

Titularización de crédito hipotecario y financierización fallida de la economía argentina 2016-18: el caso del crédito UVA

Nicolás Hernán Zeolla¹

Manuel Gómez Lira²

Ivana Socoloff³

Resumen

La titularización es una de las innovaciones financieras de mayor impacto en las últimas tres décadas. En la experiencia reciente de este tipo de aplicaciones se destaca la Argentina donde, en el marco de un plan económico de desregulación cambiaria y financiera, se intentó revitalizar la actividad económica mediante el impulso a la actividad inmobiliaria a partir de la implementación y securitización de créditos hipotecarios indexados por una Unidad de Valor Adquisitivo (UVA). Las UVA hipotecarias dominaron el mercado de crédito hipotecario e indexado argentino: entre mayo de 2016 y septiembre de 2018 el 73% de créditos UVA fueron hipotecarios, el 22% personales y el 5% prendarios. En solo 18 meses se otorgaron un total de 97.450 créditos hipotecarios, representando un crecimiento del 33% del stock total de créditos. Y si bien el instrumento era el correcto para expandir el crédito en un contexto inflacionario, en combinación con una crisis cambiaria, recesión y pérdida del poder adquisitivo del salario, las consecuencias fueron sumamente adversas. La crisis de 2018/19 frenó la expansión crediticia, inmobiliaria, frustró su titularización y las deudas de hipotecarias UVA debieron ser reestructuradas.

Palabras Claves: Crisis financiera, Argentina, Titularización, Hipotecas, UVA

Clasificación JEL: E32, E44, G11, N26

¹ Economista, Fundación de Investigaciones para el Desarrollo (FIDE) y Centro de Estudios Económicos del Desarrollo/UNSAM, Argentina. Dirección: Reconquista 962, Piso 2, CABA (C1035AAP), Teléfono:2033-1456. Correo electrónico: nicolaszeolla@gmail.com.

² Doctor en Economía, Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), Ciudad Universitaria s/n, Coyoacán, Ciudad de México. Correo electrónico: manuel.gomez.lira@gmail.com.

³ Doctora en Ciencias Sociales, investigadora del Instituto de América Latina y el Caribe (IEALC, UBA) y CONICET, Argentina. Correo electrónico: ivisoc@gmail.com.

Securitization of mortgage credit and the Argentina frustrated financializacion 2016-18: the UVA credit studycase

Abstract

Securitization is one of the largest financial innovations in the last three decades. This tool has meant a radical change in the way that finance is done by allowing to increase borrowable resources without capital advances, only with pure debt to operate. Mortgage credits are the best example of this. One of the most outstanding recent experience of this is Argentina were, in the context of an economic plan of currency and financial deregulation, the government tried to bust the languid economic activity by the implementation of inflation indexed mortgage loans (UVA, for it's Spanish meaning). The UVA mortgage credit dominate all type of inflation indexed credit: between may of 2016 and September of 2018 the 73% of the UVA credit were mortgage, 22% were personal and 5% auto loans. Since its creation and up to September of 2018 97.450 mortgage loans were granted, representing a 77% of total mortgage credit of the period. The expansion of this type of debt and its securitization was not possible by the crash of the currency crisis of 2018/19.

Palabras Claves: Titularización, Bancos sombra, Inestabilidad Financiera, UVA

Clasificación JEL: E32, E44, F34, G11, G24, N26

1. Introducción

Durante las últimas décadas la economía global ha registrado un crecimiento extraordinario de la actividad financiera, penetrando los más diversos ámbitos de la vida cotidiana y la producción, en lo que muchos autores identifican como régimen de financierización (Boyer, 2000; Epstein, 2005). Y si bien el concepto mismo de financierización es un tema de debate, la nueva hegemonía financiera ha implicado una serie de cambios no solo de magnitud en el tamaño de los activos o rentas financieras, sino cualitativas en detrimento del empleo industrial, la mejora en los ingresos, un capitalismo rentista y más propenso a las crisis (Minsky, 1988; Krippner, 2005).

En el caso de los países periféricos, las consecuencias de este proceso son múltiples. Y si bien los canales de transmisión más relevantes están relacionados con la dinámica de los flujos de capitales y la economía global; la dimensión nacional de la financierización como la financierización corporativa, de la vivienda y de recursos naturales, entre otros, son dimensiones que han captado de académicos y policy makers durante la última década (Bonizzi, 2013; Bortz y Kalternbrunner, 2018; Bonizzi, Kalternbrunner y Powell, 2019; Aalberts, 2017; Abeles, Caldentey y Valdecantos, 2018; Villavicencio y Miereless, 2019;)

A partir de 2016 la economía argentina ha transitado una serie de políticas tendientes a incrementar la financierización. El nuevo gobierno tenía entre sus objetivos la expansión de crédito y la construcción de un mercado de titularización, especialmente el hipotecario, con el fin de apuntalar la debilitada actividad económica y dar una respuesta al problema social de la vivienda.

Sin embargo, ello no fue posible. Tras 24 meses del lanzamiento, estalló una grave crisis cambiaria que implicó la suspensión de los proyectos de titularización y brusco freno al crédito hipotecario. Sin embargo, las consecuencias de estas transformaciones aún perduran: los créditos hipotecarios debieron ser reestructurados y el mercado continúa paralizado.

El presente artículo tiene por objetivo realizar un estudio del caso de expansión e intento de titularización de crédito hipotecario de capital indexado por Unidades de Valor Adquisitivo

(UVA) en la Argentina, en el contexto de la adopción de un régimen de financierización frustrado por la crisis cambiaria de 2018-19.

La relevancia de un estudio de este tipo reside en varias dimensiones. En primer lugar, y según nuestro conocimiento, no existen trabajos que estudien de manera crítica la dimensión financiera de la experiencia del crédito hipotecario UVA en la Argentina. En segundo lugar, resulta relevante la realización de estudio crítico de un caso fallido de titularización para atender el problema del acceso a la vivienda. En tercer lugar, la posibilidad de ejemplificar los límites de un modelo de crecimiento basado en las finanzas en un país periférico.

Con este fin, este artículo se dividirá en tres secciones además de esta introducción. En primer lugar, presentaremos la titularización en el mundo de hegemonía de las finanzas. En segundo lugar, trataremos el caso de la expansión y crisis del crédito hipotecario UVA. Allí buscaremos caracterizar los rasgos financierizados de la “nueva economía argentina 2016-18” y la implementación, desarrollo y crisis del sistema de créditos UVA. Sobre el final, presentaremos algunas conclusiones.

2. El capitalismo de la diversificación y la innovación financiera: el rol de la titularización

Uno de los rasgos distintivos de la fase actual del capitalismo es la magnitud e importancia de los mercados financieros en la organización de la vida cotidiana.

Lo que se conoce como finanzas estructuradas permite la transformación de un activo financiero en un nuevo instrumento que pueda ser negociado específicamente en el mercado de deuda. Permite aumentar los recursos financieros disponibles sin necesidad de depósitos previos o inmovilización de grandes volúmenes de capital. Pero, para que un activo financiero pueda ser titularizado, tiene que estar dentro de la hoja de balance de una institución financiera y además, dicho activo debe de otorgar un flujo de caja predecible y tener una garantía de respaldo (Blancas y Gómez, 2017).

Por ello, los créditos hipotecarios son el instrumento ideal. Un banco usa sus créditos hipotecarios otorgados como subyacente para la emisión de un nuevo instrumento, un bono

conocido como Valor Respaldo por Activos (*Asset Backed Securities*) donde las obligaciones de pago de este instrumento coinciden con los flujos provenientes de los créditos.

La titularización es un proceso de conversión de derechos de cobro (por ejemplo un crédito) en un nuevo instrumento negociable, lo que permite que activos con muy poca liquidez y que no son negociables, se trasformen en instrumentos altamente negociables y con un alto grado de liquidez, logrando los siguientes beneficios: a) obtención de fondos y diversificación de las fuentes de financiamiento; b) elevación del rendimiento obtenido por el capital invertido (González, 2001).

Sin embargo, estas innovaciones financieras tienen consecuencias sobre la dinámica de la actividad real y productiva. Siguiendo el enfoque de la *Inestabilidad Financiera de Minsky* (1992) se señala que la economía tiene regímenes financieros bajo los cuales es estable y regímenes financieros bajo los cuales es inestable. En los regímenes financieros estables predomina la preferencia por las posiciones cubiertas y líquidas dentro de un portafolio de inversión, en tanto que en los regímenes financieros inestables predomina la especulación y la deuda. En el régimen inestable de la economía, entre más escala una dinámica de endeudamiento, mas predominio tendrán posiciones financieras sustentadas en el apalancamiento, llegando incluso a observarse posiciones financieras tipo Ponzi⁴. Cuando la fragilidad financiera ya está presente, un shock externo, por ejemplo, un alza en las tasas de interés o variaciones abruptas del tipo de cambio, o incluso el propio proceso financiero endógeno insostenible, hace que las unidades insolventes vayan a la quiebra.

En una economía periférica, abierta y financieramente integrada los flujos financieros son un factor amplificador de estas fragilidades inherentes al sistema (Melo, 2012). La llamada “dominancia del balance de pagos” implica una posición subordinada en la jerarquía internacional de medios de pago, que se refleja en límites productivos y financieros concretos (la importación de bienes productivos básicos, bienes de consumo o tecnología que no esta

⁴ El mayor grado de especulación financiera parecido al esquema financiero piramidal tradicional.

disponible localmente, el pago de deuda externa, la remisión de utilidades de la inversión o la fuga de capitales) (Ocampo, 2011; Bell, 2001; Chena 2008).

3. Expansión financiera y crisis: el caso de las UVA

3.1. La nueva economía argentina 2016-18

Luego del cambio de gobierno ocurrido en diciembre de 2015, en Argentina registró un conjunto de transformaciones institucionales que afectaron el funcionamiento de la economía. Sin embargo, lo que pretendía ser el “nuevo modelo económico argentino”, a poco de andar, se vio interrumpido por graves inconsistencias macroeconómicas que condujeron a una grave crisis económica, solo comparable con las crisis más graves de la historia argentina y latinoamericana reciente.

Al igual que el resto de la región y en coincidencia con el fin del super-ciclo de commodities, luego del 2012 la economía argentina experimentó un crecimiento mucho menor que el de la década anterior. Mientras que entre 2003 y 2011 la tasa de crecimiento promedio fue del 6,1%, entre 2012 y 2015 la tasa de crecimiento promedio fue del 0,4%. Asimismo, como característica específica, la Argentina tuvo una elevada inflación (entre el 15 y 25% anual) y una cuenta de capital altamente regulada, producto de la persistente salida de capitales (Rua y Zeolla, 2018).

Por el lado de la inflación, el país transitó varios años de elevado crecimiento, recuperación del poder adquisitivo del salario y baja inflación. Sin embargo, a partir de 2007 y debido al shock de precios internacionales durante la crisis financiera global, la inflación se aceleró por encima de los dos dígitos. A partir de allí, y exceptuando la devaluación de 2014, la dinámica de precios se mantuvo estable, aunque en un régimen de inflación caracterizado por la elevada inercialidad (Isoardi y Gil-Alana, 2019).

Por el lado de los controles cambiarios, desde el año 2011 el país venía implementando estrictas regulaciones a la compra de divisas para moderar la persistente fuga de capitales, cosa que no logró frenar totalmente. Según estadísticas del Banco Central de la República Argentina, previo a 2011 la compra de dólares de residentes alcanzó un flujo anual

acumulado de 21.000 millones de dólares, el equivalente a un 40% del stock de reservas del Banco Central Argentino y un 30% de las exportaciones anuales (BCRA, 2019).

Debido a las sucesivas crisis externas, bancarias, hiperinflación y 10 años de convertibilidad casi dolarizadora, la economía argentina funciona con marcado bi-monetarismo que esto imprime una característica muy relevante sobre el sector inmobiliario. Los inmuebles están denominados en dólares y las transacciones se realizan en divisa en billetes⁵.

En el año 2015, y con la imposibilidad de que la presidenta Cristina Kirchner postulase para un nuevo periodo, el oficialismo pierde en ballottage frente a Mauricio Macri, generándose un cambio en el signo político y orientación económica al frente del gobierno. Desde su propio enfoque, las autoridades electas concebían al “estancamiento argentino” como el resultado de una excesiva intervención estatal muy adversa a la generación de un clima de negocios, reflejada en una elevada regulación comercial, financiera y cambiaria

El nuevo gobierno tenía por objetivo modificar el régimen de crecimiento de la economía argentina desde uno de protección del mercado interno e impulsado por la demanda a otro de recomposición de la tasa de ganancia mediante la desregulación de la actividad financiera y el endeudamiento (Pierbatisti, 2018). Para ello se gestaron una serie de cambios regulatorios y de modelo económico en lo que podríamos denominar un régimen de financierización. Entre ellos se destacan cuatro fundamentales: el libre acceso a la compra de divisas por parte de residentes y no residentes, el fin del diferendo con los llamados “fondos buitres” que impedía la colocación de deuda en los mercados de capital internacional, el lanzamiento de las llamadas LEBAC en mercados del exterior y la implementación de metas de inflación para contener precios y moderar la fuga de capitales (Feldman y Formento, 2019)^{6,7}.

Esta nueva configuración institucional permitió el comienzo de un circuito de valorización financiera doméstica para los capitales internacionales para la compra de LEBAC, vinculado

⁵ En especial en la Región Metropolitana de Buenos Aires. Para un detalle de esto puede consultarse Gaggero y Nemiña (2013)

⁶ Al respecto puede verse Nemiña (2012)

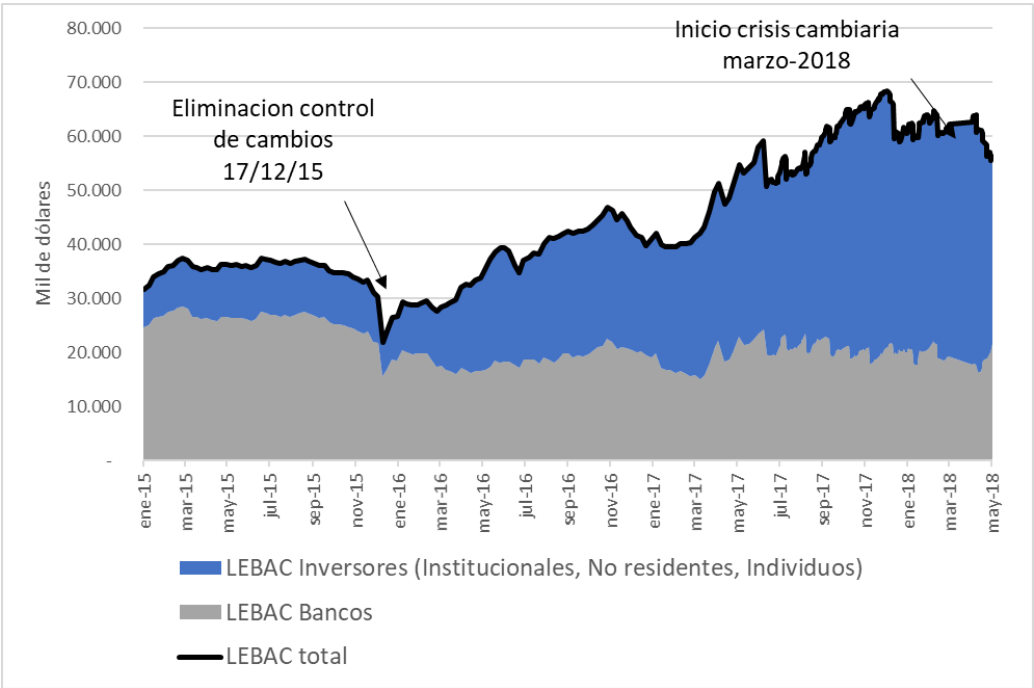
⁷ Las LEBAC eran un título que estaba reservado exclusivamente para el manejo de la liquidez interbancaria. Tras el cambio de gobierno, la comunicación BCRA A 5865 permitió a inversores del exterior suscribir estos títulos para operaciones de carry trade.

a la operatoria de *carry trade*, muy distinto a lo que venía ocurriendo en la etapa anterior. Tal transformación dio lugar a ciclo de ingreso capitales, similar al que venía registrando la región durante toda la década de los 2010s, pero en un plazo muy acotado y sin ningún tipo de reparo en medidas macroprudenciales (Zeolla y Lampa, 2019).

Tal ingreso de capitales implicó un boom el pasivo de LEBAC que terminaron incrementando la vulnerabilidad financiera externa y generando una burbuja que fue el puntapié para la crisis cambiaria de 2018.

Como se observa a continuación en la figura 1, entre diciembre de 2015 y marzo de 2018 el stock de LEBAC creció en 40.700 millones de dólares (el equivalente al 80% de las reservas del BCRA en marzo de 2018), es decir un 186%⁸. Una porción mayoritaria de este crecimiento se produjo por fondos provenían del exterior. Enero de 2016 y marzo de 2018, ingresaron a la economía argentina un total de 12.280 millones de dólares de inversiones de portafolio.

Figura 1: Evolución del stock de LEBAC según tipo de tenedor. En millones de dólares.



⁸ Ténganse en cuenta que las LEBAC eran un tipo de activo que cotizaba en moneda local. Sin embargo, nosotros elegimos medirlo en “dólares” para que se observe con mayor claridad el extraordinario aumento en volumen de este tipo de inversión.

Fuente: elaboración propia en base a Banco Central de la República Argentina

En marzo de 2018, un leve cambio en las condiciones internacionales hizo que el flujo de capitales ingresantes se interrumpa y la rueda de valorización financiera en LEBAC explotó, desatando ventas masivas de inversores institucionales y contagiando nerviosismo dolarizador los ahorristas locales (muy tendientes a esa práctica). El aumento de la demanda de dólares terminó drenando las reservas del BCRA, y frente al sudden stop de endeudamiento destado por la crisis, el gobierno se vio forzado a un acuerdo Stand-By con el FMI para no caer en cesación de pagos. La tranquilidad cambiaria nunca se logró totalmente y la actividad económica fue constantemente en caída. Tras la derrota electoral y 18 meses después de comenzada la crisis, las autoridades debieron reimplantación de controles cambiarios para estabilizar la situación.

3.2. *¿Qué son y cómo funcionan las Unidades de Valor Adquisitivo (UVA)?*

Dentro de este esquema de cambio institucional en la regulación, el nuevo gobierno tuvo como prioridad expandir el crédito mediante la implementación de préstamos en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA), una unidad financiera para calcular el subyacente del crédito mediante la indexación de capital. Esta era una demandas de los principales agentes del sector inmobiliario y recomendaciones de organismos internacionales para impulsar el crédito con garantía hipotecaria. (Socoloff, 2019; Socoloff y Ruffino, 2020)

En cuanto a la operatoria de indexación, esta es bastante simple. En lugar de otorgarse el crédito denominado en pesos argentinos, este se otorga denominado en UVA. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) publica diariamente el valor de la UVA, cuyo ajuste viene dado por la evolución del índice de precios al consumidor⁹.

Como instrumento financiero las UVA argentina estuvieron inspiradas en las Unidades de Fomento (UF) Chilenas. La indexación permite aumentar la relación cuota ingreso y

⁹ Para ver el componente del índice UVA puede consultarse la página del Banco Central de la República Argentina: <http://www.bcra.gov.ar/BCRAyVos/Preg-Frec-C%C3%B3mo-funciona-los-pr%C3%A9stamos-hipotecarios-UVAs.asp>

aumentar el crédito. Sin embargo, tiene una distribución asimétrica del riesgo inflacionario. El acreedor no pierde valor real de su activo. En cambio, el deudor tiene un pasivo inalterado en términos reales. Debido a ello, recae afrontan mayoritariamente el riesgo de la aceleración inflacionaria y caída del salario real, como sucede en la mayoría de las crisis cambiarias. Igualmente, vale la pena destacar que no es el instrumento sino la asimetría en el impacto de una crisis lo que podría resultar problemático.

Antes de continuar, debemos mencionar tres características específicas sobre la estructura del mercado de crédito hipotecario argentino. En primer lugar, Argentina es un país en donde el sistema bancario tiene poca profundidad en relación a países del mismo ingreso per cápita con un crédito mayoritariamente orientado al consumo. Según información de CEPAL sobre el crédito bancario como porcentaje del PBI, mientras que en toda América Latina y el Caribe ésta relación es del 64,6%, con Brasil y Chile en 93% y 103% respectivamente, el crédito/PBI para Argentina es del 29,7%¹⁰.

En segundo lugar, el precio de las viviendas en la Argentina está nominado en dólares. Con ello las familias buscan que se resguarde el valor frente a una devaluación. Además, el dólar funciona como medio de cambio. Es decir, el metro cuadrado cotiza en dólares y la compra-venta se realiza en dólares y en efectivo.

En tercer lugar, la experiencia de titularización hipotecaria en Argentina es limitada. A pesar de haber sido pionera en la región con la sanción de la ley 24.441 que daba entidad legal al Fideicomiso Financiero en el año 1994, la primera titularización la primera titularización no se realizó hasta 1996, con la colocación de 4.000 hipotecas por el Banco Hipotecario. Desde allí y hasta 2001, se organizaron otras titularizaciones en moneda extranjera lideradas por el privatizado Banco Hipotecario Sociedad Anónima.

En este marco, el lanzamiento de las UVA pretendía atender un problema legítimo en la economía argentina como era la parálisis del mercado inmobiliario y el lanzamiento de una unidad indexada para atender la elevada dolarización del mercado. Tal cosa era deseable desde el punto de vista técnico y político. Sin embargo, lejos de atender el patrón de dolarización del mercado inmobiliario, la desregulación cambiaria que se produjo en paralelo

¹⁰ Sobre el efecto de la crisis de 2001 en la situación del crédito hipotecario en Argentina, Agarwal, Chomsisengphet y Hassler (2005) y Allami (2013).

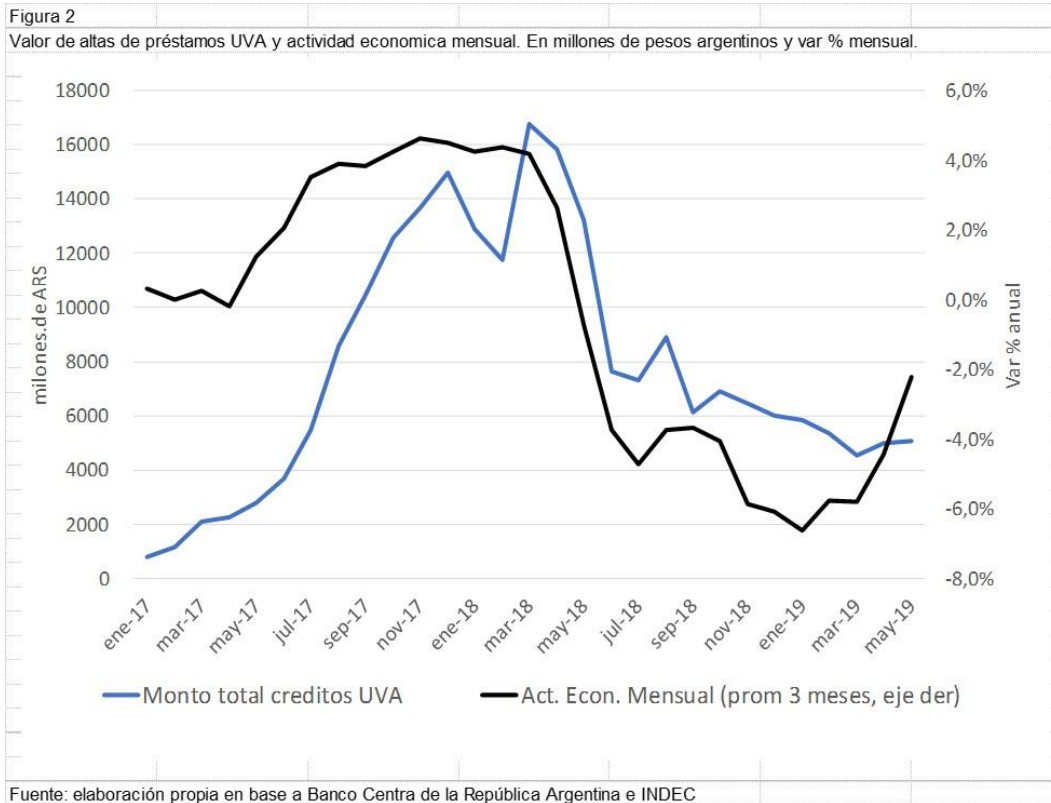
de la expansión crediticia y lo fomentó. Además, una política de promoción del financiamiento responsable hubiese implicado la moderación en la inflación y la recuperación del salario a la par que se expandiese el grado de endeudamiento privado y no a la inversa.

3.3. 2016 a 2018: la expansión del crédito UVA

En un contexto de fuerte deterioro del ingreso real de la población, el crédito UVA cumplió un rol central para reactivar la economía. Como se observa en el gráfico 2, en los 14 meses muy que van de marzo de 2017 a abril de 2018 se observó una dinámica expansiva de los créditos UVA en paralelo con la actividad económica general¹¹.

Figura 2: Altas de préstamos UVA al sector privado y actividad económica. Enero 2017 a Junio 2019. En millones de pesos argentinos y variación porcentual anual.

¹¹ Esto no implica desconocer el carácter endógeno de la generación de créditos cuando la economía crece. Sin embargo, en el caso de los UVA en particular, creemos que se trata de un de cambio de régimen que explica vis-a-vis la expansión de la actividad económica con un conjunto de facilidades inéditas en el financiamiento del crédito hipotecario y su consecuente impacto en la construcción.



Fuente: elaboración propia en base a Banco Central de la República Argentina e INDEC

El crédito UVA no solo circunscribió a inmuebles. El crédito se popularizó y abarcó adelantos comerciales, créditos personales, créditos para la compra de autos y hasta tarjetas de crédito. Sin embargo, el eje central fueron los créditos hipotecarios. Del total de los créditos otorgados entre mayo de 2016 y mayo de 2019, un 73% correspondió a créditos hipotecarios, un 22% correspondió a créditos personales y un 5% correspondió a créditos prendarios para la compra de autos, motos y otros bienes.

El boom de crédito hipotecario se explica en gran medida por las reformas normativas, en especial en lo que hace a las condiciones financieras y el umbral mínimo de ingreso para su calificación¹². En particular, la cuota inicial del crédito de capital indexado resultó mucho menor que la del capital fijo, y por lo tanto, las condiciones crediticias para endeudarse fueron más laxas.

¹² Véase por ejemplo: Comunicaciones BCRA “A” 6171, 6204, 6221, 6239 y 6250 y Decreto 146/2017.

Como se observa en el cuadro 1 a continuación, y según información del gobierno de la ciudad de Buenos Aires, en diciembre de 2017 el pago inicial requerido para la compra de un departamento de dos ambientes a en 20 años con un crédito tradicional era de 74.200 pesos argentinos, en tanto que para un crédito UVA era de 44.100 pesos argentinos. Para un departamento de 3 ambientes, el piso mínimo de ingresos para acceder a un crédito a 20 años era de 118.290 pesos argentinos, en tanto que el piso inicial para un crédito UVA era de 69.884 pesos argentinos. Es decir, el piso inicial de ingresos para un crédito UVA era hasta un 40% menor respecto a un crédito hipotecario tradicional.

Cuadro 1: relación cuota ingreso créditos hipotecarios tradicionales y UVA. Periodo diciembre de 2017.

	2 ambientes		3 ambientes	
Valor inmueble		\$ 2.008.381 USD 106.976		\$ 3.182.184 USD 169.531
perstamo (75% valor inmueble) relacion cota-ingreso	30%	\$ 1.506.286 25%	30%	\$ 2.386.638 25%
	tradicional	UVA	tradicional	UVA
cuota teorica				
15 años	\$ 23.460	\$ 12.929	\$ 37.178	\$ 20.489
20 años	\$ 22.393	\$ 11.025	\$ 35.487	\$ 17.471
ingreso minimo para acceder				
15 años	\$ 78.200	\$ 51.716	\$ 123.927	\$ 81.956
20 años	\$ 74.643	\$ 44.100	\$ 118.290	\$ 69.884

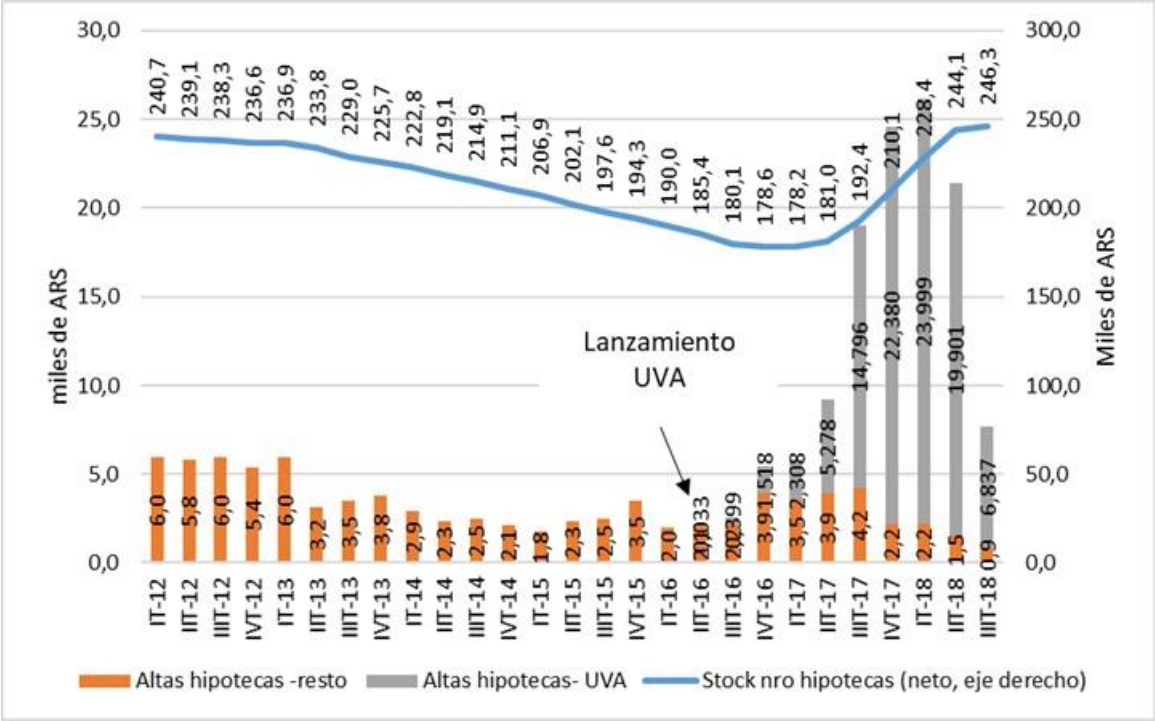
Fuente: Dirección General de Estadística y Censos (Ministerio de Economía y Finanzas GCBA), sobre la base de datos de DGEyC (EAH), INDEC (Índice de salarios), BCRA y Argenprop

Nota: canasta básica total que determina línea de pobreza en Ciudad de Buenos Aires para diciembre 2017 (familia tipo 4 integrantes) era de \$ 16.847

En la figura 3 a continuación se presenta información del stock y altas de crédito hipotecario según entre 2012 y 2019. Allí se ve como la implementación de las UVA implicó una fuerte transformación del mercado. En particular, en el subperiodo de 12 meses que van desde mayo de 2017 y junio de 2018. De acuerdo con el Reporte de Estabilidad Financiera del BCRA, para el periodo 2016 a 2018, 124.000 mil personas obtuvieron un crédito hipotecario, de las

cuales el 97.449 (el 77%) correspondieron a créditos en la modalidad UVA y 26.656 (el 23%) en la modalidad de crédito tradicional. Se otorgaron un promedio de 6.756 créditos hipotecarios UVA por mes, 7 veces más operaciones que el promedio de créditos hipotecarios otorgados por entidades financieras desde hacía casi una década.

Figura 3: Stock y altas de crédito hipotecario a las personas humanas. En miles de personas.



Fuente: elaboración propia en base a Reporte de Estabilidad Financiera de BCRA (2018)¹³

3.4. La crisis de 2018 y la titularización que no fue

¹³ Estos datos no incluyen los créditos hipotecarios otorgados por el Fondo Fiduciario Público “Programa Crédito Argentino del Bicentenario para la Vivienda Única Familiar”. Para más detalle sobre este programa, ver Socoloff y Rufino (2020).

Este circuito de expansión económica con un fuerte componente de crédito hipotecario UVA se vio interrumpido el inicio de la crisis cambiaria en marzo de 2018 luego del estallido de la burbuja de las LEBAC.

En el medio de este turbulento proceso, se intentó avanzar en la titularización de hipotecas UVA un objetivo buscado desde el comienzo, cosa no se logró. La crisis cambiaria se combinó con la demora en llevar adelante las reformas normativas necesarias para permitir la titularización en moneda indexada, que ocurrió recién en mayo de 2018 con la sanción de la Ley de Financiamiento Productivo 27.440. Hasta entonces, sólo era posible para el Banco Hipotecario gracias al Decreto de Necesidad y Urgencia 146 de marzo de 2017.

La única operación de titularización que logró realizarse fue el 23 de abril de 2018 cuando el Banco Hipotecario emitió valores negociables de un fideicomiso con subyacente de UVA por un monto total de \$ 440 millones. Mismo que estuvo estructurado en tres tramos, con tasa de 4,75% para el primer tramo y 5,5% para el segundo tramo¹⁴.

El freno que implicó la crisis sobre la operatoria del mercado fue absoluto. Según las estadísticas del BCRA, en septiembre de 2018 se escrituraron solo 382 viviendas en la Ciudad de Buenos Aires. Es decir, el equivalente a un 20% de la cantidad de viviendas de la cantidad de escrituras con crédito hipotecario que se realizaban en el año 2017. Medido en términos históricos, este nivel de escrituras es equivalente a el promedio del periodo de “estancamiento” durante la etapa 2011 a 2015, el periodo “pre-UVA”.

Sin embargo, la escalada inflacionaria llevó a que entre 2019 y 2020 se adoptaran una serie de medidas para paliar los efectos de los aumentos de las cuotas mensuales frente a la caída del salario real. Y si bien la morosidad de créditos UVA fue relativamente baja en relación a los créditos hipotecarios tradicionales, el crecimiento de las cuotas se había convertido en un problema político. Es decir, los créditos UVA debieron ser reestructurados.

Entre septiembre y diciembre de 2019 se estableció el congelamiento de la cuota tomando como base el mes de agosto de 2019. Para financiar dicha medida, el Estado asumió todos

¹⁴ “La titularización de los créditos con UVA es el producto que falta”
<https://www.cronista.com/finanzasmercados/La-securitizacion-de-los-creditos-con-UVA-es-el-producto-que-falta-20170609-0047.html>

los costos a través del Fideicomiso Procrear, obligándolo a solventar gastos no verdaderamente contemplados en su objetivo. El Fondo, por medio del Acta 189, creó el “Fondo de Cobertura UVA-CVS”, para hacer frente a la divergencia entre el índice UVA y el índice de salarios (CVS) cuando la inflación acumulada superase en diez puntos porcentuales a la evolución del CVS.

En continuidad con el gobierno saliente, el ejecutivo entrante prolongó la medida de congelamiento hasta febrero de 2020, cuando finalmente se estableció un mecanismo de convergencia de las cuotas correspondientes a los préstamos hipotecarios UVA alcanzados por lo dispuesto en la “Resolución 01/19 del Ministerio de Desarrollo Territorial y Hábitat”. De acuerdo a informaciones del BCRA, dicha convergencia implicaría “un esfuerzo compartido entre las entidades financieras y los deudores”, a la vez que evitaría el salto del 26% en la cuota previsto para febrero, a la vez que establecía que la cuota no podría superar el 35% de los ingresos familiares (BCRA, 2020).

Sin embargo, la crisis sanitaria provocada por la pandemia del covid-19 terminó conduciendo a un nuevo congelamiento de las cuotas de créditos prendarios e hipotecarios actualizadas por UVA, retrotrayendo el valor a marzo de 2020. A diferencia de agosto 2019, en este caso no se trató de un perdón de deuda, sino más bien de un diferimiento del pago con diversas facilidades para los deudores.

En febrero 2021 se dispuso por el decreto 767 el fin del congelamiento estableciendo un mecanismo de convergencia gradual hasta agosto 2022 momento en el que la cuota volverá a estar denominada en UVAs, donde en ningún caso los pagos podrán superar el 35% del ingreso familiar.

4. Conclusiones

La experiencia argentina reciente representa un caso de estudio muy relevante sobre los efectos adversos de la adopción de una política de desregulación cambiaria y financiera para promover el crecimiento.

En un marco de fuerte deterioro del ingreso real de la población y una economía que acumulaba un largo periodo de elevada inflación, el crédito de capital indexado UVA fue

central para el impulso de la actividad económica. Y si bien en términos del crédito bancario total el crédito UVA nunca fue mayoritario, en el segmento hipotecario llegó a representar el 90% del total de altas de hipotecas. Entre marzo de 2017 y abril de 2018 se observó una dinámica expansiva de los créditos UVA que se produjo en paralelo con la actividad económica general.

Esto fue posible por dos razones. Desde lo normativo, la creación de las UVA facilitó las condiciones de acceso al crédito hipotecario, tanto en lo que respecta a las garantías, trámites necesarios y mecanismos de titularización. Desde lo financiero, la cuota inicial del crédito de capital indexado resultó mucho menor que la del capital fijo, y por lo tanto, las condiciones crediticias para endeudarse más laxas.

Sin embargo, existía una fuerte asimetría de riesgos frente a la aceleración de la inflación. El crédito a tasa fija el riesgo de aceleración inflacionaria (y pérdida de valor del capital) quedaba en manos del banco acreedor, en tanto que en el crédito indexado el riesgo de aceleración inflacionaria lo asumía el deudor. Una vez desatada la crisis cambiaria, el poder adquisitivo del salario se vio muy deteriorado, el crédito UVA se derrumbó y con ello se interrumpió el incipiente proceso de titularización.

El caso argentino abre un debate aún más amplio respecto al funcionamiento de un régimen de financierización en las periferias. En particular, sobre la necesidad de contar con estabilidad macroeconómica para poder establecer un esquema de financierización subordinada, que permita la circulación del excedente desde lo espacial a lo financiero, y la extracción de flujos corrientes de largo plazo. Asimismo, es un caso de estudio sobre los riesgos de adoptar un régimen de expansión crediticia y titularización para dar respuesta al problema social de la vivienda.

5. Referencias

Aalbers, M. B. (2017). The variegated financialization of housing. *International journal of urban and regional research*, 41(4), 542-554.

- Abeles, M., Pérez Caldentey, E., y Valdecantos, S. (2018). *Estudios sobre financierización en América Latina*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Agarwal, S., Chomsisengphet, S., y Hassler, O. (2005). The impact of the 2001 financial crisis and the economic policy responses on the Argentine mortgage market. *Journal of Housing Economics*, 14(3), 242–270. <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2005.07.001>
- BCRA. (2018). *Reporte de Estabilidad Financiera*. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina .
- BCRA. (7 de 7 de 2019). *Banco Central de la República Argentina*. Obtenido de Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario: https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Mercado_de_cambios.asp
- BCRA (2020) “El Gobierno anuncia facilidades para amortiguar el aumento en las cuotas de los créditos hipotecarios UVA” 28/01/2020. Disponible online: <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/Deudores-hipotecarios-uva.asp>
- Bell, S. (2001). The role of the state and the hierarchy of money. *Cambridge journal of economics*, 25(2), 149-163.
- Blancas, A. y Gómez Lira M. (2017). El sistema de bancos sombra y la inestabilidad financiera internacional. *Atlantic Review of Economics*. 2nd Volume.
- Bonizzi, B. (2013). Financialization in developing and emerging countries: a survey. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 83-107.
- Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., y Powell, J. (2019). *Subordinate financialization in emerging capitalist economies (No. 23044)*. London: Greenwich Political Economy Research Centre.
- Bortz, P. G., y Kaltenbrunner, A. (2018). The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. *Development and Change*, 49(2), 375-393.
- Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 111-145.
- Chena, P. I. (2008). Crecimiento restringido por la balanza de pagos en países exportadores de alimentos. *Problemas del desarrollo*, 39(155), 29-51.
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing.
- Feldman, G. D., y Formento, A. (2019). Impactos de la desregulación en la estabilidad y transparencia del sistema financiero argentino. *Ola Financiera*, (32), 18-43.
- Gaggero, A., y Nemiña, P. (2013). El origen de la dolarización inmobiliaria en la Argentina. *Sociales en debate*, Nro. 5.
- González, Pablo A. (2001). Titularización: mucho más que emitir bono. *Cuadernos de estudios empresariales*. Vol. 11, p.p. 3149.

- Isoardi, M. y.-A. (2019). Inflation in Argentina: Analysis of persistence using fractional integration. *Eastern Economic Journal*, 45(2), 204-223.
- Kregel, Jean. (2008). Minsky's cushions of safety. Systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. *Public Policy Brief*, No. 93.
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-economic review*, 3(2), 173-208.
- Melo, J. (2012). La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky en una economía abierta. *Ensayos de economía*, 22(41), 65-88.
- Minsky, H. (1988). Money Manager Capitalism. Fiscal Independence and International Monetary Reconstruction. *Bard Digital Commons*. Paper 431. Hyman Minsky Archive.
- Minsky, H. P. (1992). The financial instability hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, (74).
- Nemiña, P. (2012). Argentina: Camino del desendeudamiento (1991-2011). *Ola Financiera*, 5(12), 70-88.
- Ocampo, J. A. (2013). *Balance of payments dominance: Its implications for macroeconomic policy*. New Jersey, Columbia University: Initiative for Policy Dialogue working paper series.
- Pierbattisti, D. (2018). La confrontación entre dos modelos societarios y económicos en Argentina 2003-2017. *Ensayos de Economía*, 28(53), 121-140.
- Rua, M., y Zeolla, N. (2018). Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia Argentina reciente. *Problemas del desarrollo*, 49(194), 5-30.
- Socoloff, I. (2019) Subordinate Financialization and Housing Finance: The Case of Indexed Mortgage Loans' Coalition in Argentina, *Housing Policy Debate*, DOI: 10.1080/10511482.2019.1676810
- Socoloff, I. y Rufino, B (2020) Financiarización subordinada, estrategias posteriores a la crisis internacional y el papel de las políticas de vivienda en Brasil y Argentina en Salinas Arreortua, L.A (Coordinador) Financiarización y mercado inmobiliario en México y América Latina (en imprenta)
- Villavicencio, G., y Meireles, M. (2019). Discusión teórica sobre la financiarización: marxistas, poskeynesianos y en economías subdesarrolladas. *Revista Ola Financiera*, 12(32), 1-52.
- Zeolla, N. H., y Lampa, R. (2019). Argentina 2015-18: un ciclo corto de crecimiento impulsado por las finanzas. *Voces del Fenix nro 78*, 22-31.

