

**VERSION PRELIMINAR
SUSCEPTIBLE DE CORRECCION UNA VEZ
CONFRONTADO
CON EL ORIGINAL IMPRESO**

(S-3235/18)

PROYECTO DE LEY

El Senado y Cámara de Diputados,...

TÍTULO I

PROGRAMA DE PROTECCIÓN DE DEUDORES DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS EN MONEDAS INDEXADAS

ARTÍCULO 1º.- Crease el “Programa de Protección de Deudores de Préstamos Hipotecarios en Monedas Indexadas” que tendrá por objeto proteger a los deudores hipotecarios del riesgo de “descalce” entre los ingresos y la inflación, inherente a las monedas indexadas.

A tal efecto, se consideraran dentro del Programa a los Préstamos Hipotecarios en Unidades de Valor Adquisitivo actualizables por “CER”, Ley N° 25.827 (“UVAs”), o en Unidades de Vivienda actualizables por “ICC”, Ley N° 27.271 (“UVIs”).

TÍTULO II

SWAP DE COEFICIENTE DE ACTUALIZACIÓN DE CUOTA PARA PROTEGER A LOS DEUDORES DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS EN MONEDAS INDEXADAS

ARTÍCULO 2º.- Los deudores de préstamos con destino de adquisición, ampliación, refacción o terminación de vivienda única y de ocupación permanente y que no superen al momento de originación cien mil (100.000) unidades de monedas indexadas, podrán acceder al Programa indicado en el Título I de la presente.

ARTÍCULO 3º.- Las entidades financieras y los deudores que ingresen al Programa estarán sujetos a las siguientes condiciones:

a) Las entidades financieras deberán dar a los tomadores de préstamos hipotecarios en monedas indexadas la opción de extender el número de cuotas originalmente previstas cuando el importe de la cuota a pagar supere en un cinco por ciento (5%) el valor de la cuota que hubiere resultado de haberse aplicado a ese préstamo un ajuste de capital por el Coeficiente de Variación de Salarios (CVS), desde su desembolso, y;

b) Los deudores modificarán a partir de la fecha indicada en el apartado anterior la forma de actualizar las cuotas de sus créditos según se indica a continuación:

1) Inicialmente, el ajuste de capital se efectuará por el Coeficiente de Variación de Salarios (CVS), y;

2) Una vez que el Coeficiente de Variación de Salarios (CVS) acumulado desde la fecha de ingreso al Programa alcance el coeficiente de la moneda indexada, el ajuste se efectuará por este último.

c) Una vez que se configure el ajuste señalado en el punto 2), inciso b) del presente artículo, si el Coeficiente de Variación de Salarios (CVS) acumulado desde la fecha de ingreso al Programa supera en un cinco por ciento (5%) el coeficiente de la moneda indexada, los deudores deberán contribuir con una prima adicional equivalente al uno y medio por ciento (1,5%) de la cuota, esto hasta cubrir el beneficio obtenido por los deudores en virtud de la aplicación del ajuste señalado en el punto 2), inciso a) del presente artículo.

ARTÍCULO 4º.- Las entidades financieras originadoras de los créditos que ingresen al Programa deberán calcular las nuevas cuotas a pagar y realizar el cobro de las mismas a los deudores, informando:

a) “Nueva cuota a pagar por los deudores”: monto de la cuota a pagar en pesos producto de la actualización con el Coeficiente de Variación de Salarios (CVS);

b) “Cuota original”: monto de la cuota resultante en pesos de la actualización con el Índice Original, y;

c) “Diferencias de cuotas”: monto neto resultante en pesos de la aplicación del Programa, siendo éste último la diferencia entre la “Nueva cuota a pagar por los deudores” y la “cuota original”, incluyendo la discriminación explícita de la “prima adicional”.

No obstante lo señalado, las entidades continuarán percibiendo, en todos los casos, sólo los montos definidos en el inciso b), debiendo aplicar el Sistema de Compensaciones por las diferencias con el Fideicomiso de Protección de Deudores Hipotecarios en Moneda Indexada (FideiPDH), creado por la presente ley.

Las entidades financieras abarcadas en el Programa y el Fideicomiso de Protección de Deudores Hipotecarios en Moneda Indexada (FideiPDH), creado por el Título III de la presente, deberán compensar, finalizado cada período de cálculo, las “diferencias de cuotas” que define el inciso c) del presente.

El plazo para el período de cálculo será fijado por la Autoridad de Aplicación, y no podrá ser superior a sesenta (60) días corridos.

TÍTULO III

FIDEICOMISO DE PROTECCIÓN DE DEUDORES HIPOTECARIOS EN MONEDA INDEXADA

ARTÍCULO 5º.- Créase el “Fideicomiso de Protección de Deudores Hipotecarios en Moneda Indexada” (FideiPDH) destinado a financiar el “Programa de Protección de Deudores de Préstamos Hipotecarios en Moneda Indexada” y con el objeto de ser la contraparte de las entidades financieras en el Sistema de Compensaciones estipulado para las “diferencia de cuotas” que define el inciso c) del artículo 4º.

ARTÍCULO 6º.- El “Fideicomiso de Protección de Deudores Hipotecarios en Moneda Indexada” (FideiPDH) estará integrado por los siguientes recursos:

- a) Hasta el diez por ciento (10%) de las utilidades anuales del Banco Central De La República Argentina,
- b) El monto de las primas adicionales previstas en el artículo 3º, inciso c) de la presente ley, y;
- c) Aportes reintegrables del Tesoro Nacional, en caso de insuficiencia de fondos.

ARTÍCULO 7º.- El Fideicomiso de Protección de Deudores Hipotecarios en Moneda Indexada (FideiPDH) podrá destinar eventuales excedentes de liquidez a la realización de inversiones. Por la naturaleza y los objetivos del Fondo, en dichas inversiones deberá primar el criterio de liquidez.

ARTÍCULO 8º.- El Poder Ejecutivo Nacional reglamentará la constitución y funcionamiento del Fideicomiso de Protección de Deudores Hipotecarios en Moneda Indexada (FideiPDH) debiendo arbitrar los medios para que la operatoria del mismo tenga la mayor transparencia y eficiencia en su funcionamiento, y designará el agente fiduciario de acuerdo con la legislación vigente.

La Autoridad de Aplicación en lo referido al Fideicomiso de Protección de Deudores Hipotecarios en Moneda Indexada (FideiPDH) actuará como fiduciante frente al administrador fiduciario.

El Estado Nacional será el fideicomisario de los fondos.

En vistas a su objeto y su aporte al interés general, el Fideicomiso de Protección de Deudores Hipotecarios en Moneda Indexada (FideiPDH) no cobrará comisión alguna por la administración de los fondos.

TÍTULO IV

DISPOSICIONES GENERALES

ARTÍCULO 9º.- Créase la “Mesa de Coordinación del Programa de Protección de Deudores de Préstamos Hipotecarios en Monedas Indexadas” destinada a colaborar en la correcta implementación y ejecución del mismo, aconsejando la adopción de las medidas necesarias para ello.

La mesa estará integrada por representantes del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, que la presidirá y decidirá la convocatoria a sus reuniones, el Banco Central de la República Argentina, la Comisión Nacional de Valores y por DOS (2) diputados y DOS (2) senadores, designados por el Presidente de sus respectivas Cámaras a propuesta de los bloques parlamentarios respetando la proporción de las representaciones políticas.

ARTÍCULO 10º.- El Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas reglamentará el presente Programa, dentro de los SESENTA (60) días corridos contados a partir de la entrada en vigencia de la misma y dictará las normas complementarias que resulten necesarias a los efectos de su aplicación en función a las recomendaciones efectuadas por la “Mesa de Coordinación del Programa de Protección de Deudores de Préstamos Hipotecarios en Monedas Indexadas”.

ARTÍCULO 11º.- El Poder Ejecutivo Nacional designará la Autoridad de Aplicación del Programa de Protección de Deudores de Préstamos Hipotecarios en Monedas Indexadas en un lapso de TREINTA (30) días de promulgada la presente. ARTÍCULO 12º.- Las disposiciones de la presente ley entrarán en vigencia a partir del día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial.

ARTÍCULO 13º.- Comuníquese al Poder Ejecutivo

Miguel A. Pichetto.- Omar A. Perotti.- Carlos A. Caserio.- Carlos M. Espinola.- Juan M. Pais.- Rodolfo J. Urtubey.- Pedro G. A. Guastavino.- José R. Uñac.- Sigrid E. Kunath.- Alfredo H. Luenzo.- José A. Ojeda.- Dalmacio E. Mera.- María T. M. González.- Guillermo E. M. Snopek.- José M. A. Mayans.- Julio C. Catalan Magni

FUNDAMENTOS

Señora Presidente:

Tengo el agrado de dirigirme a Vuestra Honorabilidad, con el objeto de remitir a su consideración el adjunto proyecto de ley, a través del cual se propicia la creación de un “Programa de Protección de Deudores de

Préstamos Hipotecarios en monedas indexadas” (UVA/UVI) con el objetivo de salvaguardar la vivienda única, familiar y de ocupación permanente del trabajador y de los pequeños profesionales y comerciantes.

El Congreso de la Nación mantuvo una preocupación permanente por la problemática de los deudores hipotecarios generada a partir de la crisis del año 2001 y que se extendió durante mucho tiempo.

Esto se refleja en distintas leyes entre las cuales se destaca especialmente la ley 25.798 y sus sucesivas modificaciones, pero también en otras normas, como ser:

- Ley N° 25.563: Declárase la emergencia productiva y crediticia hasta el 10 de diciembre de 2003. Deudores en Concurso Preventivo. Modificación de la Ley N° 24.522. Deuda del sector privado e hipotecario. Disposiciones complementarias;
- Ley N° 25.589: Modificación de las Leyes N° 24.522 y N° 25.563;
- Ley N° 25.737: Viviendas. Suspensión Ejecución Hipotecaria;
- Ley N° 25.798: Creación de Fideicomiso. Instrumentación del sistema. Efectos. Mutuos hipotecarios contraídos con anterioridad a la vigencia de la ley de convertibilidad. Disposiciones complementarias. Vigencia;
- Ley N° 25.908: Sistema de Refinanciación Hipotecaria- Ley N° 25.798;
- Ley N° 26.062: Sistema de Refinanciación hipotecaria- Ejecuciones de sentencia - Suspensión por el plazo de 120 días;
- Ley N° 26.084: Sistema de Refinanciación Hipotecaria- Ejecuciones de sentencias. Suspensión por el plazo de 90 días;
- Ley N° 26.103: Sistema de Refinanciación hipotecaria - Ley N° 25.798. Prórroga;
- Ley N° 26.167: Emergencia Pública;
- Ley N° 26.177: Sistema de Refinanciación Hipotecaria. Modificación Ley N° 25.798, y;
- Ley N° 26.497: Sistema de Refinanciación Hipotecaria. Ejecuciones Hipotecarias.

En efecto, y como caso ejemplificador de las leyes señaladas, hemos subrayado durante el tratamiento de la ley N° 26.103 que:

“(…) Este es un tema que indudablemente nos preocupa y que siempre preocupó al Senado. Es desde aquí, desde el Senado, que se le da una normativa a una cuestión de profunda sensibilidad social. Quiero recordar que la ley 25.713 tuvo una acción política dirigida a la protección de las personas que son propietarias de una vivienda única, con un valor que no supere los 100 mil pesos y que establece en la relación deudor-acreedor un coeficiente de ajuste de un peso más CVS más intereses, pasado el 2004.

¿Qué quiero decir con esto? Que el Congreso como órgano legislativo, como Poder del Estado, ya definió una posición clara y contundente en el tema de la vivienda única. Lo hizo abordando esta problemática desde el punto de vista social, con el concepto de la sensibilidad que se debe tener para evitar que en la Argentina, en el marco de la profunda crisis que se vivía, - hay que recordar esos tiempos complejos de 2001, 2002 y 2003 – la gente inocente, la gente que estaba en silencio, la gente que vivía de un sueldo o que no tenía sueldo, perdiera la vivienda. El Congreso fijó un criterio, como lo fijó también respecto de la pesificación, cuando dijo que la relación acreedor – bancos era de 1,40 más CER. Fueron líneas políticas, normativas, ley del Congreso Nacional (...)”¹.

Características técnicas del Proyecto que se presenta.

El presente proyecto propone un nuevo esquema aplicable solo a los deudores hipotecarios de préstamos con monedas indexadas (UVA/UVI) con destino de adquisición, ampliación, refacción o terminación de vivienda única y de ocupación permanente y que no superen al momento de originación cien mil (100.000) UVIs.

En otras palabras, está pensado para pequeños deudores y que destinen el préstamo a vivienda única y permanente en un esquema de caída de shock en el salario real con recuperación lenta, es decir una situación de complejidad macroeconómica.

Esto está en línea con la “doctrina” del Congreso de la Nación señalada anteriormente y con un claro objetivo preventivo: evitar llegar a la instancia crítica de suspensión de ejecuciones hipotecarias que tanta incertidumbre genera para el deudor y que mella la seguridad jurídica del sistema financiero argentino.

Estos son los principales puntos que hacen al núcleo del proyecto:

¹ Fragmento de discurso pronunciado por el Senador Pichetto el 17/05/2006.

1) Se Crea el “Programa de Protección de Deudores de Préstamos Hipotecarios en Monedas Indexadas” con un claro objeto: proteger a los deudores hipotecarios del riesgo de “descalce” entre los ingresos y la inflación, inherente a las monedas indexadas.

2) Dentro de este programa se instrumenta un Swap –un “cambio”- de coeficiente de actualización de cuota para proteger a los deudores de préstamos hipotecarios en monedas indexadas que funciona bajo estas características:

a) Frente a una fuerte caída del poder adquisitivo del salario y una suba de la cuota UVA/UVI –reflejado esto en que el importe de la cuota a pagar supere en un cinco por ciento (5%) el valor de la cuota que hubiere resultado de haberse aplicado a ese préstamo un ajuste el Coeficiente de Variación de Salarios (CVS)- los deudores tendrán dos beneficios:

i) Para que la cuota no se incremente, podrán extender la cantidad de cuotas o “la vida” del préstamo en un 5%. Esto implica para un crédito promedio de 25 años extender el préstamo en casi dos años más para no “subir” la cuota, y;

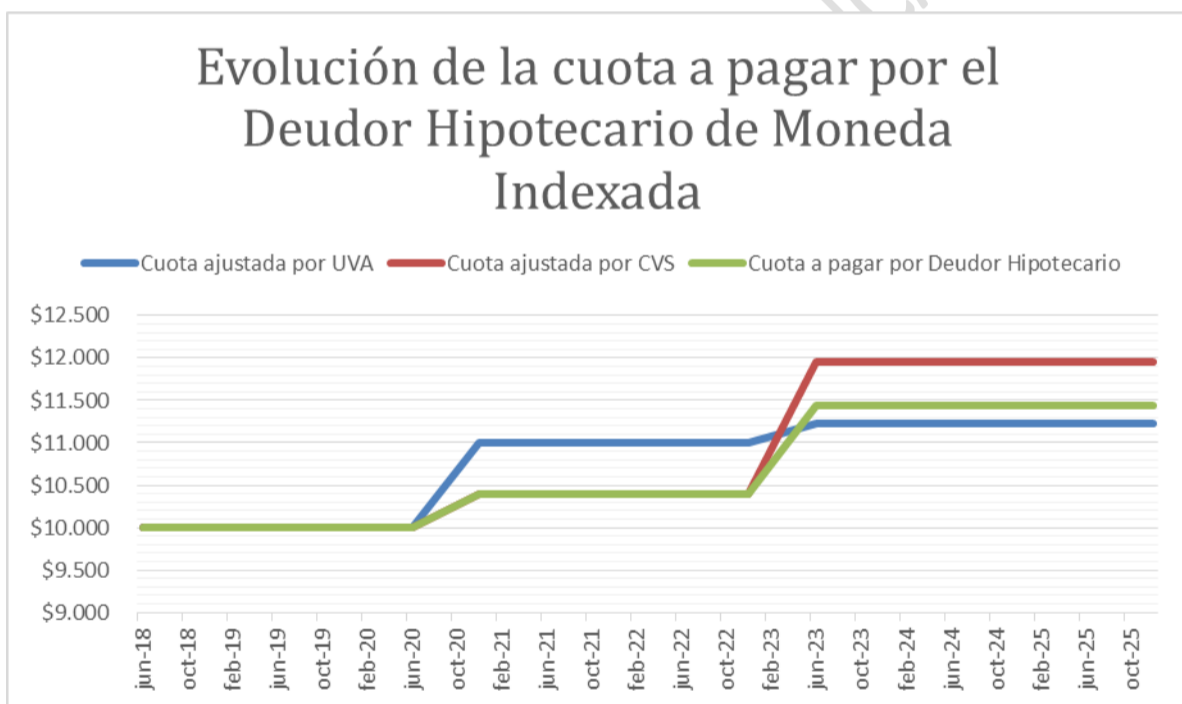
ii) Modificarán la forma de actualizar las cuotas futuras de sus créditos ajustando las mismas por el Coeficiente de Variación de Salarios (CVS). En otras palabras, el trabajador pagara la cuota futura de su crédito con un ajuste similar al de su salario

b) Una vez que el salario del trabajador se “recupere” –es decir que el Coeficiente de Variación de Salarios (CVS) alcance el coeficiente de la moneda indexada- el ajuste se volverá a hacer por este último (UVA o UVI).

c) Finalmente, si la recuperación del salario es importante –esto implica que si el Coeficiente de Variación de Salarios (CVS) acumulado desde la fecha de ingreso al Programa supera en un cinco por ciento (5%) el coeficiente de la moneda indexada- los deudores deberán contribuir con una prima adicional equivalente al uno y medio por ciento (1,5%) de la cuota. Esto último tiene dos objetivos: (i) no generar un superior costo fiscal para el Estado, y; (ii) que el deudor “devuelva” parcialmente y en una situación de comodidad financiera el beneficio obtenido previamente.

d) Llevemos esta situación al gráfico siguiente que muestra una evolución de las variables en una “simulación futura” de caída del salario donde la cuota a pagar por el deudor hipotecario está representada por la línea verde:

- i) Desde junio/2018 a junio/2020 el salario acompaña la evolución del UVA/UVI, con lo cual la cuota a pagar es la misma;
- ii) En julio/2020 se da un escenario de devaluación y pérdida de poder adquisitivo, con lo cual la cuota ajustada por UVA (azul) se “dispara”: en este caso se gatilla el “swap” de compensación y el deudor sigue pagando la cuota ajustada por CVS (línea verde, que coincide con la línea roja);
- iii) Finalmente, en febrero/2023 se comienza a recuperar el salario y se contiene la inflación: con lo cual la cuota teórica ajustada por CVS (línea roja) es mayor a la cuota teórica ajustada por UVA (azul);
- iv) Sin embargo, el deudor hipotecario continuara pagando (línea verde) una cuota levemente superior a la ajustada por UVA (azul). ¿Por qué motivo?: porque para “compensar” parcialmente el beneficio obtenido previamente pagará una prima del 1,5% sobre la cuota que se destinara al Fideicomiso de Protección de Deudores Hipotecarios.



- 3) Para administrar el “Swap” se crea el "Fideicomiso de Protección de Deudores Hipotecarios en Moneda Indexada" (FideiPDH) destinado a financiar el programa de protección.
- 4) Los recursos que fondean al Fideicomiso son, además de aportes privados, aportes del Estado, en el marco de una situación de emergencia crediticia:
 - a) Aportes del Estado: Hasta el diez por ciento (10%) de las utilidades anuales del Banco Central De La República Argentina y Aportes reintegrables del Tesoro Nacional, en caso de insuficiencia de fondos, y;

b) Aportes privados: El monto de las primas adicionales, cuando se recupera el salario del trabajador.

5) Adicionalmente se articula una "Mesa de Coordinación del Programa de Protección de Deudores de Préstamos Hipotecarios en Monedas Indexadas" destinada a colaborar en la correcta implementación y ejecución del mismo, aconsejando la adopción de las medidas necesarias para ello.

Esta mesa se integra por representantes del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, que la presidirá y decidirá la convocatoria a sus reuniones, el Banco Central de la República Argentina, la Comisión Nacional de Valores y por dos diputados y dos senadores, designados por el Presidente de sus respectivas Cámaras a propuesta de los bloques parlamentarios respetando la proporción de las representaciones políticas.

6) Existen actualmente otras tres alternativas –al menos en análisis- para mitigar este riesgo de “descalce” entre la cuota del préstamo indexado y el salario, pero solo una está vigente:

a) La alternativa vigente es la que contempla la misma Ley de creación de las UVI (Ley 27.271), que en esencia establece la extensión del plazo del crédito cuando la trayectoria del valor en pesos de la moneda indexada (UVA o UVI), desde el momento de originación del crédito, supera en más de 10% a la evolución del Coeficiente de Variación Salarial (CVS).

b) Las otras dos alternativas corresponden a proyectos que están al día de hoy en discusión.

i) Por un lado, el Proyecto de Ley 5132-D-2017 del Diputado Lavagna establece un swap simétrico de coeficiente de indexación: el proyecto dispone que los créditos ajustables por moneda indexada pasarán a ajustarse por CVS, pero manteniendo que los bancos continúen cobrando con el ajuste original. Este “desacople” genera mes a mes una “diferencia de cuotas”, que puede ser negativa o positiva, y se crea un Fondo Compensador para administrar dichas diferencias.

ii) La segunda alternativa comprende a un mecanismo diseñado por el Poder Ejecutivo Nacional, que si bien trascendió en sus lineamientos y detalles, aún no se plasmó en una propuesta formal. El mismo replica el espíritu del Proyecto de Ley mencionado anteriormente, pero establece un swap asimétrico, que cambia el coeficiente de indexación para el deudor únicamente cuando la trayectoria del valor en pesos de la moneda indexada (UVA o UVI), desde el momento de originación del crédito, supera en más de 10% a

la evolución del CVS, calcando la parametrización de la Ley 27.271. Asimismo, también establece la creación de un Fondo Compensador, pero éste no se nutre de las “diferencias de cuotas” sino de una prima fija mensual a cargo del deudor, y posiblemente de un aporte privado inicial.

Otras consideraciones. El rol del ahorro y del crédito en la actualidad. La canalización del ahorro hacia la inversión es una de las palancas fundamentales para el desarrollo de cualquier economía. En este sentido, el rol del sistema financiero en general, y del crédito en particular, constituye un vector central para evaluar la salud macroeconómica de un país.

La Argentina mostraba a fin de 2015 una profundidad acotada de su sistema financiero, que era alarmantemente exigua en el caso de los créditos hipotecarios. Estos bajos niveles de profundidad financiera que muestra la Argentina están fuertemente asociados a su inestable historial macroeconómico, pero particularmente a su elevada y persistente inflación.

La inflación, además, lesiona por distintas vías a los segmentos del crédito asociados con las decisiones de largo plazo. Este es el punto de partida para entender los exiguos niveles de crédito hipotecario que la Argentina mostraba a fines de 2015.

La falta de acceso por parte de la población al crédito hipotecario es uno de los principales factores explicativos de ello y está también, como veremos, muy correlacionada con el contexto de persistente y elevada inflación.

La falta de crédito hipotecario explica en gran parte el alarmante déficit habitacional actual, y constituye uno de los motores propagadores de la desigualdad y la exclusión social: sin él, sólo acceden a una propiedad quienes cuentan con ahorros suficientes para ello. La sustitución entre consumo presente y futuro se vuelve, en ausencia de crédito, difusa.

En este sentido, urgía la necesidad de encontrar soluciones que permitiesen ampliar el acceso a la posibilidad de adquirir viviendas para los vastos segmentos que estaban excluidos. Los créditos indexados, lanzados en 2016, fue una de ellas.

Esta posibilidad de otorgar créditos hipotecarios indexados amplió sustancialmente el acceso al mismo y permitió un fuerte boom de crédito. Sin embargo, estos préstamos conllevan inherentemente con riesgos que son precisos de identificar y cuantificar, para evitar que, como otras veces en la historia, eventos disruptivos generen profundas redistribuciones regresivas del ingreso y cristalicen la

desigualdad estructural que es una de las principales “patas” de la deuda social que la Argentina tiene como principal desafío a resolver.

La problemática del crédito en la Argentina.

En esta materia, Argentina tuvo un historial inestable y heterogéneo: en los últimos 78 años el crédito al sector privado promedió 18% del PBI, muy por debajo del promedio actual que muestran, según el Banco Mundial, los países de América Latina (46%) o de la OECD (81%).

Este bajo nivel sin dudas se asocia a la inestabilidad que mostró la economía a lo largo de dicho período: el PBI en los últimos 78 años se expandió sólo 2,7% anual (apenas algo más de un punto por encima de la población), promediando una caída cada 3 años. Pero sin dudas, el principal factor limitante del desarrollo del crédito en dicho período ha sido la elevada y persistente inflación.

La inflación es el aumento generalizado de precios en una economía. Este fenómeno, que ha sido muy estudiado a lo largo de la Historia económica mundial, es reconocido no sólo por causar profundas redistribuciones de ingreso -de los sectores de ingresos fijos a los de ingreso variable o del sector privado al sector público- sino también por empañar la visión de largo plazo por la vía del incremento de la incertidumbre, afectando de esta manera las decisiones en las que el tiempo juega un rol central. Entre estas últimas se encuentran las decisiones de ahorro e inversión en general, y crédito hipotecario en particular. En otras palabras, en economías con alta inflación es poco probable que florezca el crédito hipotecario.

En el período mencionado, los últimos 78 años, la inflación argentina promedió 56% anual (45% sin contar 1989-1990). En el período 1980-2017, la inflación argentina quintuplicó la media mundial y duplicó la de los países emergentes.

El historial inflacionario de la Argentina ha sido uno de los factores limitantes para el desarrollo no sólo del crédito al sector privado en general, sino en particular del crédito hipotecario: dado que son inherentemente de largo plazo, los préstamos para hipotecas se correlacionan negativamente con la inflación, y en consecuencia han tenido un comportamiento muy heterogéneo y muestran una muy baja profundidad.

La correlación negativa entre inflación y crédito hipotecario puede aproximarse en la Argentina cuando se observa que dichos préstamos llegaron a representar entre 30% y 40% del crédito total al sector privado sólo en cortos períodos (y en ellos la inflación fue relativamente más baja) pero mostraron una performance muy heterogénea y llegaron a caer hasta valores mínimos, como el 6% que

mostraban antes de la aparición de las Unidades de Valor Adquisitivo, objeto central del presente trabajo.

He hecho, la Argentina a fin de 2015 contaba con un stock de crédito hipotecario de apenas 0,9% del PBI, ubicándose muy por debajo del promedio no sólo de las economías desarrolladas (44% del PBI), sino también de la región (4% del PBI). Este nivel, como se mencionó en el párrafo anterior, también resulta excesivamente bajo en relación a otros momentos de la historia (por caso, alcanzaron 5,5% del PBI en 2000).

Como ya se mencionó, y desde el punto de vista de la demanda de crédito, al introducir incertidumbre (respecto de los precios relativos, del poder adquisitivo, etc.) la inflación afecta las decisiones de largo plazo, como el crédito hipotecario. Si la inflación, además, la entendemos como la pérdida del valor del dinero, en contextos de alta inflación el valor del dinero futuro cae en relación al del presente, y se alteran las decisiones de consumo e inversión, creando un sesgo hacia el primero.

Pero el acortamiento de la “ventana temporal” de las decisiones económicas también tiene un efecto negativo para el crédito hipotecario desde el punto de vista de la oferta: si el fondeo de los bancos se sesga hacia colocaciones más cortas –en contextos inflacionarios el sistema financiero puede acentuar su rol transaccional en lugar de intermediación- les resultará más difícil calzarlo con crédito a largo plazo.

Este factor fue muy relevante en la dinámica decreciente que tuvo el crédito hipotecario en la Historia reciente: entre 2005 y 2015 se acortó sustancialmente el plazo de las colocaciones a plazo en los bancos: los depósitos hasta 6 meses aumentaron su participación en desmedro de las colocaciones más largas, que prácticamente se tornaron insignificantes.

Lógicamente, en esta reducción también fue muy relevante el hecho que se hayan registrado en dicho período tasas de interés negativas en términos reales (dado que las tasas de política monetaria, que luego se derraman sobre toda la estructura de tasas del sistema, se ubicaban persistentemente por debajo de la inflación): en un marco de rendimiento reales negativos, los bancos acentuaron su estrategia hacia las financiaciones de consumo, las cuales no sólo eran más demandadas (en alta inflación se prioriza consumo) sino también las más rentables (tienen tasas más altas en parte por no tener garantía real). En cifras: el crédito al consumo (personales + tarjetas de crédito) pasó de 2,2% del PBI en 2005 al 6% del PBI en 2015, cuando en paralelo el crédito hipotecario redujo su peso en relación al producto en 0,6 p.p.

Pero sin dudas, el principal limitante que el contexto inflacionario implicó para el desarrollo del crédito hipotecario fue la persistente reducción del acceso al mismo.

De hecho, hacia 2011 se estimaba que sólo 6 de cada 100 escrituras en Capital Federal se realizaba con una hipoteca de por medio. Más aún, la Jefatura de Gabinete estima que sólo el 2% de las familias argentinas contaba con un ingreso suficiente como para acceder a un crédito hipotecario (Jefatura de Gabinete, 2017: p. 7).

Este proceso de deterioro en la cantidad de crédito hipotecario fue uno de los principales factores que operó detrás del fuerte crecimiento del déficit habitacional en la Argentina, que se ubica en aproximadamente 3,8 millones de viviendas (cuantitativo y cualitativo), incrementándose en 1,3 millones desde 2001, especialmente en lo referente al componente cuantitativo (Jefatura de Gabinete, 2017: p. 1).

De hecho, los datos del Censo 2010 muestran que la variación intercensal más elevada en lo que respecta al régimen de tenencia de los hogares se registró en el caso de los inquilinos.

La asociación entre riesgos macroeconómicos y el descalce de índices.

Como fue mencionado, el riesgo de descalce de índices al que se hace referencia en el presente trabajo no alude a la probabilidad de que un deudor –o un grupo acotado de deudores- vean tensionadas sus finanzas particulares por una asimetría de velocidades entre el crecimiento de la cuotas y sus ingresos, sino que se hace referencia a un riesgo sistémico, es decir, que afecta al sistema en su conjunto. Y este riesgo sistémico sin dudas se correlaciona de manera directa con determinados riesgos de carácter macroeconómico, tales como episodios de shocks externos o fuertes devaluaciones.

Por caso, si por un evento externo caen abruptamente los términos de intercambio de la Argentina o se produce una masiva fuga de capitales hacia activos seguros (flight-to-quality), empujando a la economía a una situación de restricción externa, posiblemente las presiones sobre el mercado cambiario redunden en abruptas devaluaciones de la moneda. Y si los movimientos cambiarios tienen –como suelen tener en la Argentina- un elevado traspaso a precios internos (pass through), posiblemente la tasa de inflación muestre una tendencia hacia la aceleración que no se vea acompañada en el corto plazo por la dinámica de los salarios, empujando hacia el descalce de índices en el universo de deudores de créditos hipotecarios indexados.

Si este efecto es lo suficientemente fuerte y presiona sobre la tasa de incobrabilidad del sistema, posiblemente el riesgo macroeconómico

mencionado –que ya tiene efectos sobre la actividad- se vea potenciado por la materialización del descalce mencionado.

Otros casos con similar efecto podrían ser un muy fuerte incremento de los precios internacionales de la energía, una fuerte sequía, un incremento de la tasa de interés libre de riesgo (risk free) o un alza en el riesgo país, todos elementos que presionan sobre el balance de pagos y, en última instancia, sobre el tipo de cambio.

En este sentido, cabe señalar la presencia de dichos riesgos macroeconómicos en la coyuntura actual de la Argentina, habida cuenta de la significativa cantidad de créditos hipotecarios indexados que se otorgaron desde su creación.

En 2017 la Argentina presentó un déficit de cuenta corriente de 4,8% del PBI, más que duplicándose respecto de 2,3% del PBI registrado en 2016. Este déficit de cuenta corriente no obedeció a un shock en particular, ya que se dio en todas sus líneas:

- a) Hubo déficit en el comercio de bienes por casi 1% del PBI (pese a que los términos de intercambio se ubicaron 1% por encima del promedio de la última década), y;
- b) Déficit en el intercambio de servicios por 1,5% del PBI y rojo la cuenta de ingreso primario (intereses, utilidades, etc.) por 2,5% del PBI.

Esta composición da cuenta de un fenómeno que estaba transitando la economía, que es el atraso cambiario: el tipo de cambio real multilateral a principios de diciembre de 2017 se ubicaba 16% por debajo del nivel que tenía luego de la unificación cambiaria (diciembre de 2015). Claramente se comenzó a utilizar el dólar como “ancla” antiinflacionaria con un fin inmediato –mantener el poder adquisitivo del salario real- y un más mediato –elegir ganar elecciones, a pesar de los desfasajes macroeconómicos-.

El rojo externo de la Argentina se cubrió por los flujos que integran la cuenta financiera, particularmente el endeudamiento del gobierno (\$ 33.500 millones) y otras inversiones privadas, especialmente de carácter financiero.

En esencia, los flujos financieros que ingresaban a la Argentina presionaban a la baja el tipo de cambio lo cual, en un marco de inflación interna elevada (25%) propiciaban el atraso cambiario y la profundización del déficit de cuenta corriente.

Este proceso se vio potenciado por la estrategia interna de:

a) Contener la inflación doméstica mediante un esquema de metas de inflación, que eleva la tasa de interés toda vez que la trayectoria de inflación supera a la establecida por las metas prefijadas, y;

b) El financiamiento del déficit fiscal con endeudamiento externo, que no sólo presiona a la baja el tipo de cambio sino que constituye igualmente un factor de expansión monetaria (es la contracara de acumulación de reservas del BCRA).

En esencia, el financiamiento del abultado déficit fiscal con endeudamiento externo proveía de divisas que equilibraban el balance de pagos y empujaban al alza los medios internos de pago (dado que el Tesoro vendía esas divisas al BCRA).

El crecimiento resultante de los medios de pago obligaba a su vez al BCRA a esterilizar dichas emisiones mediante la colocación de LEBACS, lo cual, en conjunto con una tasa de interés elevada (determinada por el régimen de metas de inflación) constituía un atractivo importante para la inversión financiera externa, que podía materializar ganancias medidas en divisas (por una tasa en Pesos elevada en un marco de estabilidad cambiaria) superiores a las de otras plazas: esto se puede resumir en dos palabras, carry trade.

Lógicamente, el “talón de Aquiles” de esta estrategia es el corte del financiamiento externo (o su reducción a tal punto de no poder financiar el rojo de cuenta corriente), y esto es lo que ocurrió a finales de abril: a partir de allí el tipo de cambio se devaluó más de 36%, y el gobierno decidió acudir al Fondo Monetario Internacional y firmar un acuerdo stand-by, el que finalmente se otorgó por un plazo de 36 meses y un monto global de US\$ 50.000 millones.

Pero aunque el gobierno pueda acotar el riesgo cambiario en adelante, existen otros elementos derivados de este evento que pueden presionar sobre el riesgo de descalce de índices que compete al presente trabajo.

En primer lugar, por el traspaso a precios de la devaluación ya ocurrida: en un marco donde la negociación paritaria estaba encauzada en el rango del 15% anual, el traspaso a precios de la reciente devaluación (en mayo el índice de inflación arrojó 2,1%, y en junio 3,7%) puede lógicamente incrementar las presiones, que ya han marcado paritarias al 25% para algunos gremios.

En segundo lugar, porque la corrección tarifaria realizada hasta abril no contemplaba dicha devaluación y, como los costos de provisión de los servicios energéticos están dolarizados, lógicamente ocurrió un desfase que, en el marco de un acuerdo con el FMI que determinó un sendero de corrección fiscal más ajustado, difícilmente lo absorba

el sector público por la vía de mayores subsidios. Incrementos tarifarios “no previstos” entonces pueden agregar combustible adicional a la inflación, presionando sobre el riesgo de descalce de índices.

La situación actual y el nivel de impacto de la crisis de los países emergentes en nuestro país, en particular Turquía, demuestran la falta de consistencia y sustentabilidad del actual programa económico.

El desarrollo del crédito hipotecario, en tanto inversión de largo plazo, y como ocurre en otros países, requiere como insumo fundamental una macroeconomía estable. En un entorno con inflación baja y sin la volatilidad que mostró la economía argentina, gran parte de los factores que limitaron la expansión del crédito hipotecario no estarían operativos.

En mérito a lo expuesto, se invita a nuestros pares a acompañar el presente proyecto de ley.

Miguel A. Pichetto.- Omar A. Perotti.- Carlos A. Caserio.- Carlos M. Espinola.- Juan M. Pais.- Rodolfo J. Urtubey.- Pedro G. A. Guastavino.- José R. Uñac.- Sigrid E. Kunath.- Alfredo H. Luenzo.- José A. Ojeda.- Dalmacio E. Mera.- María T. M. González.- Guillermo E. M. Snopek.- José M. A. Mayans.- Julio C. Catalan Magni