ambos instrumentos es que, en el primer caso, se cobra un dividendo por sobre el valor inicial mientras que, en el segundo, se cede a un valor que ya incluye un descuento por el flujo de dividendos futuro. Si bien el valor real debería ser similar, en la práctica esta diferencia es importante.

En 2018, los mutuos hipotecarios eran el instrumento utilizado por casi la totalidad del crédito hipotecario. Además de lo antes detallado, otra diferencia considerable es que, con el mutuo, se permite que el crédito financie una porción mayor del costo de la vivienda (hasta 80% si es endosable, o sin restricción si es no endosable). Esta ratio LTV, como ya se mencionó, es una de las principales variables a la hora de entender la flexibilidad de un mercado de crédito hipotecario. En comparación a los países de la OCDE y de América Latina, Chile tiene una LTV “típica” relativamente alta, del 80%. La circular 3.573 de 2014 marcó un quiebre en el funcionamiento del mercado, ya que significó un cambio en la manera en que se calculan las provisiones que los bancos deben hacer ante nuevos créditos, es decir, qué margen de error, y de dinero, deben tener a mano por si hubiera incumplimientos. La consecuencia fue que los bancos comenzaron a ser más estrictos y la LTV promedio se redujo, aunque la tendencia a la baja comenzó cerca de 2011.

A nivel general, la LTV promedio era de 80% en 2011 y algo menor del 75% en 2018, según la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras (2019). Esta reducción se fundamentó en que, dada la relevancia de la cartera hipotecaria, era necesario ordenar cómo algunos bancos estaban cuantificando y realizando las provisiones. El mayor impacto, sin embargo, parece haberse dado entre las hipotecas de montos bajos, especialmente menores a 1.000 UF, tramo en el que



la LTV promedio cayó entre 15 y 20 puntos porcentuales, según el subtramo. Esto podría explicarse debido a que uno de los factores que introdujo la circular fue que la tasa de incumplimiento debía empezar a considerarse a la hora de calcular la previsión.

Un último mecanismo interesante para entender la dimensión del crédito hipotecario es el leasing, aunque con una penetración menor en el mercado. En 1993, el Congreso chileno sancionó una Ley que daba marco al alquilar de vivienda con opción de compra. Esta Ley definía que los hogares podrían alquilar la vivienda a través de compañías específicas pero con un componente extra mensual en concepto de ahorro, en pos de acumular capital para, luego, cancelar una porción del valor de la vivienda y complementar con un crédito hipotecario. Si bien inicialmente se fijó que el pago inicial debía ser del 25%, con el tiempo se redujo al 10%, lo que permitió un acceso más amplio de hogares de ingresos medios y bajos.

En la práctica, el leasing funciona casi exclusivamente con el Subsidio de Leasing Habitacional, que es un subsidio como el antes mencionado pero, en este caso, con periodicidad mensual a lo largo del plazo previo a la opción de compra. Desde la sanción de la Ley, si bien el leasing permitió que algunos miles de hogares accedieran a la vivienda en propiedad, nunca se logró movilizar el instrumento. Sin embargo, podría pensarse que fue útil para un público que, de la mano del subsidio y con la posibilidad de ahorrar a lo largo del período de alquiler, pudo transicionar hacia la propiedad (Fernández y Mansilla, 2009; Simian, 2010; Mellado, 2017).

La consecuencia directa de todo lo anterior es, que apoyado en una macroeconomía estable, el mercado chileno de crédito logró una expansión inédita para América Latina. A 2023, el stock de crédito vigente representa el 28% del PBI, 20 puntos más que en 1997, por ejemplo. Significa un crecimiento del 240% en poco más de un cuarto de siglo. La cantidad de deudores hipotecarios creció casi 40% entre 2010 y 2023. Un dato interesante del comportamiento del mercado en este período es que la banca pública perdió participación. Por ejemplo, el Banco del Estado de Chile concentraba el 55% de los créditos en 2010, mientras que solo tenía un tercio en 2023, lo que fue compensado por el crecimiento de bancos privados. Por último, para comprender la magnitud del mercado: según la Superintendencia de Bancos



e Instituciones Financieras, a diciembre de 2018, el 55% de la deuda de los hogares estaba explicada por el financiamiento para la vivienda.

La comparación con el caso argentino es ejemplar: en el período antes mencionado, el crédito en Argentina cayó 84% en relación al PBI. No solo eso: el aumento anual promedio en la participación del crédito hipotecario en el PBI chileno es mayor a todo el peso del mercado hipotecario en 2023. El sector financiero chileno fue clave en el proceso, especialmente el segmento privado en los últimos años. A su vez, la política pública orientada a promover la demanda es uno de los pilares del abordaje. Es decir, dos aspectos diametralmente opuestos a la estructura clásica de la política de vivienda en Argentina.

## COLOMBIA

A principios de la década del 70, como se detalló en el capítulo anterior, se creó la UPAC, una unidad indexada pensada directamente como vehículo para mejorar el funcionamiento del mercado de vivienda, como instrumento de ahorro y financiamiento a través de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV). Con el tiempo, la UPAC terminó por colapsar debido a su propio diseño y al contexto económico.

Como el sistema se apoyaba directamente en la UPAC como instrumento de captación de fondos para ahorro y vivienda, debía ser atractivo financieramente para que el sistema funcionase. Pero, a medida que la tasa de interés aumentó y se volvió positiva en términos reales, la UPAC quedó relegada y el sistema hipotecario construido alrededor, se volvió frágil. La reacción fue incluir a la tasa de interés como uno de los componentes de actualización de la unidad. En paralelo, el mercado hipotecario colombiano fue “modernizado” en los noventas, con el objetivo de mejorar la eficiencia y de aumentar la competencia. En concreto, esto significó una expansión del activo de los bancos cuya contracara fue una estrategia de financiamiento poco sólida. En este período, el crédito bancario se duplicó en términos del PBI en solo seis años, entre 1991 y 1997 (Cubeddu, Tovar Mora y Tsounta, 2012).

Esto se tradujo en un problema cuando, a mediados de los noventas, las crisis emergentes generaron una suba de tasas de interés en los países emergentes. La colocación de créditos hipotecarios no había sido lo suficientemente prudente como para transitar una situación de suba de tasas tan abrupta sin



que se acelerara la tasa de incumplimiento. Es por esto que, en general, no se recomienda incluir a la tasa de interés dentro de las unidades indexadas, como se detalló en el capítulo anterior.

Para fines de la década del 90, las tasas de interés habían alcanzado niveles máximos y los bancos especializados en el mercado hipotecario empezaban a tener serios problemas. El Gobierno intervino, el sector bancario sufrió muchas modificaciones y la UPAC fue reemplazada por la UVR, que solo estaba indexada al índice de precios.

En 1999, el Gobierno creó el FRECH descrito en el capítulo anterior, que buscaba cubrir las diferencias entre la tasa de interés y la UVR (la inflación). Este fondo se pensó como una herramienta de contención del mercado hipotecario tras la crisis, aunque nunca llegó a utilizarse. En 2009, tras la crisis financiera global, la capacidad de los hogares colombianos de acceder a un crédito hipotecario se redujo considerablemente, por lo que el Gobierno decidió redireccionar los recursos del FRECH hacia subsidios en la tasa de interés de los créditos. Años después, Colombia lanzó una serie de programas que buscaban fortalecer aún más los subsidios a la demanda, esta vez a través de la modalidad de subsidios al capital.

Más cerca en el tiempo, en 2018, se lanzó el programa Semillero de Propietarios, una suerte de subsidio al alquiler orientado a robustecer la capacidad del hogar de acceder a un crédito hipotecario. Es decir, el programa consistía en una transferencia mensual orientada a que el hogar acumule capital y luego de un tiempo, lo use como pago inicial de un crédito hipotecario, que sería con el esquema anteriormente detallado (con subsidio en capital y tasa de interés). Un punto clave de este programa es que, a medida que recibe la transferencia mensual, el hogar debe ahorrar en una cuenta bancaria, lo que le mejora el historial financiero y lo vuelve elegible por el sistema bancario. Desde el lanzamiento hasta la fecha se dieron una serie de modificaciones tendientes a mejorar la implementación de objetivos y su ejecución.

Pero más allá del mercado primario de crédito, Colombia tiene una particularidad que la diferencia de la región: la existencia de un actor sólido y establecido que ofrece garantías para el financiamiento de vivienda, el Fondo Nacional de Garantía, que existe hace décadas, e incluyó a mediados de los



noventas (en el proceso antes mencionado de modernización) una línea de garantías para las Viviendas de Interés Social (VIS), un tipo de viviendas específico cuyo valor está por debajo de un límite establecido por el Gobierno. Si bien no existen datos estandarizados del desempeño de esta línea hasta 2003, sí es posible saber que, entre 2003 y 2013, el FNG emitió garantías para cerca de 80.000 créditos hipotecarios para la compra de VIS y que, luego de 2013, el ritmo de emisión se redujo considerablemente, en parte debido a que el FNG comenzó a garantizar primordialmente Viviendas de Interés Prioritario (un segmento de viviendas cuyo valor también fija el gobierno, menor al de las VIS).

Ahora bien, los objetivos principales de la garantía bancaria son dos, podría pensarse: por un lado, reducir la exposición del acreedor a incumplimientos y al riesgo asociado a un segmento de deudores menos seguros y, por el otro, reducir las barreras de acceso a un segmento de la población que, por ejemplo, suele no contar con el ahorro necesario para siquiera presentarse al banco. En consecuencia, en un mercado con garantías hipotecarias, debería esperarse que la LTV sea superior, ya que se exige un menor ahorro previo. Lamentablemente, esto no es lo que se verifica en el caso colombiano, lo que deja dudas sobre el impacto del FNG.

En concreto, los deudores colombianos financian solamente la mitad del valor de la vivienda, según ASOBANCARIA. Esto, podría pensarse, es consecuencia de que el Estado subsidia una porción del resto a través de la transferencia de capital antes mencionada pero, para que eso compense la baja LTV, el subsidio debería ser equivalente, en promedio, al 50% del valor de la vivienda, por lo que es difícil pensar que esa sea la razón.

## **CONCLUSIÓN**

Los mercados hipotecarios de América Latina son, todavía, chicos en relación a su economía y, todavía más, en relación a la necesidad habitacional de la población. Sin embargo, en las últimas dos décadas se registró un proceso generalizado de mejora, impulsado por la estabilidad macroeconómica, el crecimiento económico y la complejización de ciertos instrumentos, especialmente luego de las lecciones aprendidas en la década del 90.





Si bien Chile es el país con el mercado más grande y que más creció, tanto Colombia como México (o Perú y Paraguay, por citar países que aquí no fueron analizados) también tuvieron un muy buen período. El caso diferente es Argentina, donde el crédito cada vez representa una porción menor de la economía.

Ahora bien, lo interesante de las experiencias de Chile, Colombia y México es que desafían la idea de que hay un camino obvio a seguir. Con tres modelos diferentes, los resultados fueron positivos. Esto es interesante porque obliga a ver cuáles son esos factores que sí comparten, más allá de que tengan diferencias profundas. En primer lugar, como se dijo antes, la estabilidad macroeconómica. Lamentablemente, esto dista de ser controlable por la política de vivienda o por quienes diseñan el mercado hipotecario.

Otro punto es la necesidad del fondeo de largo plazo. En el caso chileno, la UF cumple un rol clave al ser una unidad de cuenta conocida, respetada y valorada tanto para el ahorro como para la inversión. Además, en Chile el mercado secundario funciona a la par de la originación de los créditos, por lo que el efecto de recirculación del dinero se cumple. Luego, en México se planteó al INFONAVIT como el destino de una parte de los impuestos que pagan los empleadores, lo que fija un sendero mínimo de recursos con los que cuenta la política de vivienda, aunque desligada de la decisión directa del Gobierno. Entonces, los trabajadores ocuparon, indirectamente, el rol de inversor institucional de largo plazo que tanta falta hace en estos mercados.

Por último, quizás vale la pena recalcar que, si bien en los tres casos el Estado tiene un rol clave, lo hace desde la promoción del crédito y del sector financiero en general. Dentro de la política de vivienda de cada país, el crédito hipotecario es un instrumento crucial, por encima de la construcción de vivienda, lo que permite redireccionar el presupuesto y alcanzar un mayor número de hogares con menos presupuesto.

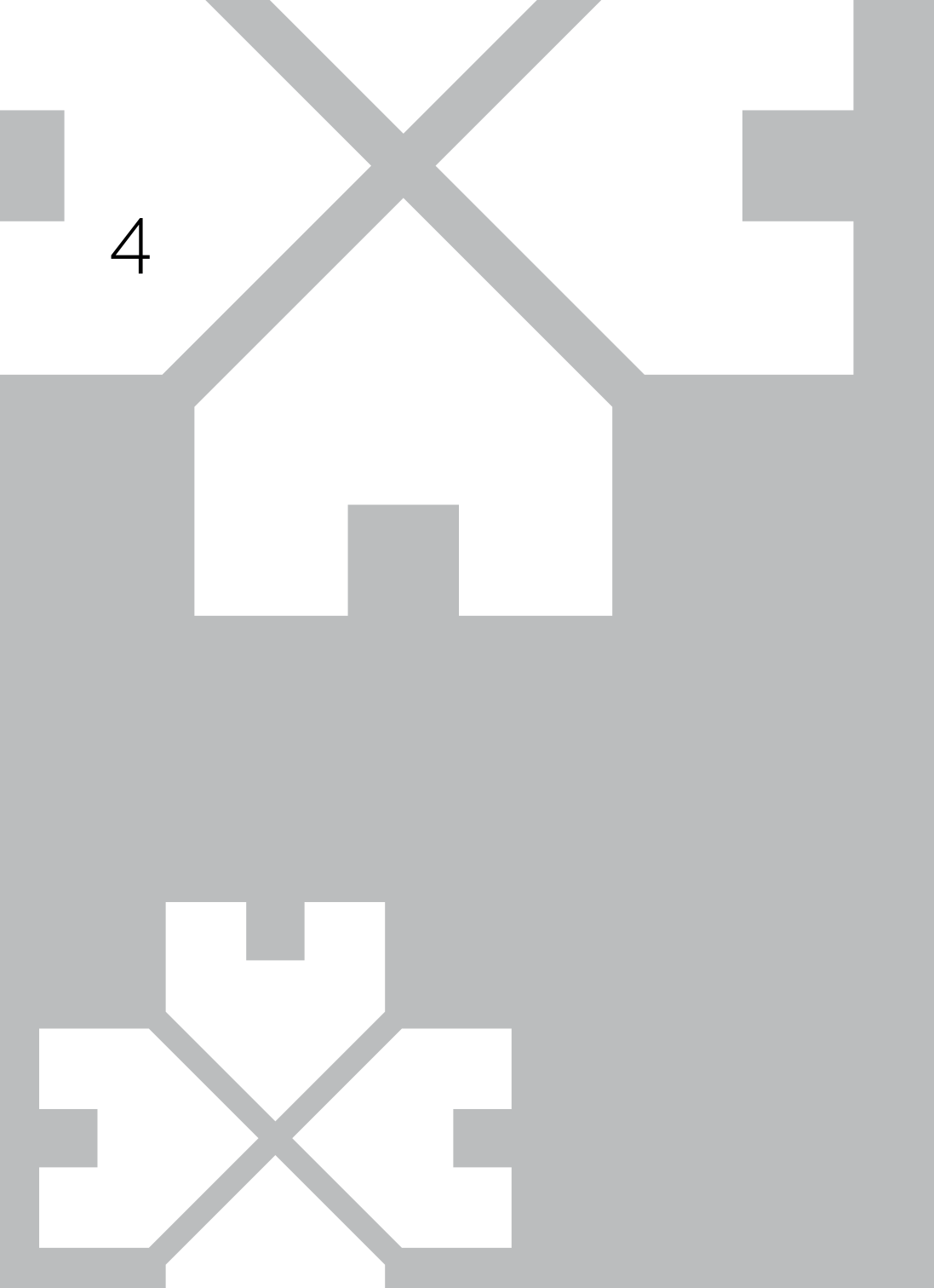


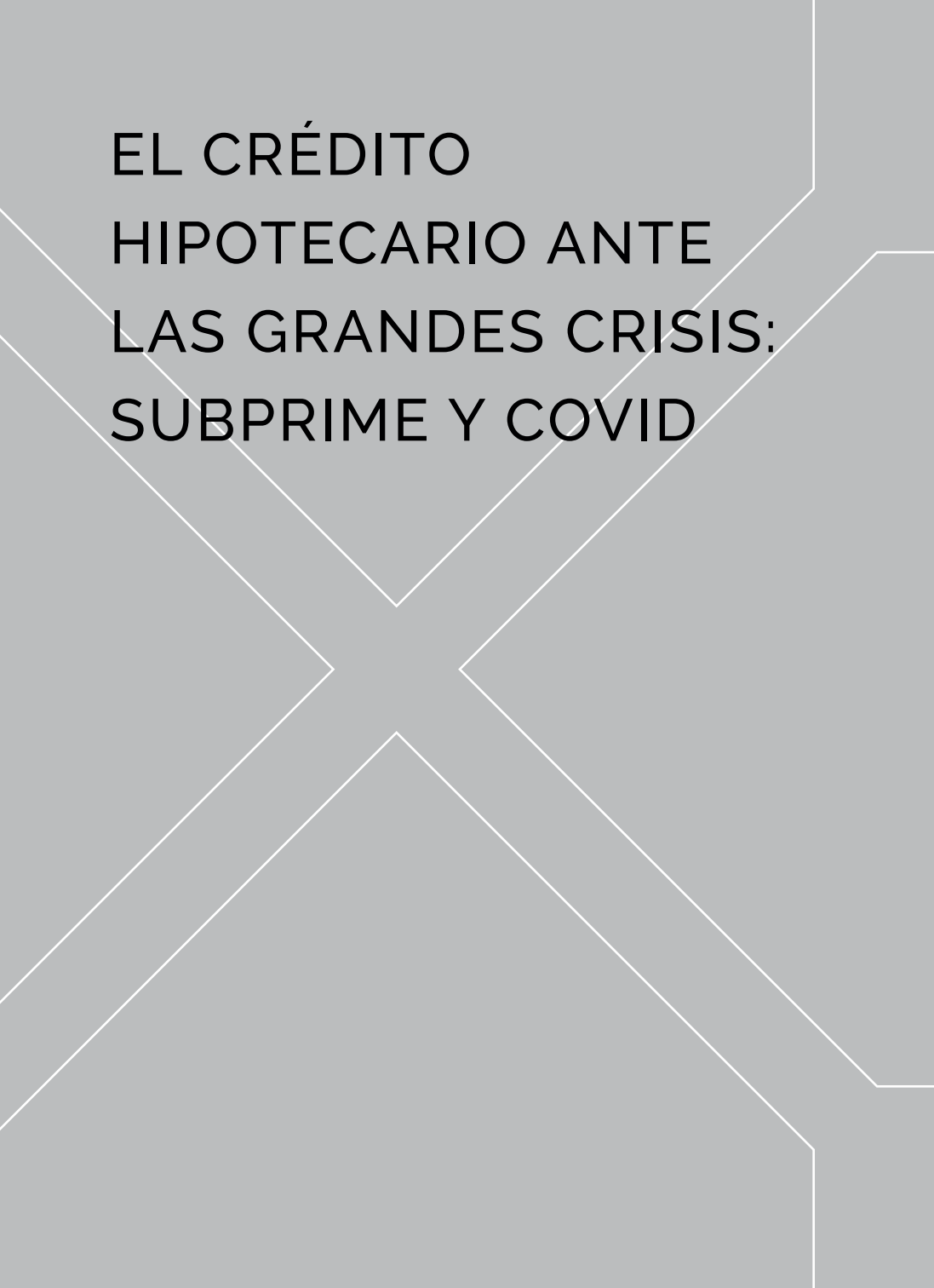
Además, hace décadas que América Latina entendió que, para que el crédito hipotecario sea posible, deben tenerse regulaciones acordes al contexto. Es decir, en períodos de alta inflación, el crédito con cuotas fijas en moneda local suele ser inaccesible y caro, por lo que la regulación (la unidad indexada) se vuelve esencial como instrumento de política pública, aún más potente que cualquier programa que requiera presupuesto. Una buena regulación es más eficaz que el presupuesto mal asignado.

A su vez, pensar en fondos de garantía que supla la imposibilidad de ahorrar, en mecanismos de captación de fondos de largo plazo que compensen al mercado de capitales o en subsidios a la demanda que refuercen la elegibilidad de los hogares, sólo por citar algunos ejemplos, también dan muestra de diseños programáticos pensados en lo local.

Queda, sin embargo, un desafío muy complejo de resolver, que pone un techo al crecimiento del crédito hipotecario, pero también a la reducción del déficit habitacional: la informalidad laboral. Dado que el principal canal de todo lo antes detallado es el sistema financiero, la trazabilidad del dinero es crucial, ya sea para el ahorro previo o para los ingresos que se usarán como factor de elegibilidad. Que en América Latina haya un número significativo de trabajadores por fuera del mercado formal significa que habrá una población (generalmente de ingresos medios-bajos o bajos) que nunca podrá acceder al financiamiento necesario. Si bien se ha intentado abordar esta problemática, suele ser difícil que se alcance la escala que brindará soluciones a nivel general, más allá de casos aislados.

4





EL CRÉDITO  
HIPOTECARIO ANTE  
LAS GRANDES CRISIS:  
SUBPRIME Y COVID



En los primeros 20 años del siglo veintiuno, la economía mundial transitó por dos de las crisis más importantes de la historia moderna. La primera comenzó en 2007 en el mercado de hipotecas de Estados Unidos y luego fue replicándose en muchos países. La segunda fue causada por la pandemia del COVID-19 y fue global desde el principio. Cada una de estas crisis tuvo causas y consecuencias diferentes, pero comparten un aspecto en común: modificaron el funcionamiento del mercado de crédito hipotecario, lo que sabemos de él y cómo se lo aborda desde la política pública.

Son dos crisis esencialmente diferentes, pero sus consecuencias y reacciones sirven para explicar para dónde irá el crédito hipotecario en el futuro. A riesgo de simplificar en exceso, la primera gran crisis del siglo XXI comenzó en Estados Unidos cuando el Gobierno decidió sostener una política de tasas de interés muy bajas durante más tiempo del que la economía podía sostener y, en paralelo, fomentó políticas crediticias muy laxas. Este combo generó un caudal enorme de hogares que accedieron al crédito hipotecario con dos particularidades: tasas de interés mixtas (es decir, un componente fijo y otro que variaba según lo hiciera la tasa de interés de mercado) y cuotas muy altas con respecto a sus ingresos (lo cual era posible debido a la flexibilización de las regulaciones).

Con el tiempo, entre 2005 y 2006, las tasas de interés de los créditos comenzaron a subir, lo que significó un aumento en las cuotas y ahí comienza un dominó en el que las cuotas no se podían pagar, los bancos empiezan a tener problemas para cobrar, los deudores buscan vender sus casas para cancelar las deudas y ante esta masiva voluntad de venta, los precios caen abruptamente. En consecuencia, ni siquiera vendiendo el inmueble se cancelaba la deuda con el banco. Para los bancos esto fue un gran problema, obviamente, pero el factor que amplifica esta crisis a nivel global se dio cuando todo el ecosistema financiero derivado de los créditos empieza a incorporar la noción de que estaba apoyado en un mercado hipotecario poco sólido. Es decir, los inversores que habían apostado a que esas hipotecas se iban a pagar ahora estaban perdiendo, pero también perdían los que le creyeron a las calificadoras de riesgo (que habían dicho que todo estaba bien).

Para no seguir profundizando en el análisis de la crisis Subprime, del cual existe muchísima literatura (y hasta películas), el punto más relevante es que la crisis se generó por dos creencias masivamente generalizadas a nivel de la



política pública: primero, que la vivienda en propiedad es un bien en sí mismo y, segundo, que el mercado inmobiliario nunca falla. Hoy ninguna de estas dos ideas es tan obvia ni tan concluyente.

Tras la crisis Subprime, cambió la regulación del crédito hipotecario, con el objetivo de volverse más “prudente” y limitar la capacidad del sistema financiero de amplificar los vaivenes del sector. También se puso en duda lo que creíamos saber sobre el crédito hipotecario pero, más importante, sobre la vivienda en propiedad y el mercado inmobiliario. Dejó de ser una obviedad que fuera rentable siempre y en todo momento constituirse en propietario. Por otro lado, hizo necesarios ciertos resguardos para que el sistema pueda asegurarse el cumplimiento de todas las partes.

Años después, en 2020, el mundo se frenó en cuestión de 3 meses. Los países comenzaron a cerrarse y el comercio internacional se detuvo considerablemente. Luego, las ciudades empezaron a cerrarse también y, por último, las personas dejaron de salir de sus casas. Esto, que duró muchos meses en la mayoría de los países, significó una reducción automática de la actividad económica y, en consecuencia, de los ingresos de la mayoría de las personas. Lo que comenzó como una crisis de oferta, en la que no había productos para vender, rápidamente se tradujo en una crisis de demanda, porque la capacidad de compra de una enorme porción de la población mundial se había contraído fuertemente. En concreto, las variables afectadas fueron, principalmente: la capacidad de pago de las cuotas, la generación de ingresos que permita acceder al crédito, la riqueza acumulada y el valor de los inmuebles.

Aún estamos viendo los efectos concretos de esta crisis en las regulaciones y funcionamientos del mercado, pero es esencial entender que su naturaleza es distinta a la Subprime. En el caso de 2007, la crisis se originó y expandió a través del sistema financiero con raíz en el mercado hipotecario, por lo que es entendible que generara un profundo cambio de paradigma. En el caso de la pandemia, el mercado hipotecario fue solo uno más entre los sectores afectados. Si bien dejó lecciones aprendidas, no necesariamente son tan profundas acerca del funcionamiento del sistema.



## **EL IMPACTO DE LA SUBPRIME: ¿Y SI ESTÁBAMOS EQUIVOCADOS?**

Como todo hito histórico, la crisis financiera de fines de la década del 2000 generó, también, una serie de reacciones que permitieron revisar eso de lo que tan seguros estábamos. Es decir, si se llegó hasta un punto tan crítico, por algo debía ser. En el caso de la crisis Subprime, el momento fue oportuno para, también, empezar a revalidar una serie de análisis que venían siendo relegados. Además, permitió abrir las puertas a una parte de la literatura de las políticas de vivienda que incorporaba los cambios tecnológicos recientes, tanto en cómo se analizan los datos como en la forma en que se relevan. Como plantean Herbert, McCue y Sánchez Moyano (2013): “estas críticas sólo tomaron fuerza después de la caída de los precios de las viviendas, ya que millones de millones de dólares se evaporaron y más de cuatro millones de propietarios perdieron sus hogares por ejecuciones hipotecarias”.

A nivel general, Park y Seo (2020) encontraron que ser inquilino, en comparación a ser propietario, suele relacionarse de manera más directa con experimentar momentos de depresión y que habitar una vivienda de mala calidad está asociado con una pobre salud mental. En el primer caso, el de la relación entre inquilinos y depresión, la interpretación que hacen es que se debe a que ser dueño permite tener un mayor control en los momentos de vaivén económico, aunque esto se verifica en aquellos que habitan en viviendas en buen estado.

Este punto, el de la propiedad como resguardo frente a la volatilidad quedó especialmente expuesto en la crisis del 2007, ya que el diseño de los créditos (atados parcialmente a la tasa de interés) replicó directamente en la volatilidad macroeconómica de las cuotas de los deudores, y ahí comenzó el dominó. Es decir, debe separarse, dentro de los propietarios, a aquellos con una hipoteca sobre la vivienda de aquellos que no la tienen. En el primer grupo, la evolución de la cuota impactará sobre su salud mental, por lo que es crucial que el diseño del sistema hipotecario sea lo más estable posible.

Otro punto es el que marcan Green, Painter y White (2012), quienes “aprovechan” la Subprime para retomar una discusión que se dio a fines de la década de 1990. Green y White publicaron, en 1997, uno de los trabajos



más relevantes en torno al impacto que ser propietario tiene en el desempeño educativo de los hijos. Según aquel estudio, estudiantes cuyos padres son dueños de la vivienda suelen tener mejores resultados debido a que una serie de factores culturales y educativos de los padres (el manejo financiero, la disciplina, la capacidad de llevar adelante tareas de mantenimiento y seguimiento) se trasladan a los hijos. Además, los propietarios tienen más incentivos a vivir en barrios buenos, lo que afecta el entorno de los hijos.

Uno de los aspectos más innovadores de ese trabajo fue haber planteado la posibilidad de que la explicación estuviera no en el hecho de ser propietario (o no serlo) sino en la probabilidad esperada de que una persona lo fuera. Es decir, se basan en la idea de que hay ciertas características específicas de las personas que los hacen ser más proclives a ser propietarios o inquilinos. Esto se suele llamar “sesgo de autoselección” y es relevante porque sirve para separar lo que efectivamente es causado por el hecho de ser propietario, por ejemplo, de lo que es causado por tener la “personalidad” que predice ser propietario, lo cual es diferente. Una persona puede contar con aspectos muy similares en su caracterización social a la del propietario promedio pero no ser dueño y, aun sin serlo, transmitirá esos comportamientos a sus hijos.

Más allá del intento teórico, no encuentran indicios de verosimilitud, pero sí dan comienzo a una discusión muy interesante, que continúa Aaronson (2000), Haurin, Parcel y Haurin (2002), Galster et al (2007), y Barker y Miller (2009). Cada uno, aunque con abordajes y resultados diferentes, van nutriendo una literatura que busca responder una pregunta muy concreta y con consecuencias muy visibles: ¿la propiedad de la vivienda debe ser un objetivo de la política pública?

En 2012, sin embargo, el trabajo de Green, Painter y White intenta cerrar la discusión con la siguiente conclusión: ser propietario efectivamente tiene efectos en el desempeño educativo y no es necesariamente cierto que la riqueza familiar explique la probabilidad de ser propietario. Para esta última afirmación se apoyan en el período de masificación del crédito hipotecario previo a la crisis Subprime, en donde millones de hogares accedieron al crédito hipotecario sin riqueza previa, gracias a los programas públicos y a la flexibilización de los requisitos. Entonces, continúan y ofrecen una conclusión más: ser propietario predice el desempeño educativo, pero esto estará condicionado, en el caso de





quienes compraron con crédito, por cuánto fue el pago inicial, el downpayment. En resumen, plantean una nueva relación: haber pagado un anticipo al sacar un crédito es un buen predictor del desempeño educativo, por encima de ser propietario o no. Es más, plantean que los hijos de inquilinos y de propietarios que no pagaron anticipo no tienen desempeños educativos diferentes.

Históricamente, se pensaba que ser propietario significaba un aumento estable y consistente de la riqueza, dado que el precio de los inmuebles siempre sube. En consecuencia, fomentar la compra de vivienda era una buena idea si lo que se buscaba era facilitar la acumulación de capital. Ahora bien, ya desde algunos años antes de que se hiciera explícita la crisis, en 2005, Belsky, Retsinas y Duda plantearon la idea de cuán volátil es el mercado inmobiliario. En concreto, lo que querían demostrar es que no es tan importante ser propietario para acumular riqueza, sino cuándo se compra y cuándo se vende, ya que esa es la manera de verificar realmente cuánto de esa acumulación de capital puede apropiarse el hogar. Analizan diferentes ciudades de Estados Unidos (Boston, Denver, Chicago y Washington D.C.) y llegan a la conclusión de que no hay resultado obvio, sino que todo depende del momento.

Herbert, McCue y Sánchez Moyano (2013), en este sentido, se preguntan si ser propietario es en verdad un mecanismo de acumulación de capital, y lo hacen especialmente motivados por los efectos de la Subprime. Según ellos, en lo que parece ser una de las principales enseñanzas de la crisis, la clave para la acumulación está en poder sostener la propiedad durante varios años. El argumento es que la acumulación se da por diferentes factores que necesitan tiempo para madurar, como el crédito hipotecario, que funciona como un ahorro forzoso ante cada cuota que se paga. A su vez, el crédito motiva otra forma de acumulación, pero anterior: el anticipo, que generalmente requiere haber ahorrado previamente (o devolverlo después, si fue financiado por un familiar o amigo).

Por otro lado, Wainter y Zabel, en 2020, estudiaron cuál es el mejor camino para acumular capital y las opciones eran ser dueño o inquilino. Encontraron que, nuevamente, la respuesta depende del momento de compra y del momento de venta, en primer lugar, y del tiempo que se mantuvo la vivienda en propiedad, finalmente. Claramente, para aquellos que compran en la década del 2000, el efecto es negativo mayoritariamente. Tras lo sucedido en la Subprime, plantean



como enseñanza que, en esos casos, el rol del gobierno debería estar enfocado en asistir a que las personas no pierdan su condición de propietarios, ya que es uno de los factores que explica la acumulación de riqueza. Esto, como se verá más adelante, fue uno de los puntos aprendidos en la respuesta ante el COVID-19.

Más allá de los aprendizajes sobre qué impacto tiene el crédito hipotecario y la propiedad, la crisis generó una ola de modificaciones regulatorias que persisten hasta hoy, principalmente con el foco puesto de darle mayor solvencia y robustez al sistema financiero. Una de las más conocidas fue la Dodd-Frank Act, que se planteó como una revisión integral de la regulación financiera en Estados Unidos. En resumen, esta nueva legislación reordenó las potestades dentro del sistema, dio más poder a la Reserva Federal para regular y supervisar a las principales entidades, y creó una agencia especializada en la protección financiera de los consumidores. Otro punto relevante es que delimitó cómo debían operarse los derivados financieros asociados al mercado hipotecario y que creó una agencia de calificación de riesgo dentro de la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés).

Además, en Estados Unidos se modificó íntegramente el ecosistema público de financiamiento para la vivienda, con actores que desaparecieron y otros que emergieron. La respuesta de política pública, además de los cambios normativos, incluyó una serie de medidas tendientes a sostener a los propietarios en sus viviendas, aunque la crisis no pudo evitarse.

A nivel internacional, la consecuencia normativa se vio en las regulaciones dentro del Acuerdo de Basilea III, que fijó criterios generales para el manejo de los capitales y su calidad, de la liquidez, del uso y funcionamiento del mercado de derivados financieros, del apalancamiento y de los resguardos que deben tenerse ante cambios en la situación macroeconómica.

## **Y, DE REPENTE, LA PANDEMIA**

A finales de 2019, las primeras noticias hacían referencia a que pasaba algo raro en China. 3 meses después, aproximadamente, el mundo estaba encerrado en sus casas. Millones de personas en todo el mundo dejaron de poder trabajar y, con eso, de generar ingresos. Entonces, comenzó a hacerse difícil afrontar los gastos relacionados a la vivienda, como la cuota de un crédito o el pago del alquiler.



En un momento como el que se vivía, sostener a hogares en su vivienda era un objetivo clave de la respuesta de política pública ante la pandemia y dentro de las cuarentenas.

En marzo de 2020, a lo largo de Europa, una serie de países comenzó a tomar medidas para reducir el impacto de la caída en ingresos en los hogares que debían pagar una hipoteca. La lógica detrás de estas medidas es que se suponía que la crisis era transitoria (aunque, realmente, en aquel momento se sabía poco sobre eso). Es decir, se tomó una medida de urgencia porque se esperaba que el impacto en ingresos no fuera permanente. En España, por ejemplo, se aprobó una moratoria en el pago de las cuotas hipotecarias a hogares de colectivos vulnerables, similar a lo que pasó en Reino Unido e Italia, donde se suspendió el cobro de hipotecas por tres meses, aunque de manera más general. En abril, Portugal se sumó a la tendencia, pero suspendiendo el pago de los alquileres. En Chile, por su parte, se postergó el pago de las cuotas hipotecarias, también en el marco de un plan de alivio a la clase media. En estos casos, estas medidas se hacían en conjunto con una serie de iniciativas integrales, que buscaban dotar de liquidez al sistema financiero, ofrecían garantías y buscaban asegurar el funcionamiento de la cadena de pagos.

En Argentina, la respuesta fue similar, aunque en contextos macroeconómicos diferentes. A fines de marzo de 2020, 10 días después de haberse impuesto la cuarentena, el Gobierno Nacional emitió dos decretos que congelaron las cuotas de créditos hipotecarios (que mayoritariamente son en UVA) y los alquileres (que, en aquel momento, aumentaban escalonadamente según lo pactado entre inquilino y propietario). A su vez, se suspendían los desalojos.

En el caso de los alquileres congelados, el saldo que no se pagaba (en el caso de que hubiera aumentos) debía cancelarse una vez que se levantara el congelamiento, lo que planteaba una duda acerca de la capacidad de pago futura si los ingresos no mejoraron tanto como para compensar esa deuda nueva. Sin embargo, en la práctica, tanto inquilinos como propietarios llegaban a acuerdos y se renegociaron montos y plazos.



La diferencia del mercado de alquileres con el de deudas hipotecarias es que, en el primero, tanto inquilinos como propietarios (especialmente en tiempos de pandemia y reducción de ingresos) necesitaban ese dinero para afrontar sus gastos diarios. En el caso del sistema financiero, las partes son actores totalmente diferentes: por un lado, miles de deudores y, por el otro, un grupo pequeño de acreedores, menos de 20 actores. Esto permitió que el congelamiento de las cuotas de los créditos hipotecarios fuera efectivamente cumplido, sin posibilidad de llegar a acuerdos individuales. A su vez, los saldos impagos también se debían cancelar al final del congelamiento, con la diferencia de que, en estos casos, la mayoría de los deudores tenía cerca de 20 años por delante con el crédito, por lo que se sumaba a esa deuda.

El hecho de haber definido que el congelamiento era obligatorio y masivo, en el caso de las cuotas hipotecarias, generó un problema latente, dado que esos saldos impagos se fueron acumulando a lo largo del año que la cuota no aumentó (y que ya venían de un congelamiento anterior fijado en septiembre de 2019). En consecuencia, al momento de levantar el congelamiento, la cuota del crédito hipotecario representaba cerca del 60% de lo que se debería haber pagado. Lo que se decidió fue que, durante 18 meses, hasta julio de 2022, las cuotas de los créditos iban a recuperar ese aumento, por encima de lo que debían subir por la indexación original. En concreto, mientras que la UVA aumentó 104% en el período de convergencia, las cuotas subieron 208%, debido al aumento orgánico y al correspondiente al congelamiento. Esta fue, quizás, una de las consecuencias más nocivas de la decisión, aun cuando la mayoría de los deudores hipotecarios no tuvo reducción de ingresos y la tasa de incumplimientos no aumentaba.

En términos del acceso a la vivienda, la pandemia reconfiguró el mercado. Por un lado, las respuestas macroeconómicas a nivel global se basaron en inyectar liquidez, como se mencionaba anteriormente. La consecuencia de esto fue que las tasas de interés a nivel global se redujeron considerablemente y, entonces, el crédito hipotecario se volvió barato. Además, un número relevante de hogares en las principales economías lograron acumular ahorros rápidamente, por dos factores: por un lado, la política de resguardo de ingresos, que buscaba minimizar el impacto de la caída de actividad en la economía doméstica de los hogares y, por otro, la menor posibilidad de gastar debido a que la gente estaba encerrada en sus viviendas.



Entonces, la conjunción de menor gasto e ingresos iguales o superiores a los previos a la pandemia dieron lugar, en las economías avanzadas, a un universo de personas que pudo aprovechar las bajas tasas de interés y comprar con crédito hipotecario, por un lado, o refinanciar sus créditos a tasas fijas e históricamente bajas. Pero, además, la pandemia cambió la forma en la que se demanda vivienda: la aparición masiva del trabajo remoto y la necesidad de privacidad ante el encierro, principalmente, hicieron que muchos hogares buscaran mudarse de ciudad o a viviendas más amplias o alejadas de los centros urbanos.

La contracara de esto, sin embargo, fue el aumento en el precio de las viviendas, lo que redujo el acceso a la vivienda para el público por fuera de estos segmentos. Este fenómeno se dio hasta mediados de 2022, cuando las tasas de interés comenzaron a subir y se agotó la primavera de financiamiento. Además, para aquellos que no podían acceder a estos cambios financieros, la situación se deterioró: la tasa de incumplimiento en el pago de las cuotas hipotecarias se triplicó y aumentó considerablemente la cantidad de hogares que pedían postergar los pagos hipotecarios (OCDE, 2020).

Como plantean Duca y Murphy de la Reserva Federal de Dallas, una de las diferencias de la crisis del Covid-19 con la Subprime fue que, en 2020, los deudores no se encontraban sobreapalancados y el mercado no era tan flexible como antes de 2007 (en parte por las modificaciones antes comentadas), por lo que sus deudas no representaban un problema sistémico.

A diferencia de la crisis Subprime, como las causas de este problema no se generaron en el mercado hipotecario, las respuestas difícilmente fueran a encontrarse en modificaciones permanentes a su funcionamiento y regulación. Es por esto que no hubo, hasta el momento, grandes modificaciones al estilo Basilea III. Sin embargo, sí hubo una serie de medidas que modificaron de manera transitoria, además de las medidas de emergencia mencionadas antes. Por ejemplo, el Banco Central Europeo habilitó a los bancos a que operen con menores requisitos de capital, algo que también sucedió en Japón. En Canadá y Estados Unidos, por su parte, se flexibilizaron los criterios para el funcionamiento de las garantías hipotecarias. En Argentina, los bancos pasaron a tener plazos más largos de consideración antes de considerar como irregular a un deudor.



Otro aspecto en donde se verificó un cambio profundo es en cómo se analizan las solicitudes de crédito y se procesan las operaciones de compraventa. Al igual que en la mayoría de los rubros, la tecnología es cada vez más importante, pero la pandemia generó una necesidad aún mayor de acelerar la incorporación de instrumentos que permitieran seguir trabajando a pesar de las restricciones a la movilidad. Entonces, dado que la atención presencial al público estaba limitada, la mayoría de las entidades financieras trasladó su central de operaciones a los canales virtuales, lo que redujo costos y tiempos de procesamiento.

Este último punto es importante porque explica, según Fuster et al. (2021) cómo los prestamistas reaccionaron frente a los aumentos de demanda. Según ellos, el boom crediticio antes mencionado generó que la reducción del costo, debido a las menores tasas de interés, pudiera no ser trasladado totalmente al costo financiero, sino que una porción fue absorbida por los acreedores en forma de mejores márgenes de ganancia. Ahora bien, este proceso se dio, dicen, debido a que las limitaciones de funcionamiento de la pandemia significaban, también, mayores costos, salvo en los casos en donde el prestamista había incorporado tecnología en el proceso de originación del crédito. Es por eso que, al ser más competitivos, una de las consecuencias de la pandemia fue la proliferación de prestamistas con base tecnológica y su mejora en la participación de mercado.

## **CONCLUSIÓN**

El mercado inmobiliario es uno de los que más proyecta en el largo plazo, por lo que los cambios de época son especialmente importantes, ya que tienen consecuencias concretas durante años.

La vivienda suele ser uno de los pilares de cualquier gobierno, ya sea porque promueve la construcción y el empleo, porque es un foco aspiracional de muchísimas personas o porque es la manera en que las personas acumulan capital y ascienden socialmente. Bueno, la crisis Subprime impactó directamente en millones de hogares a nivel mundial, deterioró su situación económica, los dejó sin vivienda y puso en crisis lo que creíamos saber sobre la política de vivienda, los impactos de ser propietario y la regulación del mercado.



Tras 2009, ya no es tan obvio que la política de vivienda debe estar enfocada exclusivamente en promover la propiedad siempre y en todo momento, así como tampoco está tan claro que ser dueño sea mejor en términos de salud mental que ser inquilino, por citar algunos casos. Hay discusiones que siguen dándose y en las que veremos idas y vueltas por muchos años, pero son discusiones que antes no se daban o que, al menos, la posibilidad de dudar era menor.

La resignificación de muchas discusiones fue posible, más allá del impacto de la crisis Subprime, porque se cristalizaron avances tecnológicos que venían tomando envión hace años, como los relacionados a las tecnologías de procesamiento, análisis y relevamiento de datos.

En 2020, de la nada, una pandemia generó que los gobiernos encerraran a miles de millones de personas en sus viviendas y ya nada volviera a ser igual. La revalorización de la vivienda como espacio en el que se habita fue crucial para la reacción de política pública, que aprendió de lo sucedido en 2009 y actuó rápidamente para minimizar el impacto en el pago de alquileres y cuotas hipotecarias. El objetivo era que nadie perdiera su estatus habitacional, en el corto plazo, pero también se hicieron mucho más visibles las carencias con las que millones viven día a día, lo cual también debe ser abordado.

Por otro lado, la crisis económica generó dos consecuencias: por un lado, la reacción en el aspecto financiero impulsó las posibilidades de acceder a una vivienda (o refinanciar lo que ya tenían) para aquellos que seguían percibiendo ingresos y estaban dentro del sistema financiero formal y, por otro lado, agudizó los problemas para seguir al día en el pago de las obligaciones para aquellos cuya situación laboral era más endeble. Los efectos demográficos y habitacionales de esto último aún están sucediendo y es pronto para sacar conclusiones. A nivel global, la discusión sobre cómo se habitan las ciudades y las zonas suburbanas sigue sin tener una respuesta clara.



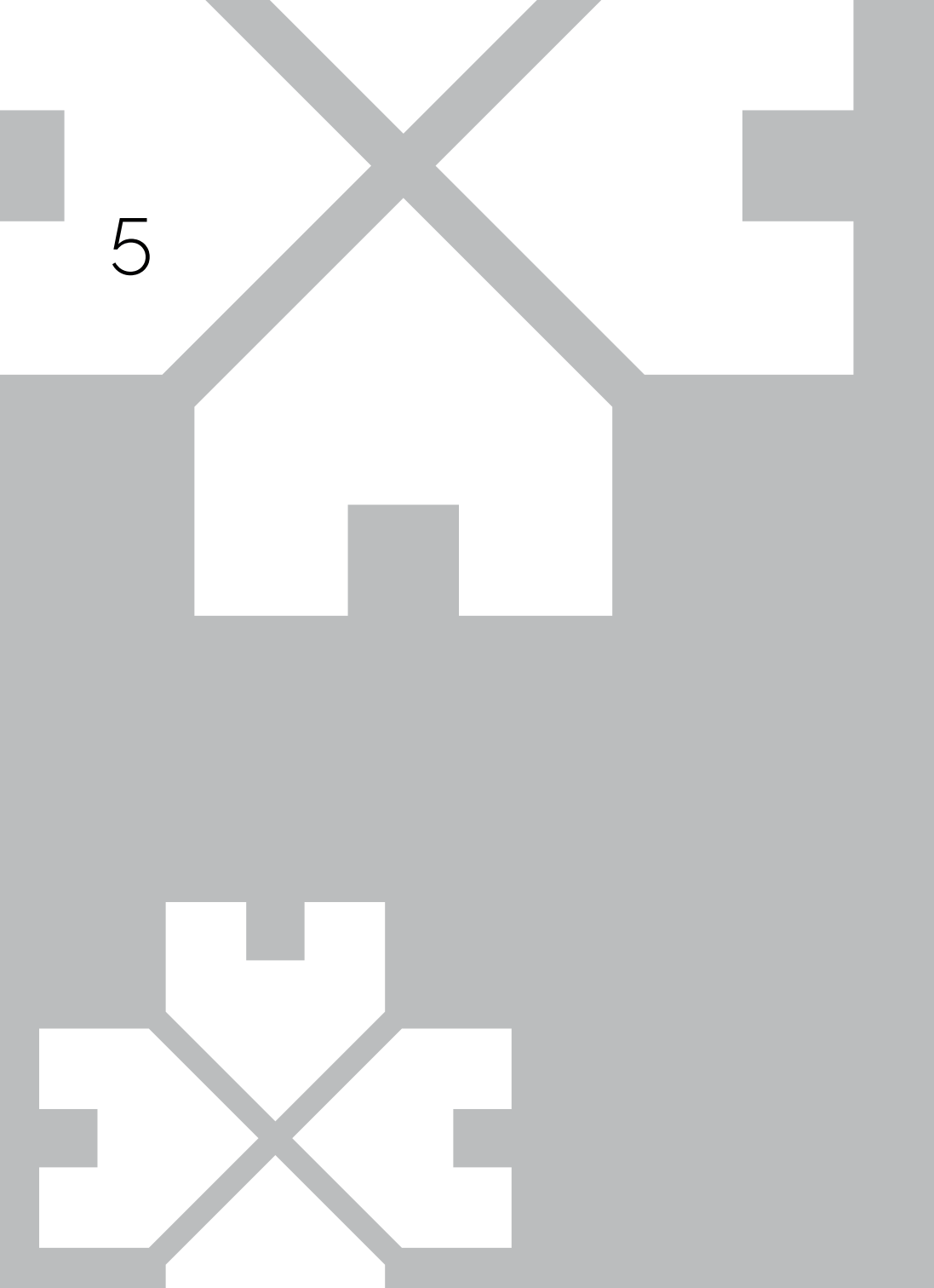
Lo que sí cambió, es la manera en la que funciona el mercado de originación de hipotecas, pero en un sentido meramente operativo. La incorporación de tecnología se volvió esencial para poder competir en un mundo que adoptó la virtualidad aceleradamente. Quienes pudieron hacerlo rápido y eficientemente empezaron a ganar mercado, mientras que los que no pudieron hacerlo se volvieron caros y lentos.

En adelante, la volatilidad del precio de los inmuebles a nivel global queda como uno de los interrogantes, especialmente supeditado a lo que suceda con la inestabilidad macroeconómica y las decisiones financieras de los principales bancos centrales. Más allá de eso, ni la demanda de vivienda ni la manera en la que se accede van a ser igual después del COVID-19.





5



# EL SUEÑO DE LA CASA PROPIA





En casi todos los países del mundo, la mayoría de las viviendas están ocupadas por su dueño. Y si bien esto ha ido cambiando en las últimas décadas (especialmente en las grandes ciudades) es el reflejo de un proceso de varios siglos en el que la vivienda se fue convirtiendo en el principal resguardo de las personas, tanto físico como económico, pero también porque ese hecho le da un sentido de pertenencia a la comunidad o al país donde reside. Además, históricamente, ser propietario era un punto al que se anhelaba llegar, un status social aspiracional.

Además, en los procesos de nacimiento de los diferentes países, una de las maneras de producir un sentimiento de pertenencia respecto del Estado Nación era la entrega de un terreno que permitía la construcción de la vivienda. Esto, en última instancia, iba dando lugar a centros urbanos y fomentaba el crecimiento económico, a partir del arraigo de la mano de obra y la inversión. La vivienda en propiedad jugaba un papel importantísimo en el concepto de nación.

Con el tiempo, ser propietario pasó a ser la opción por default en términos de vivienda, pero esto comenzó a encontrar límites en la realidad. Las personas suelen querer vivir en ciudades con acceso a servicios y oportunidades laborales, culturales y educativas. Cada vez es mayor el porcentaje de personas en todo el planeta que viven en zonas urbanas, en las que el costo de la vivienda suele crecer debido a la alta demanda, pero la cantidad de suelo es finita. Si bien hay instrumentos para expandir la capacidad constructiva, en algún momento se alcanza el límite. Es entonces que se llega al punto en que hay más personas queriendo ser propietarias que personas que pueden serlo.

Y esa diferencia entre los que quieren y los que pueden es crucial, sobre todo porque es dinámica (puede ir cambiando), pero también porque “querer” es una palabra tramposa. Quienes se dedican a estudiar cómo las personas piensan acerca de la vivienda llegaron a la conclusión de que hay que ser algo más detallista, porque es difícil definir qué es el “aspiracional” y cambia mucho según el momento y el lugar. Se debe separar al grupo de los que quieren en dos grupos: los que tienen la expectativa de ser dueños y los que aspiran a serlo (McKee y Soaita, 2018; Preece, J., et al, 2020). Los primeros son los que creen que efectivamente lograrán ser propietarios, más allá de si lo desean o no. Por otro lado, los que aspiran son los que desean ser propietarios pero también son conscientes de que necesitan una secuencia de hechos afortunados, aunque



suelen tener una mirada optimista de su porvenir.

Esta “demanda aspiracional” es uno de los aspectos más relevantes acerca de cómo funciona el mercado de vivienda, principalmente porque demuestra un factor que la mayoría de los mercados no presenta. A nivel general, no importa el nivel de ingresos, el lugar, la edad, la religión, la raza ni cualquier otra variable que uno pueda pensar: todos necesitan una vivienda y, además, todos quieren que esa vivienda sea propia. Ese doble componente (necesitar + querer) es lo que agrega complejidad a la cuestión.

La demanda aspiracional, entonces, va más allá del mero acceso a la vivienda: se trata de la propiedad de la vivienda. La demanda aspiracional de vivienda es infinitamente más compleja de satisfacer que la demanda de vivienda lisa y llana. Y ahí es donde se generan conflictos y frustraciones, que complican a los gobiernos ante el déficit habitacional. Eso fue lo que pasó en Estados Unidos a principios de los 2000, tal como vimos en el capítulo anterior.

Además, la demanda aspiracional de vivienda suele ser el resultado de los deseos de una persona, de su análisis subjetivo de la realidad y de sus limitaciones objetivas ante la coyuntura. Este aspiracional va cambiando, entonces, a lo largo del tiempo, especialmente influido por los acontecimientos recientes, sean los que sean. Esto no puede ser dejado de lado a la hora de pensar cómo dar respuestas a ese aspiracional, pero también debe ser comprendido, porque esa demanda puede variar.

## **¿DE QUÉ DEPENDE ESE ASPIRACIONAL?**

Una vez que se define ese aspiracional como una demanda que se apoya en una visión optimista del futuro personal y motivada por el deseo, queda claro que no siempre es igual. Como se dijo anteriormente, la coyuntura va modificando la manera en la que la persona percibe su futuro, aun en el escenario más optimista. Si el futuro se prevé muy negativo, el escenario optimista es peor de lo que sería si se previera un futuro promisorio. Al mismo tiempo, ese deseo va cambiando con el orden de prioridades de la persona. Estas dos variables – la percepción del futuro y el orden de prioridades– son la clave.



Podría considerarse entonces que la demanda aspiracional de vivienda depende de factores externos (el contexto, la coyuntura) e internos (el deseo de las personas). El punto clave, quizás, es la transformación del factor interno, los cambios del deseo, que pueden, a su vez, analizarse desde dos puntos de vista: individual y social. Por un lado, cada persona se encuentra en una etapa determinada: con la edad, asegurar la vivienda y el lugar donde ese hogar se asienta es cada vez más importante, asociado siempre a la vivienda en propiedad. En algún punto, como se mencionaba en el capítulo anterior, lo importante es tener asegurada la estabilidad residencial, y para eso la propiedad generalmente se piensa como el mejor vehículo.

El ciclo de la vida es obviamente determinante, dado que define cómo la persona demanda vivienda y cuáles son sus motivaciones. Por ejemplo, los jóvenes que dan el primer paso de emancipación, ya sea por estudio, trabajo u otro motivo, posiblemente prioricen la ubicación de la vivienda por encima de si es propia o alquilada, sobre todo si se considera la limitación objetiva que representa el costo. Si ser propietario, bajo el supuesto de que fuera posible, implicara localizarse en un lugar lejano a las oportunidades, alquilar aparecería como una opción superadora. Por otro lado, en esta primera etapa, el lugar donde la persona vive puede cambiar rápidamente.

Pero a medida que la persona crece (siempre dentro del ciclo tradicional de vida), sus necesidades de vivienda cambian y sus motivaciones también. Las transiciones entre viviendas quizás dejan de estar acompañadas de cambios de ciudad y comienza a priorizarse la cercanía a las instituciones educativas a las que puedan asistir sus hijos, solo por dar un ejemplo. En este escenario, “hundir el capital” aparece como una idea más coherente con la proyección de vida del hogar, por lo que la propiedad empieza a aparecer más fuertemente como un objetivo.

Por otro lado, en las últimas décadas se dieron algunos cambios que también afectan a los millennialtiempos del ciclo de vida. Según Choi et al. (2019), se verifica que los millennials son más propensos a postergar el matrimonio y el parentesco, dos factores que suelen derivar en la compra de vivienda. Esto, entonces, retrasa la transición hacia la propiedad. A la vez, la de los millennials es una generación más calificada en términos de estudios formales de lo que lo eran sus predecesores, lo cual también demora la posibilidad de acumular el capital



necesario porque la inserción al mercado laboral se hace más tarde.

Pero al mismo tiempo puede haber cambios estructurales en el modo en que las personas, de manera colectiva y ya no cada persona individualmente, demandan la vivienda. Esto es lo que Duffy (2021) desarrolla en su libro sobre las actitudes de cada generación. Cada generación tiene una manera particular de abordar su necesidad habitacional, pero, advierte Duffy, estos abordajes no pueden compararse entre sí, sin tener en cuenta el ciclo de vida. Duffy propone tres variables: los efectos de período, los efectos de ciclo vital y los efectos de cohorte.

Los efectos de período se refieren a los hitos que pueden modificar cómo todas las personas, de todas las generaciones, se aproximan a algún aspecto relevante de su propia vida. La pandemia del COVID-19 es un muy buen ejemplo. No todos fueron afectados de la misma manera ni sufrieron el mismo impacto, pero el efecto fue transversal. Los efectos del ciclo vital son los que ya comentamos. Finalmente, el efecto de cohorte lleva a que una generación reaccione de una manera diferente que el resto frente a un tema. Puede deberse a un hito que impacta de manera desproporcionada en esa generación, debido al momento de la vida en que se encuentra, por ejemplo, o puede deberse a la consolidación de tendencias de largo plazo (Duffy lo ejemplifica con cómo cae la cantidad de personas por generación que asisten al menos una vez por semana a algún servicio religioso).

En el caso de la vivienda, el impacto sobre millennials y centennials es claro, ya que son las generaciones con menor tasa de propiedad (ajustado por edad, es decir, si se compara la tasa de propiedad de cada generación cuando la edad promedio era la misma, la tasa de estas dos generaciones es considerablemente menor). Este sería el efecto de cohorte. Por otro lado, el efecto de ciclo de vida ha tenido un comportamiento particular, porque el alargamiento de la esperanza de vida ha modificado el modo en que se transfiere la vivienda y, también, cómo las personas toman la decisión de salir del hogar del núcleo familiar. Por último, el efecto de período es el que termina por marcar el camino, las crisis de este siglo han sido, en poco tiempo, de magnitudes históricas y si por si eso fuera poco, una de ellas tuvo su origen en el mercado hipotecario. Las consecuencias directas de estas crisis son dos: regulaciones restrictivas para el crédito hipotecario y caída del ingreso promedio. Esto se suma a un



proceso de revalorización de la vivienda que hizo menos accesible la compra sin financiamiento.

## ¿QUÉ PASA EN EL MUNDO?

Según Duffy, sin embargo, que el aspiracional de la vivienda sea comprar no fue siempre lo normal. Hasta 1990, por ejemplo, solo la mitad de los británicos decía que comprar era mejor que alquilar, mientras que hoy ese porcentaje ascendió al 80%. Lo que se ve es un sentimiento generalizado de decepción al no poder cumplir con ese aspiracional y en consecuencia, un ensanchamiento de la brecha entre la aspiración y lo factible. Esto no es trivial y es uno de los principales motores del descontento social.

Una buena forma de ver cómo se amplifica esta brecha y cómo se frustra el aspiracional es a través del efecto de cohorte. Lo que se está tratando de analizar, en última instancia, es si las nuevas generaciones enfrentan algún desafío específico que las anteriores no enfrentaban. Entender esto es relevante porque para quienes tienen menos de 40 años actualmente, puede ser que siga existiendo el aspiracional de la vivienda en propiedad, pero el objetivo hoy es poder dejar la casa familiar, emanciparse. Si bien cada generación enfrentó sus propios problemas y ninguna tuvo todo servido en bandeja, es posible que quienes hayan sido jóvenes entre 1990 y la actualidad se enfrenten a una situación peor que las generaciones anteriores, con consecuencias de largo plazo. Que cada vez sea más difícil la emancipación y menor la tasa de propiedad debería servir de indicador.

Duffy releva el porcentaje de jóvenes adultos de cada generación en Estados Unidos que vivían con sus padres cuando tenían entre 25 y 30 años. Mientras que solo el 18% de los jóvenes de la generación X en 1999 vivía en esa situación, más del 30% de los millennials se encontraba así en 2014. Por otro lado, se prevé que para los centennials el porcentaje será mayor aún.

En Escocia, por ejemplo, la expectativa de acceder a la vivienda en propiedad entre los menores de 35 años se fue deteriorando como consecuencia de las complicaciones para acceder al financiamiento. Las generaciones anteriores habían tenido acceso a la vivienda gracias, en parte, a programas de privatización de viviendas públicas y de impulso al crédito hipotecario (McKee, Moore y



Crawford, 2015). Esta diferencia con las generaciones anteriores es algo común a nivel global. En Inglaterra y Gales, el aspiracional sigue siendo ser propietario, más allá de que los abordajes de política habitacional sean diferentes.

En Alemania, Francia, Italia o Países Bajos, por citar ejemplos de países con algunos aspectos en común pero relaciones sociales muy diferentes, la situación varía. Aunque solo el 11% de los jóvenes de Países Bajos vivían con sus padres en 2022, esto significó un aumento de 1,1 puntos respecto de 2006. En Alemania el porcentaje se redujo, según Eurostats, de 16,6% en 2006 a 13,2% en 2022, pero aumentó en Francia (8,4% en 2006 a 15,3% en 2021), Italia (45,8% en 2006 a 52% en 2022) y Reino Unido (13,4% en 2006 a 16,2% en 2021). No necesariamente deben compararse de manera lineal estos valores país a país, sino que lo más interesante es su evolución. Cada sociedad tiene sus particularidades, que pueden incluir desde la distribución espacial de las oportunidades laborales y educativas hasta la conformación familiar y las tradiciones.

Una explicación posible de este aumento en la tasa de no emancipación, según Choi y sus coautores, es que los millennials y centennials priorizan, en una medida mayor de lo que lo hacían las generaciones anteriores, vivir en grandes centros urbanos ya establecidos, donde la oferta de vivienda es inelástica o muy poco elástica y en consecuencia los precios suelen ser estructuralmente más altos. Como ya se dijo, los millennials son una generación más educada, lo cual conduce en muchos países (especialmente los Estados Unidos) a un alto nivel de endeudamiento relacionado a los costos educativos y dificulta el acceso al financiamiento para la vivienda.

También, como los millennials y centennials son menos propensos a casarse, hay un componente clave que se vuelve menos relevante en la demanda de vivienda en propiedad. Según Goodman, Choi y Zhu (2023), la tasa de propietarios en Estados Unidos es menor que hace 30 años porque, principalmente, la gente se casa menos. Sin embargo, si uno comparara las tasas de propiedad entre segmentos de estado civil (casados versus casados, solteros versus solteros, y así), la tasa de propiedad actual es similar o hasta mayor. Entonces, el problema aparece cuando, para el nuevo estilo de vida elegido por los jóvenes adultos, la vivienda dejó de ser asequible.





La Asociación Nacional de Corredores Inmobiliarios de Estados Unidos (NAR, por sus siglas en inglés) publicó en 2023 un informe sobre las tendencias generacionales de compradores y vendedores. El informe muestra cómo, a medida que avanzan las generaciones, aumenta la brecha entre el porcentaje de compradores y el de vendedores. Por ejemplo, los millennials aportaron el 12% de los compradores pero solo el 6% de los vendedores, mientras que los “boomers jóvenes” (nacidos entre 1955 y 1964) aportaron el 23% de los compradores y el 30% de los vendedores. Es decir, a medida que avanzan las generaciones, la brecha entre compradores y vendedores aumenta y las generaciones pasan de compradoras netas a vendedoras netas.

Entre los millennials, el 47% dice haber comprado la vivienda porque deseaba tener una vivienda propia, mientras que ese motivo explica menos del 12% de las compras entre los mayores de 58, quienes dijeron comprar porque buscaban estar más cerca de familiares o conocidos y para planificar su retiro. Entre los millennials, el 72% compraba su primera vivienda.

Un último aspecto clave para entender las diferencias entre el mercado estadounidense y el argentino (aunque esto posiblemente aplique para muchos otros países) es que el 93% de las compras hechas por personas del segmento etario 24-42 accedieron a financiamiento y en ningún segmento ese porcentaje es menor a 47%. Además, de los que recibieron financiamiento la mayoría lo hizo con LTV superiores al 80%. El financiamiento es un actor clave de la dinámica del mercado inmobiliario estadounidense.

En América Latina, según los datos que releva la SEDLAC, las tasas de propiedad entre los jóvenes adultos (personas de entre 25 y 40 años) cayeron en la mayoría de los países. En promedio, el 57% de los jóvenes de ese grupo eran propietarios de su vivienda en 1995, mientras que solo 47,2% lo eran en 2020.<sup>1</sup> La caída promedio es de 9,8 puntos porcentuales, aunque con cierta heterogeneidad. Argentina es el país más cercano al promedio, con 7,1 puntos de caída, pero hay casos como los de República Dominicana (-26,3 puntos) o Ecuador (-2 puntos), en los que la situación, en diferentes extremos, es diferente.

---

<sup>1</sup> | Se considera para la comparación al año 1995 (no hay datos más actualizados). Los países relevados son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Honduras, México, Paraguay y Uruguay.



En ningún caso, sin embargo, hubo aumento.

En 2022, Quinto Andar, una compañía brasileña que en Argentina es dueña del portal Zonaprop vía Navent, realizó una encuesta a lo largo de todo Brasil con el objetivo de conocer más sobre cuál es el aspiracional de vivienda, cómo se demanda y cuál es la situación actual. El primer dato es impactante: tener una vivienda en propiedad es la prioridad número uno, solo equiparable a tener una profesión. A nivel general, ser propietario de la vivienda es un sueño para el 87% de los encuestados. Como se describía anteriormente, el ciclo de vida es un factor relevante porque hay diferencias entre los diferentes grupos etarios, pero pareciera que siempre con niveles altos de deseo. Entre los jóvenes de 21 a 24 años, el 91% declaró que la casa propia es un sueño, mientras que “solo” dijo lo mismo el 81% entre los mayores de 60. Es decir, aun en el segmento etario que menos manifiesta el deseo de la casa propia, el porcentaje es alto. Por otro lado, como se suele pensar en la vivienda en propiedad como un factor de seguridad y estabilidad financiera, tiene sentido que, a menores ingresos, mayor sea el porcentaje de personas que declara soñar con la vivienda en propiedad.

Un tercio de los brasileños reportaba querer mudarse antes de que pasaran dos años desde que los estaban encuestando, porcentaje que crecía entre los inquilinos y entre los jóvenes. Ahora bien, casi el 60% de los que pensaban en mudarse querían comprar una vivienda, aunque menos de la mitad contaba con un plan financiero acorde a ese objetivo. En cuanto a las razones para comprar, solo el 37% lo explicaba con el “sueño de la casa propia”, aunque el 43% lo hacía con la idea de dejar de pagar alquiler y un 13% con tener estabilidad financiera. En definitiva, todos buscaban la seguridad (emocional y económica) de tener una vivienda en propiedad. Solo el 11% lo hacía pensando en una inversión. En cuanto a quienes no tienen intención de comprar, el 70% dicen que esto es así porque no cuentan con los recursos necesarios para hacerlo.

Esto abre una discusión relevante para pensar cómo abordar la política de vivienda, que debe tener en cuenta la demanda latente de la sociedad. Usualmente, cuando se discute la agenda pública acerca del acceso a la vivienda por parte de los jóvenes, se afirma que los millennials y centennials no buscan la compra de vivienda porque piensan más en viajar, en mudarse de ciudades, en el corto plazo. Este abordaje suele ser el principal en cualquier informe, nota periodística o discurso político. Sin embargo, parecería ser algo simplista, si



se considera que, en realidad, el aspiracional tiene incorporada a la coyuntura y, cuando la situación económica y social se prevé negativa, el aspiracional se corrige.

Es decir, si los jóvenes actuales perciben que acceder a una vivienda en propiedad es imposible, por todo lo detallado en los capítulos anteriores, es posible que la exteriorización de esa convicción se parezca a que no les atrae la idea de la propiedad, cuando puede en realidad ser una consecuencia de cómo se ajustó la demanda aspiracional. Esto sería un “efecto frustración”, y no un cambio en los hábitos de consumo. Para que quede clara esta condición: entre aquellos brasileños que no tienen los recursos para comprar, el 52% declaró que si lo hicieran el principal medio sería el financiamiento. Sin embargo, solo el 8% pudo comprar accediendo a un crédito.

## **¿Y EN ARGENTINA?**

Antes de profundizar en cómo está formado el aspiracional, hace falta una síntesis acerca de cómo evolucionó la tenencia en la sociedad argentina. En 1895, según el primer censo en relevar información sobre cómo accedían las personas a la vivienda (en 1869 no se incluyó), habitaban cerca de 4 millones de personas en lo que en ese momento era Argentina. Solo 407.503 eran propietarias, aunque no se hace referencia a los hogares o las viviendas, sino a las personas. Podría pensarse que, con esa cantidad de personas propietarias, alrededor del 40% de los hogares eran dueños de su vivienda. En el texto que acompaña los datos del censo se habla de “la adquisición fácil de la tierra” como uno de los incentivos que tenían los extranjeros para venir al país y arraigarse. Es más, se mencionaba la entrega de tierras como uno de los motivos directos de la inmigración de trabajadores.

El siguiente censo, de 1914, tampoco relevó los hogares o las viviendas, sino que se enfocó en las personas. La cantidad de personas propietarias pasó del 10% al 14% del total. En 1947 no se incluyó al régimen de tenencia como una dimensión a relevar, ni de personas ni de hogares, por lo que recién se tiene información de 1960, cuando el 57% de los hogares eran propietarios y 27% alquilaban. Recién en el censo de 1991 se volvió a incluir a la tenencia, luego de haberla omitido en los censos de 1970 y 1980.



Esta evolución no fue casual, sino que respondió a políticas concretas que promovieron el acceso a la propiedad como brazo ejecutor de una política territorial y de distribución de tierras públicas a lo largo del país.

En 1991, el 68% de los hogares era propietario y el 12% alquilaba. De ahí en adelante, y especialmente después de la crisis del 2001, comienza una nueva etapa en Argentina, en la que el alquiler empezó a ser cada vez más relevante, de la mano de la densificación de las ciudades, la concentración de las oportunidades económicas y el desarrollo del mercado inmobiliario. Además, la inestabilidad laboral y las crisis recurrentes fueron haciendo que cada vez más hogares vieran lejano el acceso a la vivienda en propiedad.

De vuelta a la actualidad: entre 2020 y 2022, el BCRA realizó una serie de encuestas a estudiantes de escuela secundaria, con el objetivo de acompañarlos en los procesos de educación financiera. Más allá de que la mayoría reporta serias dificultades para sostener el ahorro a largo plazo, el principal destino de ese ahorro es la vivienda, aun cuando los que contestan son adolescentes. Es decir, la idea de la vivienda como aspiracional es especialmente fuerte y consistente a lo largo del tiempo.

Ante la pregunta “Si tuvieras suficientes ahorros, ¿en qué te interesaría más utilizarlos?”, el 32,6% de los encuestados en zonas urbanas dijo: “Una vivienda”, mientras que el porcentaje desciende al 30% en zonas rurales. En el caso de los estudiantes de zonas urbanas, la vivienda es el principal destino de ese ahorro hipotético pero entre los estudiantes de zonas rurales la educación aparece como primer objetivo. Podría pensarse que, como espejados, lo educativo se percibe como más fácil de conseguir en la zona urbana y la vivienda en la zona rural, y por eso la diferencia de prioridades.

Otro análisis posible: ¿cómo varía la respuesta según si la gestión de la escuela es pública o privada? En las escuelas privadas aparece, con una participación no despreciable, un tercer destino del ahorro: “Viaje turístico o de egresados”, con el 16,7%. La vivienda, en este grupo, es el destino elegido por el 27%. En las escuelas públicas, esto es diferente, solo el 7,6% menciona el viaje, y la vivienda aparece como prioridad en el 34,9% de los casos.



También se verifica en la Argentina una tendencia similar a la que mencionamos anteriormente con respecto a Brasil: cuando se controla por nivel educativo del padre o de la madre (lo que podría considerarse como un predictor del ingreso del hogar), el peso relativo de la vivienda cae a medida que sube el nivel educativo. Entre los hogares con estudios universitarios, solo el 23% de los encuestados destinaria el ahorro a la vivienda, mientras que el porcentaje asciende al 38% en los hogares en los que el padre o la madre no terminaron el primario.

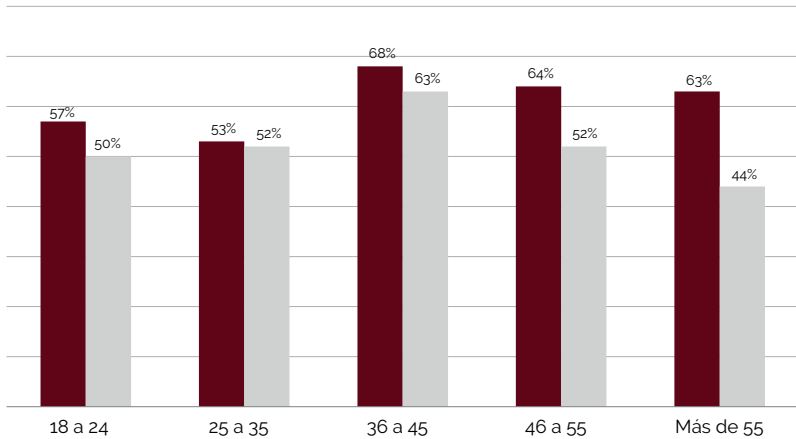
Otro informe que aporta al análisis es el que realizó el Instituto de Vivienda de la Ciudad de Buenos Aires en 2022. En el informe se buscó analizar la situación de los inquilinos, por lo que las respuestas son solo de personas que se encuentran alquilando la vivienda en la que viven. ¿Cuál es la percepción sobre la vivienda entre aquellos que hoy no son propietarios?

El 80,5% dijo que alquilaba porque no era propietario y tampoco podía acceder a serlo. Por otro lado, el 8% contestó que alquilaba mientras ahorra para comprar una vivienda. Es decir, ya sea como algo factible o no, casi el 90% de los encuestados respondió que alquila porque no tiene vivienda propia, más allá de que algunos la vean como una posibilidad. Si la zona en la que vive una persona se puede tomar como un predictor del nivel de ingreso, es coherente que el porcentaje de hogares que alquila mientras ahorra para comprar sea mayor en zona norte.

También se consultó a los encuestados acerca de la expectativa de ser propietario. El 5,7% de los hogares inquilinos respondió ya serlo, pero de otra vivienda. Luego, el 2% respondió que no le interesaba acceder a la vivienda en propiedad. Es decir, el 92,3% no era propietario y sí le interesaba la idea de serlo. Sin embargo, de este universo, el 68,5% lo veía como improbable o poco probable, lo que abona la teoría del “efecto frustración” como preponderante frente a la del cambio en los hábitos de consumo.



## Gráfico 1. Porcentaje de personas satisfechas con su situación habitacional, según edad y régimen de tenencia.



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de Zonaprop.*

La plataforma Zonaprop, junto a Inmuebles24, de México, hicieron un relevamiento para el Día del Hogar de 2023, en el que preguntaban cuáles eran sus sensaciones respecto a su situación de vivienda y al futuro. Existen algunas particularidades que sirven para entender cómo cambia la sensación frente a la vivienda a medida que la persona transita el ciclo de vida. En ambos casos, las encuestas se hicieron a lo largo de todo el país, aunque con mayor peso en las principales ciudades.

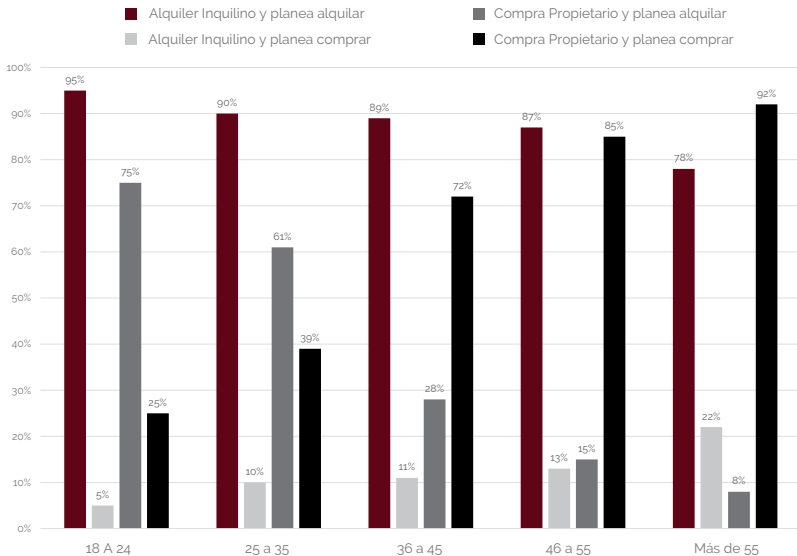
En el caso argentino, respecto de la satisfacción con la situación actual en términos de vivienda, el 62% de los inquilinos contestó que no se encuentra satisfecho, mientras que en los propietarios la cifra se reduce al 49%. Si bien esto es esperable, porque los propietarios suelen estar más a gusto con su vivienda por varias razones, la clave de la encuesta está en el análisis por grupo de edad. En el caso de los menores de 35, la insatisfacción era relativamente pareja, con los inquilinos declarándose insatisfechos en un 55% mientras que el porcentaje caía al 51% entre los propietarios. Luego, entre los 36 y 45 años, la insatisfacción crece para ambos grupos, al 68% y 63% para inquilinos y propietarios respectivamente.



Este crecimiento podría explicarse a partir de que, para esos momentos de la vida las necesidades habitacionales probablemente hayan cambiado bastante más que la posibilidad de la persona de afrontar los gastos necesarios para hacerlos realidad, especialmente en la Argentina reciente. Luego, a medida que la persona avanza en el ciclo de vida, de los 46 años en adelante, la insatisfacción comienza a caer marginalmente entre los inquilinos y muy fuertemente entre los propietarios: entre los mayores de 55, solo el 44% de los propietarios reporta insatisfacción.

La insatisfacción es importante porque tiene consecuencias concretas en cuanto a qué planean las personas. Por ejemplo, a partir de esa incomodidad con su situación habitacional, la mayoría de los encuestados proyectaba mudarse en el corto plazo. Además, vale la pena profundizar en cómo pensaban mudarse y en lo que dicen necesitar para hacerlo de la manera en que querrían.

**Gráfico 2. Porcentaje de personas según su régimen de tenencia actual y su próximo paso.**



*Fuente: elaboración propia a partir de datos de Zonaprop.*



El universo de los que se quieren mudar puede dividirse en cuatro grupos: los inquilinos que planean seguir alquilando, los inquilinos que planean comprar, los propietarios que planean alquilar y los propietarios que buscan mudarse mediante la compra de una vivienda. Este esquema permite ver, al menos respecto de esta muestra para Argentina, la inercia habitacional. Es decir, cuál es la tenencia actual para predecir cuál será el régimen de tenencia futuro. Por ejemplo, entre los inquilinos, el 86% planea seguir alquilando, pero es clara la diferencia entre los grupos etarios. Entre los menores de 35, más del 90% proyecta que seguirá alquilando en el corto plazo, mientras que el porcentaje se reduce al 78% entre los mayores de 55. Es decir, entre el 78% y el 95% de los inquilinos (según el rango etario) planean pasar a ser propietarios. A medida que la persona crece, la perspectiva de compra se vuelve más clara: mientras que solo el 5% de los inquilinos menores de 24 proyecta comprar, esto asciende al 22% entre los mayores de 55.

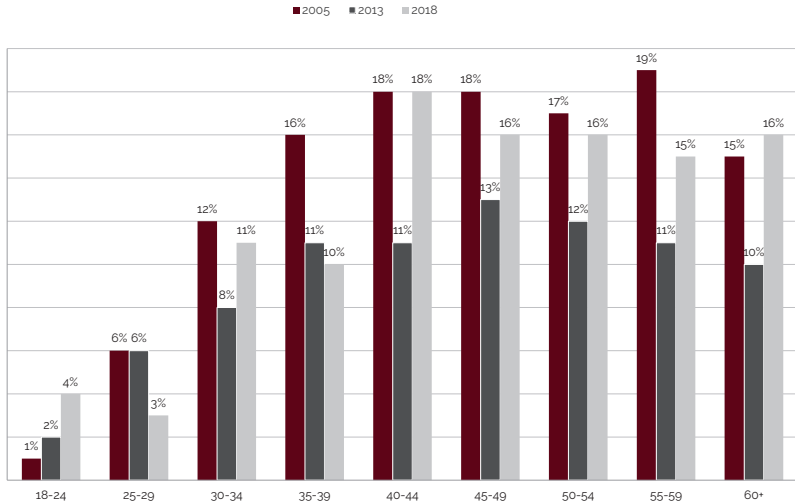
En el caso de los propietarios, la relación es diferente. El 70% de los propietarios tiene previsto comprar. Ahora bien, dentro del segmento más joven, solo el 25% planea que su siguiente movimiento sea una compra (y el 39% en el segmento de entre 25 y 34 años), lo que permitiría pensar que la emancipación es posible para ellos principalmente a través del alquiler. A partir de los 36 años, esta proporción se duplica y llega, en el rango de mayor edad, al 92%. Es decir, entre los que viven en hogares propietarios, mantener el status de propietarios comienza a ser una prioridad cuando existe la posibilidad de ser los jefes del hogar.

Una de las principales limitaciones para pensar realistamente en la casa propia es el acceso al financiamiento, como se detalló en el capítulo sobre la historia argentina. La porción de hogares que accedió a financiamiento para refaccionar, ampliar, construir o comprar su vivienda es muy baja, del 14% en 2018. Ahora bien, cuando se analiza por edad, en los menores de 35 el porcentaje es considerablemente menor y además se verifica una tendencia generalizada de caída entre 2005 y 2013 y de recuperación entre 2013 y 2018. En 2005, el 12% de los hogares a cargo de alguien en el segmento etario 30-34 años había accedido a financiamiento, pero la cifra se redujo al 8% en 2013. Luego, en 2018, ascendió al 11%. En el segmento 35-39 años la caída no se recuperó y solo el 10% había accedido a financiamiento, frente al 16% en 2005.





### Gráfico 3. Hogares que declaran haber financiado la compra, construcción o refacción de su vivienda.



Fuente: elaboración propia a partir de datos de ENGHo-INDEC.

En resumen: cada vez menos hogares jóvenes pudieron acceder a financiamiento. Los hogares jóvenes del 2005 habían tenido mayores facilidades, posiblemente explicadas por el residuo de la década de 1990, pero luego no hubo nuevo financiamiento que permitiera mantener esos niveles. Donde sí aumentó, aunque en niveles casi ínfimos, fue en el segmento 18-24 años, que pasó del 1% al 4% entre 2005 y 2018.

La consecuencia directa de esta situación es que Argentina exhibe unos niveles de emancipación muy bajos, porque uno de los principales canales de salida del hogar familiar, que es la compra de vivienda, no está al alcance del joven promedio. El porcentaje de jóvenes no emancipados en Argentina duplica al de países como Alemania, Italia, Países Bajos o Francia. Es posible que exista un factor cultural por el que este indicador sea tan elevado allí, como en el caso de Italia en donde llega al 30%, pero la discrepancia parecería explicarse, principalmente, por cuestiones económicas, como el escaso desarrollo del mercado de alquileres, la poca descentralización económica y el nulo acceso al crédito hipotecario en la Argentina.



En 2004-2005, la ENGHo relevó que el 35% de los jóvenes de entre 25 y 34 años vivían con sus padres, suegros o abuelos. Es decir, no habían podido formar su propio hogar de manera independiente. No habían podido emanciparse. Esto equivalía a 2 millones de personas. A lo largo del país, la situación era heterogénea. En Tierra del Fuego, solo el 18,4% de los jóvenes no había podido emanciparse, mientras que en Jujuy el porcentaje ascendía al 45,9%. En cada relevamiento, Jujuy se mantiene como una de las provincias con mayor porcentaje de no emancipados, mientras que Tierra del Fuego sigue perteneciendo al otro extremo.

En la ENGHo siguiente, entre 2012 y 2013, la situación mejoró y el porcentaje de no emancipados cayó al 31,2% a nivel nacional, una cifra equivalente a 1,7 millones de personas. Esta ENGHo se realizó durante el período de intervención del INDEC, cuando varios de los indicadores eran adulterados por motivaciones políticas, por lo que no debe confiarse de manera total en esta edición. Por ejemplo: a nivel nacional, la cantidad de jóvenes adultos cayó de 5,8 millones a 5,6 millones. Es muy extraña una caída de esa magnitud en este segmento etario. Más allá de eso, el análisis sobre los porcentajes (y no tanto sobre el valor absoluto) puede ser relevante. Esa encuesta marca, al menos en la historia reciente, el porcentaje más bajo de jóvenes no emancipados. Pero también fue la primera vez en que en una provincia superó el 50% de jóvenes no emancipados: San Juan, con 53,7%.

Para 2016, el INDEC había comenzado a publicar nuevamente la EPH luego del cambio de gobierno y la información volvió a ser confiable. En aquel momento, según esta encuesta (que tiene un nivel de cobertura similar al de la ENGHo), el 39,1% de los jóvenes no había podido emanciparse. El aumento fue generalizado: entre 2012 y 2016, el porcentaje de jóvenes no emancipados creció en 22 provincias, quedó igual en una (La Pampa) y cayó en otra (Río Negro). En la EPH ampliada de 2017 la situación fue similar a la de 2016, con un 39,9% de los jóvenes en esa situación. Esto equivale, para el período 2016-2017, a entre 2,1 y 2,2 millones de jóvenes.



Entre 2017 y 2018 volvió a realizarse la ENGHo, ya con el INDEC funcionando correctamente. Los resultados, al hacerse a lo largo de dos años, son coherentes con lo que refleja el mismo período pero a través de la EPH. Según la ENGHo, el 38,5% de los jóvenes no había podido emanciparse; es decir, cerca de 2,4 millones de hogares.

Luego, la EPH de 2018 volvió a registrar un porcentaje de jóvenes no emancipados cercano al 40%, como había ocurrido 2016 y 2017. En 2020, 2021 y 2022, el porcentaje osciló en torno del 40% (con una leve caída a 37,9% en 2020 y luego un rebote a 40,9% en 2021). En la tabla debajo se presenta, según la fuente y el período, el porcentaje de jóvenes no emancipados en cada provincia.

A nivel nacional, y más allá de la fuente o el año, estamos hablando de entre 2 y 2,5 millones de jóvenes de entre 25 y 34 años que viven con sus padres o sus abuelos. Es un porcentaje enorme y plantea un problema a futuro: hay una demanda latente de vivienda que no está siendo satisfecha, ya sea porque estas personas no tienen ingresos suficientes como para irse de esa vivienda, porque no tienen ahorros como para afrontar todo el paquete de gastos que implica la emancipación o porque hoy, como consecuencia de lo anterior, no se construye el tipo de viviendas que podría servirle a este grupo. Es un círculo vicioso que deja a todo este universo sin posibilidad de independencia.

La relación entre el ingreso de los hogares y la posibilidad de emancipación es clave a la hora de entender un primer componente, el estructural, de cómo se moldea el aspiracional de vivienda a lo largo del país. Por ejemplo: en las provincias del norte de la Argentina, los problemas para la emancipación son mayores a los del resto del país y, al mismo tiempo, es donde se registran los menores niveles de ingreso. La probabilidad de emancipación, como era de esperar, se relaciona con el ingreso promedio de la ciudad o provincia.



**Tabla 1. Porcentaje de jóvenes (25 a 34 años) no emancipados, por provincia.**

Año	ENGHo		EPH		ENGHo	EPH				
	2004-2005	2012-2013	2016	2017	2017-2018	2018	2019	2020	2021	2022
CABA	28,4%	21,6%	26,4%	26,7%	25,7%	25,9%	23,8%	24,8%	24,3%	18,0%
PBA	34,9%	30,4%	38,8%	37,4%	35,1%	38,4%	39,9%	36,5%	43,7%	37,4%
Catamarca	43,6%	45,9%	51,1%	52,2%	51,4%	46,4%	47,8%	56,9%	58,2%	50,9%
Córdoba	38,0%	30,8%	35,8%	40,7%	37,0%	42,2%	35,7%	38,4%	31,0%	31,1%
Corrientes	32,8%	36,4%	45,3%	41,2%	45,9%	39,7%	48,1%	39,6%	47,9%	45,8%
Chaco	30,1%	25,1%	39,8%	45,3%	41,5%	44,6%		42,8%	51,5%	41,8%
Chubut	27,7%	18,1%	33,7%	35,8%	27,8%	36,5%	38,9%	26,1%	31,3%	32,6%
Entre Ríos	36,2%	30,5%	30,7%	36,4%	34,1%	34,6%	43,2%	40,1%	36,5%	27,6%
Formosa	31,4%	41,8%	52,4%	54,3%	46,9%	42,9%	43,2%	42,3%	43,8%	45,0%
Jujuy	45,9%	46,7%	56,2%	54,6%	59,1%	56,4%	54,6%	53,7%	55,5%	57,0%
La Pampa	27,9%	24,4%	24,4%	29,9%	27,5%	34,8%	30,9%	21,9%	35,1%	25,7%
La Rioja	35,5%	39,2%	46,3%	43,6%	48,2%	49,4%	56,1%	52,7%	52,6%	48,8%
Mendoza	35,4%	45,8%	46,3%	47,6%	48,0%	47,9%	45,1%	43,6%	38,3%	41,8%
Misiones	23,6%	24,7%	30,6%	35,0%	34,4%	29,3%	28,5%	28,3%	28,6%	28,9%
Neuquén	32,5%	25,5%	33,9%	39,7%	41,2%	42,4%	39,6%	34,6%	39,0%	36,3%
Río Negro	31,8%	34,6%	28,6%	29,7%	31,0%	21,4%	29,6%	33,6%	27,9%	29,1%
Salta	43,2%	44,4%	56,6%	57,3%	60,7%	55,2%	52,0%	48,0%	55,0%	51,0%
San Juan	42,0%	53,7%	59,2%	59,9%	56,5%	56,7%	57,0%	53,6%	48,1%	47,6%
San Luis	29,9%	29,4%	49,6%	42,1%	41,2%	38,1%	43,8%	45,5%	44,4%	44,4%
Santa Cruz	23,6%	16,8%	31,5%	31,4%	17,1%	28,8%	28,1%	29,2%	20,2%	28,8%
Santa Fe	36,1%	22,9%	38,5%	40,9%	40,5%	36,3%	39,0%	37,6%	33,9%	33,4%
Santiago del Estero	42,2%	44,0%	51,8%	48,5%	54,5%	49,5%	46,9%		55,8%	58,2%
Tucumán	43,6%	45,2%	48,3%	52,7%	54,8%	57,6%	54,0%	53,7%	55,9%	53,5%
Tierra del Fuego	18,4%	17,9%	28,8%	33,2%	24,9%	30,9%	32,7%		35,1%	31,1%
<b>Total</b>	<b>35,0%</b>	<b>31,2%</b>	<b>39,1%</b>	<b>39,9%</b>	<b>38,5%</b>	<b>39,7%</b>	<b>40,0%</b>	<b>37,9%</b>	<b>40,9%</b>	<b>37,2%</b>

*Fuente: elaboración propia a partir de datos del INDEC.*

115 *Nota: las celdas en blanco se deben a que no hubo relevamiento.*



En el otro extremo, un ejemplo podría ser el de la Ciudad de Buenos Aires, donde el porcentaje de jóvenes no emancipados es muy bajo, el menor del país en muchos de los relevamientos. Por un lado, los ingresos suelen ser más altos en la capital argentina y, aunque los alquileres y el valor de los inmuebles también, es posible que la ecuación económica permita afrontar los gastos, al menos en una mejor medida que en el resto del país (de cualquier manera, la coyuntura posterior a la sanción de la Ley 27.551, conocida popularmente como “Ley de Alquileres”, conspiró contra esta posibilidad). Otra explicación es que, como el mercado de alquileres en Buenos Aires está considerablemente más desarrollado que en el resto del país, el tamaño y el dinamismo de la oferta ofrecen oportunidades para quien se quiere emancipar.

Finalmente, los principales centros educativos del país reciben una migración joven que ya se emancipó y forma un hogar en su lugar de destino. Es decir, las ciudades que son centros universitarios o productivos van a contar con un flujo migratorio joven que reducirá el porcentaje de no emancipados, mientras que las provincias con un mercado laboral poco dinámico y sin un circuito educativo relevante (lo que además se corresponde con menores ingresos) tendrán más dificultades para ofrecer alternativas de mudanza dentro de la misma provincia. Las oportunidades laborales, educativas y culturales suelen ser el motor principal de las mudanzas en la etapa de la vida que se está analizando. En cuanto al sur de la Argentina, las tasas de emancipación suelen ser superiores allí, posiblemente por la migración laboral, como en los casos de Vaca Muerta, en Neuquén, o Tierra del Fuego, donde los ingresos promedio son muy altos.

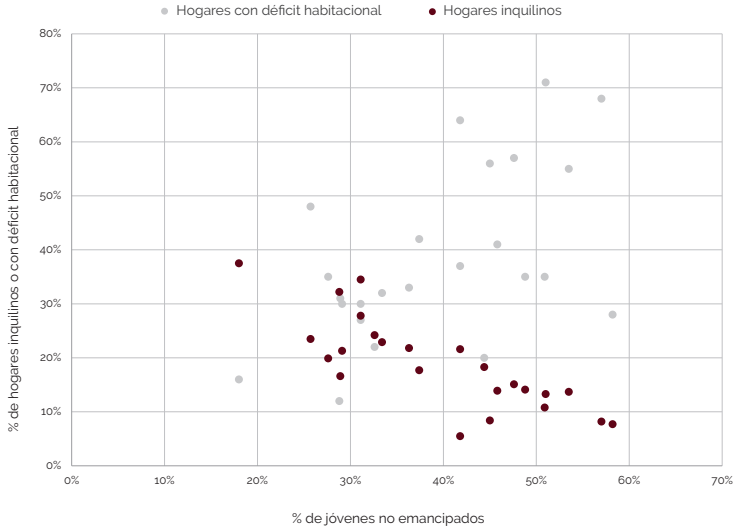
El desarrollo de un mercado de alquileres dinámico y accesible facilita la emancipación. También es clara la relación entre una baja presencia de jóvenes no emancipados y un menor porcentaje de hogares con déficit habitacional.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> | *Se considera déficit habitacional a aquellas viviendas con déficit cuantitativo (necesidad de una nueva vivienda) o cualitativo (necesidad de mejoras en la vivienda actual). Para esto, se toman en cuenta las variables existentes en la EPH, que permiten analizar los materiales de la vivienda (piso y techo), la ubicación (cerca de basural o zonas inundables) y el acceso a servicios.*



### Gráfico 4. Porcentaje de jóvenes no emancipados, de hogares inquilinos y con déficit habitacional, por provincia, para el año 2022.



Fuente: elaboración propia a partir de datos de EPH-INDEC.

El mercado de alquileres funciona como mecanismo de descompresión de la demanda de vivienda, especialmente en la etapa de la emancipación. Cuando tal mercado no existe, las personas tienen que vivir en la casa familiar o construir en un lote familiar, lo que por lo general fomenta el hacinamiento, el uso de materiales de baja calidad y un menor acceso a los servicios. Además, como el acceso al financiamiento es muy bajo, la construcción se hace con ahorros propios, por lo que suele ser lenta y de menor calidad.

El bajo acceso al crédito imposibilita una buena calidad de vivienda, el mercado inexistente de alquileres no ofrece alternativas para descomprimir el hacinamiento producido por la formación de nuevos hogares y las pocas oportunidades económicas se reflejan en una menor tasa de emancipación. Todo al mismo tiempo.



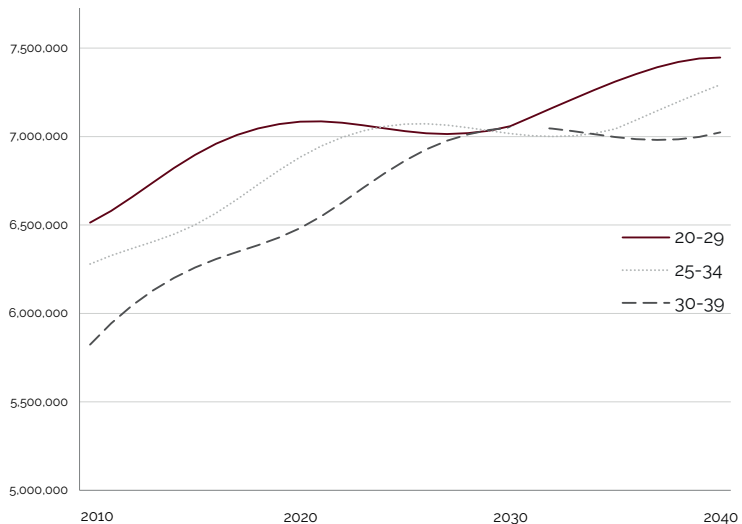
El gráfico 4 debe leerse con dos ópticas al mismo tiempo. En primer lugar, hay una nube de puntos con tendencia positiva (la azul) y otra con tendencia negativa (la roja, que pareciera ir hacia abajo). La primera muestra las provincias según la combinación de: 1) porcentaje de hogares con déficit habitacional y 2) porcentaje de jóvenes no emancipados. En este caso, lo esperable es que, a menor déficit habitacional, también sea bajo el grado de no emancipación. Lo que se verifica en Argentina es que las provincias con bajo porcentaje de jóvenes no emancipados son también las que presentan una menor tasa de déficit habitacional. Sin embargo, a medida que crece el porcentaje de jóvenes no emancipados (la parte derecha del gráfico), hay diferentes realidades que generan que la evolución del déficit no sea tan lineal. Es decir, a grandes rasgos, promover la emancipación podría ser un factor que reduzca el déficit habitacional, aunque no es el único. Prueba de esto es que no hay provincias con alto déficit y bajo porcentaje de problemas para la emancipación (salvo el caso de La Pampa) y sí se encuentran muchas provincias con alto déficit y baja emancipación (Jujuy, Formosa, Salta, San Juan, Chaco y Tucumán).

La otra nube de puntos es más clara y su análisis es más lineal: cuando el mercado de alquileres está desarrollado (se toma al porcentaje de hogares que alquilan como indicador), el grado de no emancipación es bajo. El caso más claro es la Ciudad de Buenos Aires, que es la jurisdicción del país con mayor porcentaje de hogares inquilinos, con menor porcentaje de jóvenes no emancipados y la segunda con menor incidencia de déficit habitacional. A medida que aumenta el porcentaje de jóvenes no emancipados, también se verifica un menor desarrollo del mercado de alquileres. Esto se debe a que el mercado de alquiler es un canal de descompresión de los hogares, dado que ofrece opciones más accesibles para que las personas puedan mudarse sin la necesidad de construir o comprar. En el norte de la Argentina, por ejemplo, el porcentaje de hogares inquilinos suele ser muy bajo, lo que se condice con el alto nivel de jóvenes que viven con sus padres o abuelos.

A todo esto debe sumarse que la evolución demográfica argentina solo agregará presión en los próximos años. La población argentina es cada vez mayor y la proyección a 2040, por primera vez en la historia, indica que más de la mitad de la población tendrá 35 años o más. Pero, además, estamos transitando uno de los momentos con mayor presión sobre el aspiracional de vivienda.



## Gráfico 5. Cantidad de personas, según segmento etario seleccionado y año de referencia.



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Censo 2010.

La rotación vegetativa de capital no se va a dar al mismo ritmo que en décadas anteriores. Es decir, el envejecimiento de la población retrasa las transferencias por herencias y acota el margen de financiamiento intrafamiliar por parte de los adultos mayores, ya que necesitan ese dinero para usarlo en ellos mismos. Pero además Argentina está registrando los mayores niveles de personas en los rangos etarios “compradores”. Generalmente, entre los 25 y los 35 años (y en especial entre los 30 y 35), las personas compran su primera vivienda, una convención que se mantiene en casi todo el mundo occidental. Ahora bien, dadas las limitaciones de la coyuntura argentina, esto posiblemente no pueda realizarse en la magnitud necesaria para satisfacer toda la demanda contenida.

En 2021, según las proyecciones poblacionales del Censo 2010, se registró el récord histórico de personas en el segmento 20-29 años, mientras que en 2026 se verá el mayor número en el segmento 25-34 y, para 2031, se espera el pico en el segmento 30-39; de cómo estos tres segmentos aborden su situación habitacional determinará cuáles serán los problemas relacionados a la vivienda por varias décadas.





Promover la emancipación, sea a través de la compra o de otros mecanismos, tiene efectos positivos que exceden el bienestar individual. El mercado de alquileres depende de muchos factores, como el grado de desarrollo e inserción económico de la ciudad, la política urbana y la legislación (ver González Rouco, 2021, para un análisis más profundo del mercado de alquileres en Argentina), así como el crédito hipotecario. En cuanto al crédito, existe todavía una herramienta poco explorada en Argentina que podría servir para facilitar el acceso a la vivienda y la emancipación, especialmente si se la diseña orientada al segmento joven.

## **EL SEGURO HIPOTECARIO**

Que el crédito esté tan lejano de las posibilidades reales de las personas es un problema porque es el principal mecanismo potencialmente masivo que existe para el acceso a la vivienda. A la hora de pensar en cómo acceder, existen 4 caminos posibles para un hogar, aunque no todos son igual de probables. Para plantear cuáles son, primero hay que plantear quiénes son los actores principales de esta historia, que van a ir apareciendo de a uno. En primer lugar, el actor clave es el hogar, la familia, la persona que va a pasar a ser propietario. De manera autónoma, el escenario que podría pensarse como básico en una economía sin sistema financiero, sin relaciones de afecto y sin generaciones (como si esto fuera un ejemplo de esos extremos que se usan en la facultad), es la compra con ahorros propios.

En segundo lugar, si incluimos a las generaciones pasadas, aparece la herencia como un canal por el cual la vivienda se va transfiriendo de abuelos a hijos y después a nietos. Esto, para quienes son descendientes de propietarios, es una opción muy importante para pensar el camino a la propiedad. En tercer lugar, aparecen las relaciones, la red de contención formal, la familia y los amigos, que pueden financiar una porción de la compra de la vivienda. Por último, aparece el actor que permite darle una escala que ningún otro puede ofrecer, el sistema financiero a través del crédito hipotecario.

En el primer caso, el acceso a través de ahorros propios, se parte de la base de un nivel de ingresos muy elevado, que permita una tasa de ahorro tal que se acumule el monto equivalente al valor de una vivienda. El principal problema



de este mecanismo es que, si primero se ahorra y luego se compra, posiblemente una persona esté años ahorrando pero no pudiendo beneficiarse de la vivienda en sí, ya que, en paralelo, deberá alquilar (y pagar alquiler) o vivir con algún otro tipo de arreglo subóptimo, como puede ser en el hogar familiar, relegando su emancipación.

En los casos de la herencia/donación y del financiamiento por fuera del sistema financiero, la supuesta clave es la de una red de contención que pueda transferir riqueza (para lo cual debe haber sido acumulada previamente). El caso más claro en este aspecto es lo que en inglés se conoce como “Bank of Mom and Dad”, en referencia al financiamiento o asistencia económica que los padres otorgan a sus hijos.

En el caso de Estados Unidos (donde hay más estudio sobre esto), según Lee et al. (2020), de hecho, cuando los padres asisten económicamente a sus hijos entre los 25 y 44 años, la probabilidad de estos de pasar a ser propietarios aumenta considerablemente. Esta fuente de financiamiento es, en el mercado británico, equivalente a la sexta banca hipotecaria más relevante, según declaró Mark Bogard, CEO de The Family Building Society, en un estudio conjunto entre LSE y The Family Building Society (Scanlon y Blanc, 2019). A su vez, según el informe mencionado anteriormente de la NAR, en el 22% de las compras realizadas por los millennials, el pago inicial se hizo con regalos o financiamiento de familiares.

Por último, aparece el crédito hipotecario como alternativa que puede lograr la escala necesaria para ser una solución. Como se mencionó en el capítulo de complementos del crédito, para que el crédito sea masivo deben superarse 3 barreras de entrada: la elegibilidad, el ingreso para la cuota y el ahorro previo. Si la barrera de entrada de la cuota se puede reducir con una cuota indexada, para la del ahorro previo debe pensarse en seguros hipotecarios.

Un seguro hipotecario es una cobertura que toma el deudor para que el acreedor considere menos riesgoso financiar un porcentaje mayor del costo de la vivienda. Es decir, con el seguro hipotecario se busca aumentar el LTV de los créditos. Esto es especialmente importante porque, si el banco financia un monto mayor, la contracara es que el ahorro previo necesario es menor.



En Argentina no hay experiencias con este tipo de productos, en parte por lo pequeño del mercado, que no generó las condiciones para que se desarrollen estos complementos. Sin embargo, en 2020, la Asociación de Bancos de Argentina (ADEBA) publicó un informe enfocado en cómo debía ser el mercado de crédito hipotecario sostenible. En él se plantearon algunos instrumentos como el fondo de compensación mencionado anteriormente pero también, los seguros hipotecarios. Según ADEBA, “Los seguros hipotecarios individuales permiten al dueño de la hipoteca (banco o fideicomiso) recuperar la parte del crédito que no puede ser recobrada en caso de ejecución del deudor. Este seguro es requerido por los inversores especialmente cuando los LTV son elevados.”

En ese informe se menciona el caso de Canadá, en donde todo crédito que financie más del 80% debe acompañarse de un seguro hipotecario, cuya prima se adiciona al pago de la hipoteca. Si bien el 70% de los seguros los emite un organismo público, el gobierno ofrece garantías a los emisores privados, con el objetivo de que no toda la cartera sea pública.

Además, en Canadá (como en otros países), los bancos que ofrecen créditos con alto LTV suelen ser beneficiados con un menor requisito de capital vía una reducción en las ponderaciones de riesgo. Es decir, les es más barato prestar ese dinero.

Hoy el mercado de seguros hipotecarios se encuentra bien instalado en Australia, Canadá, Francia, Alemania, Países Bajos, Estados Unidos, Reino Unido, pero comenzó a crecer en países más cercanos a Argentina, como Chile, Colombia, Uruguay o Guatemala. En 2013, el BIS, un organismo internacional que colabora con los bancos centrales de todo el mundo, publicó un informe sobre el estado de los seguros hipotecarios en los principales mercados.

El caso canadiense es el más antiguo, donde el seguro hipotecario existe desde 1954, pero hay otras experiencias que ya llevan medio siglo o más, como la de Estados Unidos (1956), Países Bajos (1957) o Australia (1965). Luego, hubo una segunda camada relevante en la década del 80 y 90, cuando Hong Kong, Francia y Reino Unido comenzaron con este producto. Por otro lado, así como en Canadá es obligatorio, en Estados Unidos también lo es cuando el LTV supera el 80% y en Hong Kong cuando supera el 70%.



Uno de los principales temas a considerar con cualquier seguro es el de riesgo moral, que aparece cuando el asegurado, al estar cubierto, deja de ser precavido de las consecuencias de sus actos. Para esto, el BIS sugiere siempre que haya una porción de la vivienda que la pague el comprador con recursos propios, lo que genera incentivos a ambas partes a cumplir con el compromiso. Esto es especialmente importante porque hace al centro de cómo debe funcionar el seguro hipotecario: permite aumentar LTV y reducir el ahorro inicial pero hasta un límite, digamos de 90%-10%.

**Tabla 2. Riesgos según tipo de prestamista y asegurador.**

	<b>Prestamistas estrictos</b>	<b>Prestamistas flexibles</b>
<b>Aseguradores estrictos</b>	Ambas partes analizan en profundidad al solicitante y son aversos al riesgo.	El límite a la ampliación de mercado lo pone el asegurador. Presión sobre ellos para que bajen los estándares.
<b>Aseguradores flexibles</b>	El límite a la ampliación de mercado lo pone el prestamista. Presión sobre ellos para que bajen los estándares.	Riesgo de que se llegue a LTV altos, por encima de las posibilidades de pago de los deudores.

*Fuente: BIS, 2013.*

Si bien en Argentina el mercado hipotecario es muy pequeño, en las economías más desarrolladas en términos financieros, el tamaño es considerable. Este tipo de productos no puede ser ofrecido sin control ni cuidados, porque podría dar pie a una serie de desequilibrios financieros con impacto macroeconómico. En este sentido, la regulación de Estados Unidos no permite, por ejemplo, que ninguna compañía de seguros de garantía hipotecaria pueda asegurar préstamos garantizados por un único riesgo que supere el 10% del capital agregado, el superávit y la reserva para imprevistos de la compañía. Además, ninguna compañía de seguros de garantía hipotecaria tendrá más del 20% de su seguro total en vigor en un área metropolitana, según la definición del Departamento de Comercio de Estados Unidos.



Un seguro de crédito hipotecario ostenta un esquema de doble control (al margen de la auditoría estatal) ya que, tanto el prestamista como la aseguradora comparten riesgos en la operación. Sin embargo, este equilibrio puede romperse si alguno de los dos reduce sus parámetros.

Una de las recomendaciones del informe del BIS (2013) antes mencionado es mantener el mercado de seguros hipotecarios en el cuadrante superior izquierdo, debe ser el fin principal de la regulación y el control de las autoridades competentes sobre este mercado. De igual forma, convencionalmente se exige que las aseguradoras sean entidades monolínea<sup>3</sup> y cumplan con ciertas reservas y colchones de capital a largo plazo, mientras que la relación cuota+prima/ingreso de los prestatarios no debe superar el 30%.

Luego, en la práctica, surgen algunas diferencias en cómo cada país aborda el diseño del mercado de seguros hipotecarios. Por ejemplo, una de las principales diferencias es el rol del Estado. Por un lado, hay mercados en los que la oferta es exclusivamente pública, mientras que en otros el Estado se limita a ofrecer garantías a los aseguradores. Esta intervención del Estado, sea cual sea el caso, surge de la motivación de, en última instancia, promover el acceso al crédito de sujetos que no serían elegibles sin este producto.

Por otro lado, hay países en los que el LTV debe ser menor a 100% obligatoriamente, como los antes mencionados, pero no siempre es así. Dado que existen varios estudios que muestran el beneficio a largo plazo de que el pago inicial sea mayor a cero, debería pensarse en un tope al LTV.

En la diaria, el pago del seguro puede ser mensual, anual o puede estar incorporado al costo financiero. Este último mecanismo es interesante, porque habilita un mayor LTV pero incentiva que exista el pago inicial, dado que, a medida que el LTV supera un determinado porcentaje, la tasa de interés del excedente es mayor. A su vez, existen diferencias en cuánto tiempo se paga, hasta que lo abonado equivale al LTV excedente o durante todo el crédito.

---

<sup>3</sup> | *Una compañía de seguros de garantía hipotecaria que en cualquier lugar tramite cualquier clase de seguro que no sea el seguro de garantía hipotecaria no podrá optar a la emisión de un certificado de autorización para tramitar seguros de garantía hipotecaria en este estado ni a la renovación del mismo.*



En América Latina, los casos más relevantes son los de Colombia y Uruguay, mientras que Chile comenzó el camino con una Ley a principios de 2023. En el caso colombiano, a mediados de los noventa se creó una línea de garantías hipotecarias dentro del Fondo Nacional de Garantías. Si bien comenzó como una alternativa prometedora, con el tiempo fue perdiendo relevancia y nunca logró impactar de lleno en el LTV, que sería el principal indicador a mejorar. De hecho, la LTV en Colombia es considerablemente baja, cercana a 50%, en promedio. Lo que no es posible saber es si las personas que financiaron la compra de su vivienda con un crédito garantizado hubieran podido hacerlo sin esa garantía. En volumen de créditos garantizados sí fue relevante, lo cual permite pensar que, al menos, permitió que los bancos tomaran deudores por fuera del segmento habitual.

En el caso de Uruguay, en 2011 se creó el Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios (FGCH) dentro de la Ley que promueve la construcción de viviendas para alquiler y venta conocida como “Ley de Vivienda Promovida” y que fomentó la construcción de más de 30.000 viviendas en poco más de una década. En este sentido, la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) puede otorgar garantías sobre créditos hipotecarios que entidades privadas emiten con un pago inicial de entre 10% y 25%. Esta iniciativa permite financiar hasta el 90% del valor de la vivienda en un plazo máximo de 25 años.

Una particularidad del caso uruguayo es que, una vez que el saldo de capital del crédito sea menor al 70% del valor de la vivienda, el deudor deja de pagar el costo de la garantía, ya que se lo considera como un deudor tradicional. La garantía se considera un beneficio, por lo que está acotada a hogares cuyo crédito sea para única vivienda, entre otros requisitos

A lo largo de los años, los créditos garantizados tuvieron un costo financiero mayor (lo cual es coherente con la mayor exposición al riesgo que toma el banco), de entre 0,1 y 0,9 puntos porcentuales, según los informes de gestión del FGCH. Como contracara positiva, los créditos garantizados, en promedio, se otorgan a más de 20 años y con una LTV de casi 90%. Sin embargo, la penetración parecería ser baja, de menos del 5% del total originado.



En Argentina, la oferta actual de crédito hipotecario es especialmente escasa, con una mayoría de bancos que no cuentan entre sus productos con financiamiento cuyas condiciones sean acordes a las posibilidades de los hogares. Lamentablemente, solo 3 bancos privados reportan las condiciones que ofrecen en su financiamiento para la compra de vivienda propia, única y permanente (también reporta el Banco de Córdoba, pero se excluye por contar con una línea de financiamiento especialmente subsidiada, con LTV de 100% y tasa de interés de 0%).

Entre 2022 y 2023, los bancos que reportaba el BCRA ofrecían una RCI máxima de entre 25% y 30% con una LTV de entre 60 y 80%. La tasa de interés efectiva anual máxima que ofrecían era de entre 13,7% y 17,9%, para créditos de entre 20 y 30 años de plazo. Con estas condiciones<sup>4</sup>, para acceder a comprar un inmueble promedio en la Ciudad de Buenos Aires, una hogar debería contar con ingresos demostrables totales de casi \$ 500.000, o el equivalente a 6,5 salarios promedio<sup>5</sup> y casi US\$ 30.000 para realizar el pago inicial, por el 26,9% que no se paga con lo financiado por los bancos. Estas condiciones son prohibitivas, ya que exigen altos ingresos y alto ahorro previo al mismo tiempo. Desde ya, se considera solo el universo de créditos UVA, porque los créditos tradicionales exigen un nivel de ingresos siete veces mayor, aproximadamente.

El objetivo de un seguro hipotecario es reducir una de estas barreras, la del ahorro previo, porque del ingreso necesario ya se estaría encargando parcialmente la unidad indexada, por lo que se comentó en los capítulos anteriores. La lógica subyacente es que las exigencias del crédito se adapten al ciclo de vida de las personas. Para esto, se considera que un hogar profesional joven (30 años, por ejemplo) con dos ingresos promedio no tuvo el tiempo necesario para ahorrar lo suficiente pero, en cambio, posiblemente cuente con un nivel de gastos menor al que tendrá en los años siguientes, debido a que tiene menos gastos fijos, menos obligaciones, etc. Entonces, y a riesgo de simplificar, podría pensarse en que el universo de hogares jóvenes podría pagar una cuota mayor, con una RCI mayor, a cambio de que se le exija una menor cantidad de ahorro previo. Aquí es donde aparece el seguro hipotecario.

---

<sup>4</sup> | LTV promedio de 73,1%, RCI de 26,7%, TEA de 15,2% y 320 meses promedio de plazo. Se toma el valor promedio de metro cuadrado publicado por Zonaprop.

<sup>5</sup> | Se toma el RIPTE de mayo de 2023.



**Tabla 3. Condiciones ofrecidas por bancos comerciales para adquisición de vivienda propia, única y permanente.**

	RCI (en %)	LTV (en %)	TEA máxima (en %)	Plazo máximo (en meses)	Cuota inicial (en \$)	Ingreso necesario (en \$)	RIPTes necesarios	Pago inicial (en US\$)
Banco Galicia	25,0	60,0	17,9	360	464.452	1.857.806	6,6	43.020
Banco Hipotecario	25,0	80,0	14,0	360	490.323	1.961.294	7,0	21.510
Banco Macro	30,0	79,3	13,7	240	500.972	1.669.908	6,0	22.278
Promedio	26,7	73,1	15,2	320	487.301	1.827.378	6,5	28.936
<b>Con seguro hipotecario</b>	35,0	90,0	15,2	360	595.746	1.702.131	6,1	10.755

*Fuente: elaboración propia a partir de datos de BCRA, Ministerio de Trabajo, INDEC, Ministerio de Hacienda y Zonaprop.*

Con este instrumento, la RCI podría ascender a 35%, la LTV a 90% y el plazo extenderse a 30 años. La tasa de interés, en principio, no debería cambiar, más allá de que los niveles que se consideran para el ejercicio son altos y poco sostenibles en un contexto de macroeconomía estable. Con estas condiciones, la cuota inicial es 22% mayor (porque el monto financiado es mayor), pero el ingreso necesario para ser elegible es 7% menor (porque la RCI es mayor). A su vez, el ahorro previo necesario es 63% menor, de US\$ 10.755 dólares.

En este escenario, si bien el ingreso necesario sigue siendo alto (aunque algo menor), la barrera del ahorro previo se reduce en casi dos tercios. Este escenario, considera la situación coyuntural de una altísima tasa de interés, cercana al 15% anual promedio. En un contexto de economía estable, la tasa de interés podría estar cercana al 7% y así, el ingreso necesario para ser elegible caería a 3,5 salarios promedios.





## CONCLUSIÓN

El sueño de la casa propia es algo común a casi todas las sociedades pero, al mismo tiempo, está siendo puesto a prueba por un contexto cada vez más desafiante. Frente a este escenario, ese “aspiracional” parecería estar perdiéndose y pareciera que las generaciones que ahora estarían en la etapa de compra ya no quieren eso, sino que quieren viajar, tener libertad financiera y poder mudarse cuando lo deseen con bajos costos. Es lo que se manifiesta en la discusión pública pero, cuando se profundiza en lo que la gente realmente quiere o necesita, todo sigue igual. El sueño está intacto, solo que más lejos.

En un país normal, las personas pasan a ser propietarios de su vivienda de 4 maneras: herencia, ahorros propios, financiados por amigos o conocidos o con crédito hipotecario. La tendencia demográfica en el mundo está jugando en contra de que las nuevas generaciones se vuelvan propietarias. Esto es así por varias razones que agregan obstáculos a ese “sueño”. Por un lado, la gente cada vez vive más, por lo que se dan dos factores: hay más demanda de vivienda y, al mismo tiempo, el proceso de transferencia de vivienda a través de la herencia se da más tarde. Esto quiere decir que uno de los canales de acceso a la propiedad, la herencia, se volvió más difícil aún para el universo de personas cuyos padres son propietarios, que deberían ser los que más fácil la tienen.

Otra consecuencia de la mayor esperanza de vida es que el grupo que ahora vive más años, como tiene que afrontar sus propios gastos, tiene menos margen para financiar a las generaciones más jóvenes, por lo que se agrega una presión estructural al mercado de crédito. El Bank of Mom and Dad (o, en este caso también de los abuelos) tiene menos para prestar.



Otra forma en la que la tendencia demográfica global (y Argentina en particular) está agregando palos en la rueda es que estamos transitando el pico en la evolución de personas en la etapa compradora. Los millennials están en el momento de su vida en el que, se esperaría, compren vivienda. Estos son los momentos de cada generación en los que el mercado de vivienda tiene más presión. Como dice Conor Sen, de Bloomberg en el Washington Post, “la demografía está orientada a la propiedad de vivienda”<sup>6</sup>.

La mayoría de la población mundial vive en ciudades pero, además, las nuevas generaciones buscan vivir en los principales centros urbanos, porque ahí están las oportunidades laborales, educativas y sociales. Esto presiona al alza los precios, especialmente para este segmento. La tipología de vivienda que buscan está sobredemandada, los precios suben y, como limitante extra, desde 2008 en adelante, la oferta de financiamiento cambió estructuralmente. Prueba de esto es que, por ejemplo, según la NAR (2023), en 2022 se registró el menor porcentaje de compras hechas por personas que compraban su primera vivienda, sólo el 26%.

Argentina, por su parte, le agrega a todo esto los problemas locales. Una población con la edad para comenzar a ser propietaria pero sin mecanismos de acceso, inflación en niveles excesivamente altos, nulo crédito hipotecario, mercado de alquileres distorsionado y poco atractivo y desequilibrios macroeconómicos y cambiarios. Es por esto que la situación es todavía peor, con un nivel de crédito hipotecario en mínimos históricos y una tasa de no emancipación considerablemente alta a nivel internacional.

---

<sup>6</sup> | [https://www.washingtonpost.com/business/rental-housing-is-suddenly-headed-toward-a-hard-landing/2023/01/09/2876cbe2-901a-11ed-90f8-53661ac5d9b9\\_story.html](https://www.washingtonpost.com/business/rental-housing-is-suddenly-headed-toward-a-hard-landing/2023/01/09/2876cbe2-901a-11ed-90f8-53661ac5d9b9_story.html)



El acceso a la vivienda en Argentina está, en 2023, en uno de los peores momentos de la historia; la compra, por todo lo dicho, es un sueño cada vez más lejano, pero ahora también empieza a ser un desafío el alquiler. Nunca en la historia (al menos no desde que hay registros), el crédito hipotecario representó tan poco en términos del PBI, y eso es síntoma de la poca previsibilidad con la que se vive. Esto se dio por un conjunto de factores, pero principalmente por la falta de visión del Gobierno Nacional en cuanto a cómo promover el buen funcionamiento del mercado de financiamiento, de alquileres y el acceso a la vivienda en general.

La solución, por difícil que sea, es estabilizar rápido la situación económica y política, bajar la inflación, equilibrar la situación fiscal y ampliar el mercado de capitales. Si se logra todo esto, podríamos empezar un sendero de crecimiento del financiamiento para la vivienda muy promisorio.

Prueba de esto, y para tener noción del futuro que podríamos tener, es que, entre 2016 y 2019, se otorgaron poco más de 200.000 créditos hipotecarios, entre los créditos indexados a UVA y el resto. Eso significó un aumento de la participación del crédito hipotecario en el PBI de 0,65 puntos. Si Argentina creciera hasta tener un mercado de crédito hipotecario como el de Chile, estaríamos hablando de más de 8 millones de créditos hipotecarios nuevos. En cambio, si buscáramos una referencia también buena pero más modesta, como el mercado colombiano, estaríamos hablando de casi 2 millones de créditos nuevos, con el consecuente impacto en todos los sectores que indirectamente se benefician de esto.

Ahora bien, estos países llegaron a esa situación gracias a años de fortalecer la estabilidad económica y de dotar al mercado de financiamiento de los instrumentos necesarios para que el acceso a la vivienda y el sueño de la casa propia sean una realidad. Ese es el camino que debería tomar la Argentina.





# BIBLIOGRAFÍA





## **PÁGINAS WEB CONSULTADAS**

Banco Hipotecario, “Más de 130 años, un banco, millones de historias”

<https://www.hipotecario.com.ar>

BCRA

<https://www.bcra.gob.ar/>

INDEC

<https://www.indec.gob.ar/>

Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

<https://www.argentina.gob.ar/trabajo>

Properati

<https://blog.properati.com.ar/>

## **BIBLIOGRAFÍA**

Aaronson, D. (2000). A note on the benefits of homeownership. *Journal of Urban Economics*, 47(3), 356-369.

Agencia Nacional de Vivienda. Informes de gestión del FGCH. Disponible en: <https://www.anv.gub.uy/fondo-de-garantia-de-creditos-hipotecarios/informe-de-gestion>

Asociación de Bancos de Argentina (2020). Hacia un mercado hipotecario sostenible. Nota técnica.



Asociación de Bancos e Instituciones Financieras (2019). Loan to Value Residencial (LTV): Estadísticas en Series de Tiempo.

Banco Central de la República Argentina (11 de noviembre de 2022). Resultados relevantes de encuestas de educación financiera realizadas a estudiantes de escuelas secundarias en 2020-22.

Banco Interamericano de Desarrollo (2004). Reforming Latin American Housing Markets: A Guide for Policy Analysis.

Bank of International Settlements (2013). Mortgage insurance: market structure, underwriting cycle and policy implications. Consultative paper released by the Joint Forum.

Banzas, A., & Fernández, L. (2007). El financiamiento a la vivienda en Argentina. Historia reciente, situación actual y desafíos (Documento de Trabajo N° 18). Buenos Aires: Cefid-Ar.

Barker, D., y Miller, E. (2009). Homeownership and child welfare. *Real Estate Economics*, 37(2), 279-303.

Belsky, E. R., Retsinas, N. P., y Duda, M. (2005). The financial returns to low-income homeownership (W05-0). Cambridge, MA: Harvard University. Joint Center for Housing Studies.

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.

Carrió, E. y Reyes, F. (2014). Vivienda solo para los amigos. Análisis sobre la sub-ejecución y la distribución discrecional de los Planes Federales de Vivienda. UNEN.

Choi, J., Zhu, J., Goodman, L., Ganesh, B., y Stochak, S. (2019). Millennial Homeownership: Why Is It So Low, and How can We





Increase It? The Urban Institute.

Cristini, M. and Moya, R. 2004. “Las instituciones del financiamiento de la vivienda en Argentina.” Inter-American Development Bank.

Cubeddu, M., Tovar Mora, M., y Tsounta, M. E. (2012). Latin America: Vulnerabilities Under Construction?. International Monetary Fund.

Dabusti, F.(2017). Préstamos con UVA: el alargamiento de plazos se hace más importante. Publicado en el blog Ideas de Peso, del BCRA. 7 de abril de 2017. Recuperado a partir de <https://ideasdepeso.com/2017/04/07/prestamos-con-uvas-el-alargamiento-de-plazos-se-hace-mas-importante/>

Duca y Murphy (28 de diciembre de 2021). Why House Prices Surged as the COVID-19 Pandemic Took Hold. Reserva Federal de Dallas. Disponible online en <https://www.dallasfed.org/research/economics/2021/1228>

Fernández, V. y Mansilla, C.(2009). Informe final de evaluación Programa de Subsidio Leasing Habitacional. MINVU.

Fuster, A., Hizmo, A., Lambie-Hanson, L., Vickery, J., y Willen, P. S. (2021). How resilient is mortgage credit supply? Evidence from the COVID-19 pandemic (No. w28843). National Bureau of Economic Research.

Galster, G., Marcotte, D. E., Mandell, M., Wolman, H., y Augustine, N. (2007). The influence of neighborhood poverty during childhood on fertility, education, and earnings outcomes. *Housing Studies*, 22(5), 723-751.

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*,



(3), 74–94. Recuperado a partir de <https://revistas.unc.edu.ar/index.php/refa/article/view/34067>

Gómez, J. (2015). Un país por construir. Las políticas del Banco Hipotecario Nacional durante el primer peronismo, 1946-1955. Ponencia presentada en el XI Congreso Brasileiro de História Econômica, 14-16 de septiembre de 2015, Victoria, Brasil.

Gómez, J., & 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. Recuperado a partir de <https://ojs.econ.uba.ar/index.php/CEED/article/view/1452>

Gonzales Arrieta, G. M. (2005). Mortgage loans and access to housing for low-income households in Latin America. Cepal Review.

González Rouco, F. (2017). Vivienda: el relato. Plan ProCreAr, antes y después. Fundación Libertad y Progreso.

González Rouco, F. (2021). Dueños o Inquilinos. Unión Editorial.

Goodman, L., Choi, J. y Zhu, J. (2023). The “real” homeownership gap between today’s young adults and past generations is much larger than you think. The Urban Institute.

Green, R. K., Painter, G., y White, M. J. (2012). Measuring the benefits of homeownership: Effects on children redux. Research Institute for Housing America Research Paper, (12-01).

Green, R. K., & White, M. J. (1997). Measuring the benefits of homeownership: Effects on children. Journal of urban economics, 41(3), 441-461.

Haurin, D. R., Parcel, T. L., y Haurin, R. J. (2002). Does homeownership affect child outcomes?. Real Estate Economics,



30(4), 635-666.

Herbert, C., McCue, D. y Sánchez Moyano, R. (2013). Is Homeownership Still an Effective Means of Building Wealth for Low- Income and Minority Households? (Was It Ever?). Joint Center for Housing Studies working paper. Cambridge, Mass.: Harvard University.

Instituto de Vivienda de la Ciudad (2022). Estudio sobre la situación de los inquilinos en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Lee, H., Myers, D., Painter, G., Thunell, J., & Zissimopoulos, J. (2020). The role of parental financial assistance in the transition to homeownership by young adults. *Journal of Housing Economics*, 47, 101597.

McKee, K., Moore, T. y Crawford, J. (2015). Understanding the housing aspirations of people in scotland. Project Report (Edinburgh: Scottish Government).

McKee, K. y Soaita, A. (2018). The ‘frustrated’ housing aspirations of generation rent. Glasgow: University of Glasgow & CaCHE.

Mellado, V. (2017). Ley 19.281: Leasing habitacional. Revisión a 24 años de vigencia. Biblioteca del Congreso Nacional de Chile.

Morandé, F., y García, C. (2004). Financiamiento de la vivienda en Chile (No. 4357). Inter-American Development Bank, Research Department.

NAR, 2023. Home Buyers and Sellers Generational Trends. Disponible en: <https://www.nar.realtor/research-and-statistics/research-reports/home-buyer-and-seller-generational-trends>

OCDE (2020). Housing amid Covid-19: Policy responses and challenges. OECD Publishing.



Página 12 (2012). Más aire para deudores hipotecarios. Publicado el 15-2-2012, visitado el 24-2-2023 en <https://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-187597-2012-02-15.html>

Park, G. R., y Seo, B. K. (2020). Revisiting the relationship among housing tenure, affordability and mental health: Do dwelling conditions matter?. *Health & Social Care in the Community*, 28(6), 2225-2232.

Podjarny, E., y Kiguel, M. A. (2007). Impacto de factores macro y microeconómicos en el desarrollo del mercado de hipotecas: Reflexiones basadas en Argentina, Chile y Uruguay. Inter-American Development Bank.

Preece, J., Crawford, J., McKee, K., Flint, J., y Robinson, D. (2020). Understanding changing housing aspirations: A review of the evidence. *Housing Studies*, 35(1), 87-106.

Quinto Andar y Datafolha (2022). Censo de moradia. Disponible en: <https://censodemoradia.quintoandar.com.br/perfil-sociodemografico/>

Rojas López, M. D., Bran Rueda, N. Y., y Rincón López, C. (2013). Modelos de financiación de vivienda. Casos: México, Chile y Colombia. *Revista Ingenierías Universidad de Medellín*, 12(22), 97-108.

Scanlon, K., Blanc, F., Edge, A., & Whitehead, C. (2019). The bank of mum and dad: how it really works. LSE Report. London School of Economics.

Sen, C. (2023). Rental housing is suddenly headed toward a hard landing. Publicado el 11 de enero de 2023. Disponible en [https://www.washingtonpost.com/business/rental-housing-is-suddenly-headed-toward-a-hard-landing/2023/01/09/2876cbe2-901a-11ed-90f8-53661ac5d9b9\\_story.html](https://www.washingtonpost.com/business/rental-housing-is-suddenly-headed-toward-a-hard-landing/2023/01/09/2876cbe2-901a-11ed-90f8-53661ac5d9b9_story.html)



Simian, J. M. (2010). Logros y desafíos de la política habitacional en Chile. *Estudios públicos*, (117).

Shiller, R.J., (1998). Indexed units of account: theory and assessment of historical experience. NBER Working Paper 6356 (enero).

Wainer, A., y Zabel, J. (2020). Homeownership and wealth accumulation for low-income households. *Journal of Housing Economics*, 47, 101624.











EL SUEÑO DE LA CASA PROPIA

## **EL SUEÑO DE LA CASA PROPIA**

### **PASADO, PRESENTE Y FUTURO DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN ARGENTINA.**

Para mucha gente, la casa propia es uno de los principales sueños y esto fue así por muchas décadas, tanto en Argentina como a nivel global. Pero, ¿sigue siendo así? ¿los millennials y centennials siguen pensando en ser propietarios? ¿hay cambio de hábito o hay resignación, especialmente en Argentina?

Este libro está completamente dirigido al crédito hipotecario, el instrumento más masivo para facilitar la compra de viviendas. Sin crédito hipotecario, las opciones para ser propietario se acotan y, para muchos, desaparecen. Esta es la motivación principal del libro: tratar de entender cómo hacer para que haya más y mejores opciones de acceso a la vivienda en propiedad.

El libro comienza con un repaso de la historia del (poco) crédito hipotecario en Argentina, para luego empezar a profundizar en cuáles son las herramientas que complementan al crédito tradicional y que, a nivel internacional, ya funciona. Después, se propone salir a ver qué hacen en América Latina, qué hacen los que sí tienen crédito. Pero aun los que hacen bien las cosas sufren, cada tanto, crisis que ponen todo en duda. En los últimos 20 años, hubo dos crisis globales que compiten en los rankings históricos y que definieron cómo los más jóvenes ven el acceso a la vivienda. El último capítulo intenta responder qué es el aspiracional de la casa propia y si sigue vivo. Porque la sociedad está cambiando y, cuanto antes seamos conscientes de esos cambios, mejor va a poder ser la respuesta.

#### **Federico González Rouco**

*Autor. Investigador a cargo de esta investigación.*

El crédito hipotecario es la solución que la humanidad se ha dado para urbanizar fuerza laboral y talento en los últimos 200 años. Condición de posibilidad es una moneda estable, conquista de casi todos los países del planeta. En Argentina, si no bajamos la inflación, nuestra moneda jamás merecerá ser reserva de valor, el ahorro a largo plazo será exiguo, seguiremos en el fondo de la tabla en materia de crédito hipotecario y en el podio del déficit habitacional.

#### **Pablo Roviralta**

*Presidente de la Fundación Tejido Urbano.*