

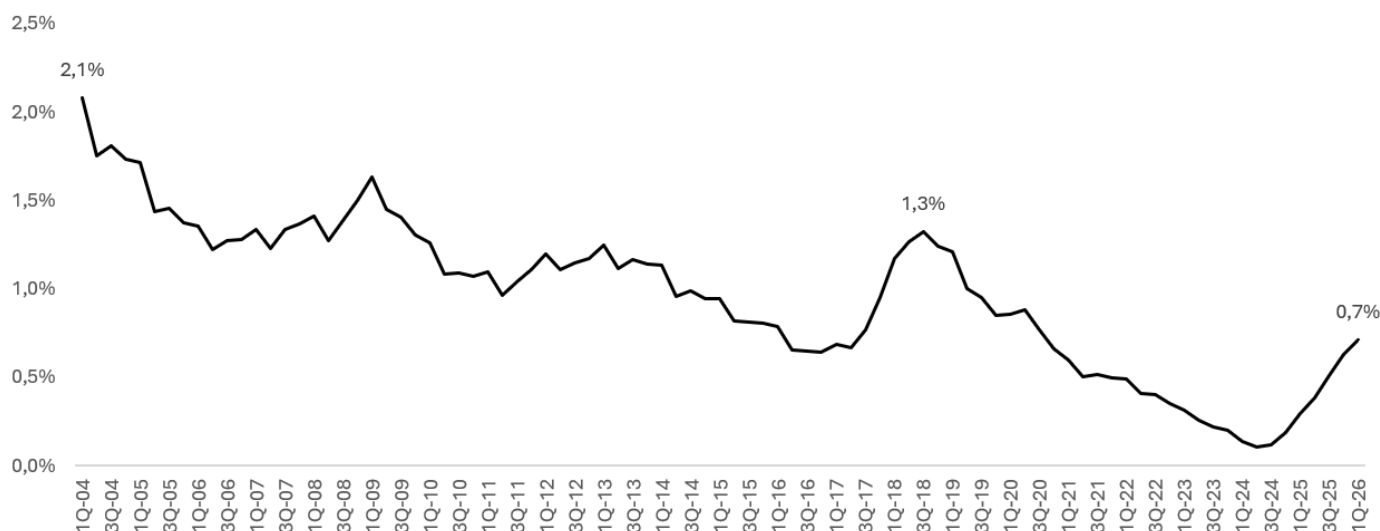
Pragmatismo austriaco con destellos soviéticos

El Gobierno busca darle un nuevo impulso al crédito hipotecario a través del FGS. La medida contempla un programa de **\$2 billones del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS)**, que serán canalizados hacia los bancos mediante licitaciones de depósitos a plazo fijo UVA. El objetivo del gobierno es ofrecerles fondeo de mayor plazo para que puedan expandir la oferta de créditos hipotecarios, reduciendo el descalce entre los depósitos (mayormente de corto plazo) y préstamos que pueden extenderse por 20 o 25 años.

El esquema contempla licitaciones por **\$200.000 millones**, con alternativas de uno y cinco años, a tasas mínimas de **UVA + 2,5% y UVA + 4,5%**, respectivamente. Los bancos deberán destinar esos fondos al financiamiento de créditos hipotecarios para primera vivienda, con una tasa máxima para los nuevos tomadores de **UVA + 7,5%**. En el esquema, el banco continúa asumiendo el riesgo crediticio y evaluando a cada deudor, y según las estimaciones propias del gobierno, los \$2 billones podrían permitir financiar unas **17.000–18.000 viviendas**.

Pongamos el potencial impacto en números. El stock de créditos hipotecarios hoy representa el 0,7% del PBI. En términos de cantidades pasaron de 342,5 mil en diciembre de 2023 a 333,7 mil en marzo de este año, una caída de 8,8 mil créditos (-3%). Y detrás de esa contracción hay una dinámica diferente según el tipo de banco: hoy, el 43% del stock está en manos de bancos públicos y el 57% en bancos privados. Mientras que los públicos aumentaron su cantidad de créditos de 136 mil a 141 mil en estos dos años y monedas, los privados la redujeron de 206 mil a 191 mil. Es decir, la cantidad de crédito hipotecario se movió muy poco, pero cambió quién está financiando.

Figura 1. Evolución crédito hipotecario sobre PBI



Medidos a dólar CCL, el stock pasó de USD 615 millones en diciembre de 2023 (0,2% del PBI) a USD 5.500 millones en agosto de este año (0,7% del PBI). Esto puede explicarse en parte porque los “créditos viejos” que fueron venciendo eran de monto significativamente menor respecto de los nuevos créditos, y por eso el stock en cantidades cae mientras que el monto medido en dólares aumenta fuertemente. **Durante 2025, el stock creció en promedio unos USD 260 millones por mes, ritmo que se moderó a alrededor de USD 150 millones mensuales durante el primer semestre de 2026.** El programa del FGS llega, entonces, en un

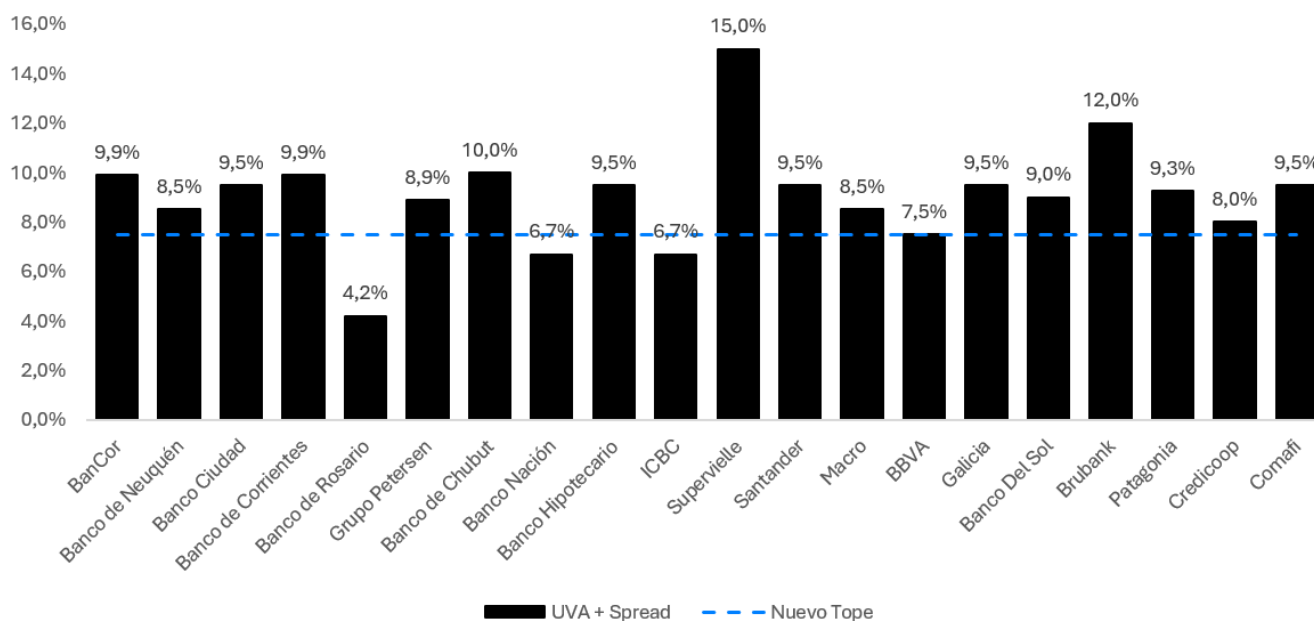
mercado que sigue creciendo, pero a menor velocidad. A dólar de hoy, cada licitación de \$200.000 millones equivale a unos USD 130 millones, por lo que el programa puede darle un empujón relevante al flujo de nuevas hipotecas, aunque difícilmente por sí solo cambie la escala del mercado. De hecho, **bajo nuestras proyecciones de crecimiento e inflación —en línea con el último REM—, el stock podría volver a alcanzar 1,3% del PBI en 2028. El número mejora, pero todavía estamos bastante lejos de los niveles de profundidad que muestran los países de la región.**

La lectura a priori de la medida es positiva. Que el principal fondo institucional del país empiece a tener un mayor rol en el mercado de crédito hipotecario puede ser un paso en la dirección correcta. En buena parte, esto es lo que han hecho los países de la región que hoy cuentan con mayor profundidad en este segmento. El caso más exitoso es Chile, donde el crédito hipotecario alcanza actualmente alrededor del **27% del PBI**.

Ahora bien, nobleza obliga —aunque esta vez en sentido inverso—, la medida resulta al menos algo desentonada con el discurso de “libre mercado” que suele sostener el Gobierno. **Es llamativo escuchar una semana al ministro Caputo hablar de la mora como un problema entre privados y, a la siguiente, impulsar el crédito hipotecario utilizando fondos públicos y, como si fuera poco, estableciendo un tope a la tasa a la que podrán prestar los bancos. Algo llamativamente alejado del libre mercado.**

Además, un programa de **\$2 billones anuales representan aproximadamente 0,2% del PBI a precios corrientes de hoy**. En un mercado que actualmente tiene una profundidad de apenas 0,7% del PBI, el impacto puede ser relevante en el margen, pero difícilmente alcance para cambiar por sí solo la estructura del mercado. Por eso, **nuestra lectura es más la de una señal de reactivación y un primer paso que la de un cambio de fondo en el mercado hipotecario argentino.**

Figura 2. Tasas actuales de los bancos en préstamos hipotecarios UVA + Spread



Quizás donde ponemos mayor énfasis en nuestra crítica es en **cómo está estructurada la medida**. En general, los países que lograron desarrollar mercados hipotecarios profundos estructuraron el proceso de la manera inversa. **Primero, los bancos compiten entre sí ofreciendo créditos con distintas condiciones y tasas y,**

luego, los fondos institucionales compran carteras securitizadas de esos préstamos. ¿Cuál es la diferencia? En ese esquema, el incentivo de los bancos está puesto en originar buenas carteras, porque la calidad de los créditos determina posteriormente su capacidad de venderlos o securitizarlos. En cambio, en la medida impulsada por el Gobierno, el fondeo relativamente barato proveniente del FGS, combinado con una tasa máxima de **UVA + 7,5%**, establece de antemano un perímetro más acotado para que los bancos compitan.

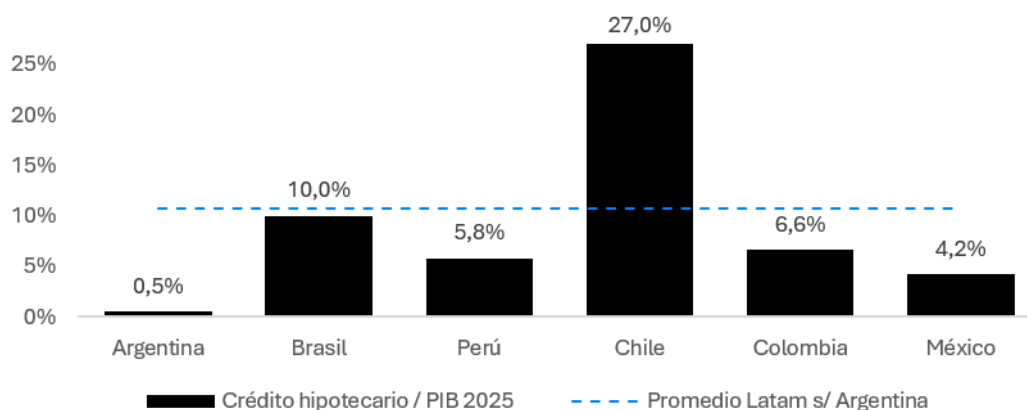
La experiencia regional

Para pensar qué puede aportar el FGS, hay que empezar por el problema que todos los países de la región tuvieron que resolver: **cómo transformar ahorro de largo plazo en crédito hipotecario de largo plazo. Y acá aparece la primera conclusión: sin cierta estabilidad macro, el mercado hipotecario profundo no aparece.** Nadie presta a 20 o 30 años si no sabe cuánto va a valer ese préstamo dentro de cinco. La diferencia entre los países estuvo, entonces, en **cómo lograron resolver ese problema de fondeo una vez que las condiciones macro empezaron a acompañar.**

Chile probablemente sea el ejemplo más claro de lo que puede pasar cuando ese puente funciona. Los bancos originan y mantienen las hipotecas, pero parte importante del fondeo llega desde inversores institucionales a través de las Letras de Crédito Hipotecario. La existencia de fondos de pensión y aseguradoras con necesidad de invertir a largo plazo encontró, además, un instrumento hecho casi a medida. La UF terminó de cerrar el círculo al permitir créditos a tasa fija en términos reales durante períodos extensos. El resultado fue un mercado hipotecario cercano al **30% del PBI**, donde alrededor del **70% del fondeo proviene del mercado de letras.**

Colombia tuvo que resolver el mismo problema desde otro ángulo. En lugar de desarrollar primero un instrumento hipotecario como Chile, buscó liberar el balance de los bancos mediante la securitización. Titularizadora Colombiana compraba las carteras, las estandarizaba y las convertía en títulos que podían comprar otros inversores. Así, una hipoteca que originalmente era un activo ilíquido del banco podía transformarse en un instrumento de mercado y volver a liberar capacidad para originar nuevos créditos. Y acá aparece una segunda lección: **para que el mercado secundario funcione, primero hay que hacer que el activo sea confiable.** Estándares de originación, reglas de *true sale*, ejecución de garantías e infraestructura de mercado fueron tan importantes como la propia securitización.

Figura 3. Crédito hipotecario en términos de PBI. Países de la región



México intentó algo parecido, aunque con una participación estatal bastante mayor. La Sociedad Hipotecaria Federal ayudó a poner en marcha el mercado de securitización y los MBS llegaron a representar cerca del **10% del stock de crédito habitacional** en el 2010. Sin embargo, durante la crisis de 2008-09 quedó en evidencia que algunos originadores dependían demasiado de ese mercado para financiarse y varios terminaron colapsando. **El mercado secundario puede multiplicar el fondeo, pero no puede arreglar una mala originación.** La experiencia mexicana es, en ese sentido, un buen recordatorio de que crear el instrumento es apenas la mitad del trabajo.

Brasil, también tuvo un mayor impulso por parte del estado. A través del ahorro regulado, el FGTS y la banca pública, especialmente Caixa, canalizó recursos hacia la vivienda. Caixa llegó a concentrar cerca del **74% del crédito residencial** en el esquema analizado por el Banco Mundial y el crédito inmobiliario alcanzó alrededor del **8,6% del PBI**. Con el tiempo aparecieron LCI, LIG y CRI, pero el punto de partida fue otro: utilizar fuentes de ahorro existentes y una institución pública para llenar el vacío que el mercado privado todavía no podía cubrir.

Argentina no necesita necesariamente copiar ninguno de estos modelos, pero sí resolver el mismo problema que ellos resolvieron. El FGS tiene justamente una característica que escasea en nuestro sistema financiero: ahorro de largo plazo. La pregunta, entonces, no es solamente cuánto crédito podría financiar. **La verdadera apuesta sería usar ese ahorro para ayudar a crear un activo hipotecario que, con el tiempo, deje de necesitar al FGS como comprador.** Si eso ocurre, el FGS no sería el mercado hipotecario: sería el empujón inicial para que ese mercado finalmente aparezca. Y para que esto ocurra se necesita previsibilidad macroeconómica de largo plazo.



Investigación y Estrategia de Mercado

📍 Esmeralda 303, CABA, Argentina.

🌐 www.nchacobursatil.com.ar

Contacto

Tel.: 0800-555-6242 Int. 2890

La información contenida en el presente reporte ha sido elaborada por Nuevo Chaco Bursátil S.A. Sociedad de Bolsa ("NCHB") en base a información pública. La misma es suministrada únicamente con fines orientativos y no supone recomendación ni sugerencia de inversión ni de asesoramiento de clase alguna, y bajo ninguna circunstancia se la podrá utilizar como oferta de compra o de venta en firme. NCHB no asumirá ninguna responsabilidad por pérdidas o riesgos causados directa o indirectamente como consecuencia de la utilización, aplicación y/o errónea interpretación de la información de referencia.