SECURITIZACIÓN COMO ALTERNATIVA VIABLE PARA EL MERCADO HIPOTECARIO ARGENTINO

Ramiro Moya

Julio de 2025

ADEBA Asociación de Bancos Argentinos
ABA Asociación de Bancos de la Argentina
ABAPPRA Asociación de Bancos Públicos y Privados de la República Argentina

SECURITIZACIÓN COMO ALTERNATIVA VIABLE PARA EL MERCADO HIPOTECARIO ARGENTINO*

Resumen ejecutivo 3

Introducción 7

Los desafíos que presentan las hipotecas 7

Las características especiales de las hipotecas 7

¿Como se pueden financiar las hipotecas? 8

De qué se trata la securitización 10

Beneficios de la securitización para los bancos 10

Beneficios de la securitización para los inversores 11

Diseño del estructurado 11

Formas básicas de securitización 13

Riesgos de inversión en títulos de hipotecas estructuradas 15

El mercado argentino 16

La situación de los originadores de hipotecas 17

¿Cuáles son los riesgos que enfrentan las entidades financieras? 20

Los inversores locales 22

¿Cuánto podrían invertir en hipotecas? 24

Conclusiones 30

Anexos 32

Anexo 1. Ejercicio simulado de una estructuración 32

Anexo 2: Definiciones de indicadores de las Entidades Financieras 36

Anexo 3: El Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) 37

Anexo 4: El Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE) 39

Anexo 5: Las Compañías de Seguros 39

Anexo 6: Capitales mínimos y la securitización de hipotecas 41

**El presente documento técnico fue elaborado por Ramiro Moya. El mismo fue financiado por ABA, ABAPPRA y ADEBA. Los argumentos y las propuestas presentados en el trabajo reflejan la visión del autor y no necesariamente representan la opinión de las Asociaciones o de sus bancos asociados.*

Resumen ejecutivo

Securitización como mecanismo para dinamizar el crédito hipotecario

- **El año 2024 marcó el regreso del crédito hipotecario ajustable por UVA y se espera que se mantenga los próximos años, dada la demanda insatisfecha de los hogares.** En efecto, desde mediados del 2024 el número de créditos hipotecarios UVA para la vivienda comenzó a crecer rápidamente, registrando desde el mes de diciembre un ritmo de desembolso comparable a los de mediados del 2018. Es de esperar que tanto la oferta como la demanda sean sostenidas en los próximos años, considerando las mejores condiciones macroeconómicas y las necesidades de vivienda de las familias.

- **Pero, para poder mantener el ritmo de crecimiento de créditos hipotecarios será necesario que los bancos puedan obtener financiamiento de largo plazo, siendo la securitización de sus carteras la alternativa más conveniente.**

- En la mayoría de los países con elevada penetración de créditos hipotecarios, estos son originados por los bancos, pero después de un tiempo, estos activos se transfieren el mercado de capitales a través de la securitización, lo que les permite generar nuevos préstamos.

- En la actualidad, el financiamiento de plazo apropiado para las hipotecas es sumamente limitado. Por esta razón, resulta necesario diseñar instrumentos adecuados al mercado de capitales doméstico. La securitización, a través de la creación de tramos de distinta madurez, retorno y liquidez, es la respuesta más conveniente a esta necesidad.

- Si los bancos no pueden encontrar en el corto plazo los mecanismos que les permitan continuar financiando el otorgamiento de préstamos hipotecarios, será imposible sostener el flujo de créditos como los observados en los últimos meses. Cabe señalar que el volumen de créditos hipotecarios que un banco puede mantener en su balance es limitado por varias razones, entre ellas por el deterioro de los indicadores de liquidez, el descalce de plazos y la concentración de la cartera en estos instrumentos.

- **El trabajo explora la securitización como una alternativa viable para el mercado hipotecario argentino, abordando los desafíos que presentan las hipotecas debido a su largo plazo y la necesidad de financiamiento adecuado**. **Las técnicas de securitización permiten crear tramos con distintas características de vencimiento, *duration* y riesgo de crédito**. La securitización implica la emisión de títulos en el mercado por parte de una entidad jurídica independiente, utilizando los préstamos hipotecarios como activos subyacentes.

- **La securitizarían de los créditos hipotecarios ofrece ventajas a las entidades y a los inversores, al tiempo que permite mantener un flujo de financiación a la vivienda.** Para las entidades financieras, la securitización ofrece beneficios: la obtención de fondos, la mejora de la liquidez, la atomización del riesgo en distintos instrumentos, la mejora de

los indicadores del balance y la diversificación del fondeo. Por otro lado, se concluye que no hay un déficit de capital regulatorio de los bancos para continuar expandiendo los préstamos hipotecarios en el corto plazo.

- **Para los inversores significa acceder a activos de alta calidad crediticia con retornos superiores a los bonos soberanos. Existen diferentes formas de estructurar la distribución de flujos en una securitización**, incluyendo deuda con colateral, securitización directa con *pass-through* y securitización con bonos *pay-through*, que permiten crear tramos con distintos perfiles de riesgo y vencimiento.

Dificultades y opciones para securitizar cartera hipotecaria en Argentina

- **No existe en la actualidad una demanda (ni un mercado) por títulos de hipotecas securitizadas**. Los desequilibrios macroeconómicos, la pérdida del crédito público y la falta de seguridad jurídica han determinado que no exista un mercado de capitales profundo en la Argentina y su reconstrucción tomara varios años.

- **El Estado, sin comprometer recursos presupuestarios, puede realizar acciones para crear demanda de activos financieros respaldados con hipotecas y construir, de este modo, la infraestructura financiera para el desarrollo del crédito hipotecario en gran escala.** En países que cuentan con cierto nivel de desarrollo del crédito hipotecario**,** los fondos previsionales y otros inversores institucionales son los compradores principales de hipotecas a través de la securitización. En Argentina, esos roles pueden ser asumidos por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) y por el banco BICE, entre los actores de propiedad pública.

- En primer lugar, el FGS tiene activos por el equivalente a US$ 64.800 millones[1], correspondiendo el 17% de esos activos a acciones con derecho a votos en empresas que cotizan en bolsa, en la mayoría de las cuales tienen directores.

- **Por cuestiones de eficiencia económica y optimización de la cartera resulta aconsejable introducir cambios en la composición del actual portafolio de inversiones del FGS, liberándose de la participación accionaria en empresas privadas e incrementando la de activos de renta fija, con garantía real y con retornos reales positivos, como serían los instrumentos securitizados de hipotecas ajustables por UVA.**

- **De esto modo, se evitan distorsiones económicas que provienen de la injerencia del fondo de pensiones estatal en los directorios de empresas privadas y obtiene activos con garantía real y con ajuste por inflación. Los plazos, la cláusula de ajuste y su potencial liquidez en el futuro mediato se adaptan a los pasivos del fondo de pensiones estatal.**

[1] Al tipo de cambio oficial.

- Con la reciente apreciación de los Títulos Públicos, una cartera balanceada requiere ajustes que implican reducir la exposición de aquellos instrumentos que ganaron participación. De esta forma, se obtiene una cartera optimizada según los parámetros objetivos. Existe aquí también una oportunidad de rebalanceo de estas tenencias en forma gradual hacia títulos del sector privado como los de las hipotecas securitizadas.

- Cabe señalar que el Art. 74 de la Ley 24.241, inciso i), permite al FGS la inversión en hipotecas o securitizados de préstamos hipotecarios de hasta el 25% de la cartera.

- **En segundo lugar, el banco BICE podría destinar una parte de su capital para la adquisición de activos securitizados, apalancándose en préstamos de organismos internacionales o emisión de deuda en el mercado de capitales.** En la actualidad, la mayor parte de los activos del BICE están invertidos en bonos del gobierno nacional y en préstamos a empresas privadas. Resulta altamente recomendable la diversificación de sus inversiones, entre los que podrían incorporarse títulos securitizados en su cartera. De este modo, no solo aporta al desarrollo de la infraestructura financiera del mercado hipotecario y del mercado de viviendas, sino que también obtiene beneficios propios al diversificar en activos con garantía real, potencialmente líquidos y de más largo plazo.

- **Por su parte, el sector privado también podría encontrar atractivo invertir en títulos securitizados. Por ejemplo, las compañías de seguro y los Fondos Comunes de Inversión son potenciales inversores, aunque de menor relevancia estratégica que los mencionados anteriormente.**

- **Una vez iniciadas las operaciones de securitización, principalmente debido al impulso de la demanda del FGS y del BICE, resulta razonable proyectar una participación creciente de inversores privados.**

- **Como un ejercicio de simulación, se estima que la participación de los distintos actores mencionados, especialmente el FGS y el BICE, permitirían el financiamiento en el corto plazo de hipotecas por US$ 14.900 millones, el equivalente al 2,4% del PBI. Con la incorporación de los FCI y de las Compañías de Seguro, el financiamiento podría crecer en otros US$ 3.100 millones (0,5% PBI) adicionales**.

- **Esta participación de los actores mencionados, a través de la compra de títulos de hipotecas securitizadas, permitirían financiar hipotecas por más de US$ 25.000 millones (4,1% del PBI),** dado que los bancos también retendrían una parte de los tramos de las securitizaciones.

- Actualmente el nivel de créditos hipotecarios en poder de los bancos asciende a 1% del PBI, aún lejos de los valores máximos alcanzados a fines de la década del noventa del

siglo pasado (6%). La implementación de esta propuesta podría permitir alcanzar el mismo nivel de penetración o aún más, a un costo razonable de financiamiento.

Activos bajo Administración de los inversores institucionales en Argentina

	Como % del PBI	En US$ M
Inversores Institucionales	**20,3**	**128.368**
FGS	10,3	64.793
BICE	0,2	1.299
Compañías de Seguros	2,3	14.346
Fondos Comunes de Inversión (FCI)	7,6	47.929
Sistema financiero		
Activos	32,5	205.272
d/c Hipotecarios para la vivienda	1,0	6.321

FUENTE: Elaborado en base al Informe de Estabilidad Financiera (IEF), BCRA. Dic. 2024. e información del BCRA.
Nota: El valor en dólares se calcula al tipo de cambio oficial.

RESUMEN: Participación de institucionales

Inversión del	% de su propia cartera	En M de US$	Impacto % del PBI
FGS	**22%**	**14.389**	**2,3%**
Venta de acciones	17%	11.149	*1,8%*
Reducción de tenencias TP	5%	3.240	*0,5%*
Banco BICE	**22%**	**500**	***0,1%***
Compañías de Seguros	***5%***	**717**	***0,1%***
FCI	***5%***	**2.396**	***0,4%***
TOTAL		**18.002**	***2,8%***

Introducción

Este trabajo explora la securitización como una alternativa viable para el mercado hipotecario argentino. Las hipotecas presentan desafíos particulares debido a su largo plazo y la necesidad de financiamiento, lo que genera un descalce entre activos y pasivos de los bancos.

Se propone la securitización como una solución a este problema, permitiendo a los bancos obtener financiamiento mediante la venta de préstamos hipotecarios a una entidad jurídica independiente. Esta forma de financiamiento resulta más adecuada para proveer de liquidez y reducir el descalce de las entidades financieras, dado el contexto actual del mercado doméstico de capitales.

Se analizan los beneficios para los bancos, como la obtención de fondos, la reducción del riesgo de crédito, la eficiencia del balance y la diversificación del fondeo. También se consideran los beneficios para los inversores, como el acceso a activos de alta calidad crediticia con retornos superiores a los bonos soberanos, según las necesidades de *duration* de cada uno de los inversores.

Para esto, se propone la creación de tramos del tipo pay-through para la estructura a securitizar, de forma de poder adecuarse a la demanda de los inversores.

También se analiza el mercado argentino, destacando la situación de los originadores de hipotecas, la estructura de fondeo del sistema financiero, los riesgos que enfrentan las entidades financieras y el papel de los inversores locales.

Se presenta una evaluación del potencial de inversión en hipotecas por parte de los inversores institucionales, incluyendo el FGS y el banco BICE. También se consideran, dentro del sector privado, los Fondos Comunes de Inversión y las Compañías de Seguros. La conclusión general es que el aporte para el despegue de las hipotecas dependerá en gran medida de redireccionar los recursos del FGS y del BICE, siendo el impulso muy importante en el corto plazo.

En resumen, el trabajo proporciona un análisis detallado de la securitización como una herramienta para impulsar el mercado hipotecario en Argentina, considerando tanto los beneficios como los riesgos y las particularidades del mercado local. El objetivo principal es proponer una alternativa para el financiamiento de las hipotecas que permita a los bancos liberar sus balances del descalce de plazos y mantener un flujo de financiamiento a un costo razonable.

Los desafíos que presentan las hipotecas

Las características especiales de las hipotecas

Como se mencionó en la anterior nota técnica relacionada[2], las hipotecas tienen características que las hacen diferentes de otros préstamos bancarios, particularmente debido al largo período hasta su vencimiento y por la elevada calidad de estos contratos crediticios[3].

[2] Nota Técnica de ADEBA, “Hacia un mercado hipotecario sostenible”, Abril 2020.

[3] En los contratos hipotecarios con suficiente garantía del inmueble y acorde a las regulaciones estándares (moderado monto del préstamo al valor de la vivienda -LTV- y razonable relación del pago de la cuota al ingreso del deudor), las tasas de morosidad son relativamente bajas y el repago tiene una alta probabilidad.

La extensa duración de un contrato típico hace necesario que, en volúmenes importantes, los bancos necesiten obtener un financiamiento fluido de un plazo similar. La transformación de plazos de las entidades financieras, desde pasivos con vencimientos inminentes hacia activos de vencimientos más prolongados, es una característica de estos intermediarios. Pero las hipotecas, como lo evidencian los distintos sistemas financieros alrededor de mundo, no pueden manejarse dentro del mismo esquema debido al descalce significativo entre estos activos y los posibles pasivos.

Dado que el mantenimiento de un conjunto de hipotecas dentro del balance de las entidades no es sostenible, al menos cuando alcanzan una proporción significativa de la cartera, de no mediar pasivos de igual duración, se requieren instrumentos que mitiguen este descalce.

De no ocurrir esto, los riesgos de *duration* (o de tasa de interés) se exacerban[4]. Por ejemplo, aumentos de la tasa de interés de mercado puede generar pérdidas significativas y descapitalización de los bancos si la duración de los activos es muy superior a la de los pasivos.

Adicionalmente, por esta misma característica, la venta en los mercados de capitales de las hipotecas está limitado a inversores muy particulares, los denominados institucionales, con mandatos de inversión de largo plazo (fondos de pensión, compañías de seguros de vida, etc.). Esta situación también puede comprometer *la liquidez de los bancos* si tuvieran retiros inesperados de depositantes y debieran salir a vender estos préstamos.

Finalmente, como todo activo en el balance bancario, se requiere de una contrapartida de capital según el riesgo crediticio asumido, pero por un largo tiempo. Este costo es inferior a otros préstamos o inversiones, dado que se trata un contrato con una garantía real, sólida y ejecutable.

¿Como se pueden financiar las hipotecas?

Pero al mismo tiempo, tratándose de activos garantizados a través de hipotecas a la vivienda, podrían ser atractivos para los mencionados inversores institucionales en condiciones normales de mercado[5]. En general, las hipotecas incluyen una tasa de interés que recompensa por el riesgo que se asume y es más alta que un bono comparable del gobierno.

Teniendo en cuenta lo mencionado respecto al plazo y calidad de los préstamos hipotecarios, la evidencia internacional indica que hay dos instrumentos que se ajustan, en mayor o menor medida, al financiamiento en el largo plazo de las hipotecas[6]. Estos son:

1. *La emisión de bonos con doble garantías*, las derivadas del balance del banco y de un portafolio específico de hipotecas y,

2. *La securitización o titulización de hipotecas.* Esto es, la creación de una entidad jurídica independiente del banco, estructurada con las hipotecas como activos y que deriven las rentas a inversores través de instrumentos de mercado.

[4] En este trabajo, cuando se hace referencia al riesgo de *duration* se indica los efectos que tienen cambios en la tasa de interés de mercado sobre el valor de este activo en relación al cambio de valor de los pasivos. Dado que las hipotecas tienen vencimientos a largo plazo, están más expuestas a estos cambios. En general, cuanto más alejados en el tiempo los flujos financieros de un activo o pasivo, mayor es la sensibilidad a cambios en la tasa de interés de descuento o en la tasa de mercado.

[5] Es decir, cuando no hay ventas forzadas de parte de los bancos.

[6] Para más detalles, puede consultarse la Nota Técnica de Abril de 2020.

La *emisión de bonos garantizados* con hipotecas requiere aislar una cartera especificada de préstamos del resto de otros componentes del activo, al tiempo que se otorga una mejor prelación a estos títulos en caso de un evento crediticio de la entidad financiera y por sobre otros pasivos bancarios, entre los que se destacan los depósitos.

En primer término, si bien esta alternativa puede resultar conveniente por un menor costo de implementación que una securitización, la duración del bono garantizado no necesariamente resuelve el problema de descalce sino hay demandantes (i.e. inversores institucionales) que puedan absorber una emisión de bonos de larga duración (idealmente igual a la cartera de hipotecas) [7]. Esta demanda es difícil de encontrar y, por este motivo, los bonos garantizados son considerados como una solución imperfecta para resolver el descalce, creando también un riesgo adicional: el riesgo de refinanciación[8].

En segundo lugar, los bonos garantizados requieren, como se ha mencionado, que los depositantes y otros acreedores cedan a los inversores una parte del activo del banco. Esta condición puede implicar que los depositantes y otros prestamistas de la entidad financiera requieran tasas de interés superiores, para compensar el menor respaldo del balance. También necesitaría que la regulación bancaria, creada especialmente para proteger a los pequeños depositantes, sea reformada a través del proceso legislativo[9].

Finalmente, los bonos garantizados tampoco liberan capital bancario. Esta posibilidad ocurre con la securitización si constituye una venta verdadera, lo cual requiere que se cumplan determinadas condiciones que demuestren que el banco no garantiza ningún evento de crédito o de iliquidez (ver más abajo).

En resumen, siendo la emisión de bonos garantizados una alternativa posible, el problema de descalce hace esta alternativa menos conveniente en el corto y mediano plazo para las condiciones actuales de la Argentina[10], otorgando una ventaja al proceso de securitización.

[7] Como será evidente con el análisis de un estructurado en la securitización, los bonos garantizados no pueden, a priori, estructurarse con distintos vencimientos para el mismo conjunto de activos que los garantizan. Por lo tanto, un valor determinado de hipotecas solo puede garantizar un único bono con una *duration* determinada que tiene que ser absorbido por el mercado de capitales. Crear distintos bonos con distintas *durations* para el mismo conjunto de hipotecas implicaría que uno de estos tenga que absorber los riesgos de pre- cancelaciones o de extensión. Esto equivale a crear tramos (ver más abajo) y constituiría, en efecto, una especie de securitización, menos eficiente.

[8] El riesgo de refinanciación, o de *roll-over*, es el que surge cuando las necesidades de fondos del emisor son más largas que el vencimiento del bono. Entonces, ante cada vencimiento pueden ocurrir eventos que hagan más costoso, e incluso inviable, la emisión de un nuevo bono que lo reemplace.

[9] En el caso argentino, se requiere una ley específica que permita este cambio de privilegio ante las quiebras de las entidades financieras que actualmente poseen los depositantes bancarios. (Ley 21.526, Ley de Entidades Financieras).

[10] Una ventaja que no debe dejarse de lado es que los bonos garantizados son más estándares/simples que los estructurados y, por lo tanto, el mercado potencial podría ser más amplio. En definitiva, se trata de un intercambio entre plazos (ventaja para los estructurados) y base inversora (ventaja para los bonos garantizados).

De qué se trata la securitización

La securitización[11] posee ventajas que, dado el escaso desarrollo del mercado de capitales y ausencia de inversores privados institucionales de largo plazo, hace conveniente recurrir a esta forma de financiamiento para el mercado hipotecario en el corto y mediano plazo.

La securitización o titulización implica: a. la emisión de títulos en el mercado por parte de una entidad jurídica, b. con el propósito de adquirir préstamos hipotecarios a las a las entidades originadoras de hipotecas, generalmente bancos y, c. otorgando renta a los inversores de títulos basados en los flujos de las hipotecas.

La estructura de una securitización se compone de activos, las hipotecas, que garantizan los pasivos, que son los títulos emitidos en el mercado. Los flujos de pagos de las amortizaciones y los intereses de las hipotecas se pueden modificar para obtener títulos que se ajusten a la demanda de los inversores. Es decir, los pasivos emitidos se hacen en tramos diferentes, con distintos perfiles de vencimiento y riesgo, para poder diseñarlos según la demanda disponible.

Cabe señalar que la modificación de los flujos provenientes de las cuotas de las hipotecas tiene un límite, por lo que siempre algunos tramos tienen flujos menos predecibles para crear otros más predecibles.

La securitización implicó una innovación financiera que trajo un conjunto de beneficios al mercado de capitales[12], tanto para los originadores de préstamos (i.e. bancos) como para la base de inversores.

Beneficios de la securitización para los bancos

Entre los beneficios para los originadores, se encuentran:

a. Obtener fondos a través de la venta y transferencia al fideicomiso de los préstamos hipotecarios.

b. Limitar la exposición de riesgo de crédito. Al vender y transferir los préstamos hipotecarios, las entidades financieras reducen la exposición y pueden liberar capital que les exigen la regulación, bajo determinadas condiciones que hacen a una “venta verdadera”.

   Conceptualmente, cuando la entidad que vende los créditos no tiene exposición a pérdidas por impagos de los activos transferidos, se dice que se realizó una “venta verdadera”. Si hay una venta verdadera, el banco puede reducir el capital requerido por la regulación que está asociado a estos créditos[13].

c. Eficientizar y flexibilizar el balance contable. Si ocurre una venta verdadera de los activos, el originador no solo libera capital, sino que ciertas ratios asociados a la liquidez y apalancamiento tienden a mejorar.

[11] En este trabajo se usa indistintamente los términos securitización y titulización.

[12] El origen de la securitización de hipotecas a través de los instrumentos modernos con pass-through de flujos (MBS, por Mortgage Backed Securities) se remonta a 1970, con la primera operación realizada por la agencia estatal Ginnie Mae en los EE.UU.

[13] La normativa argentina de capitales mínimos establece varias condiciones para una transferencia real de derechos, entre los que se destacan: la cesión efectiva de los derechos al fideicomiso y aislamiento del riesgo de crédito del originador.

d. Diversificar el fondeo de los originadores. Para los originadores que tienen escaso a nulo acceso al mercado de capitales, la securitización les permite diversificar la base de inversores.

e. Reducir los costos de fondeo. El interés promedio de los títulos securitizados debería ser inferior al de una emisión de este originador debido a que la calidad del activo en garantía es superior al de su balance.

f. Mejorar el perfil de duración de los activos con la de los pasivos en el balance del originador. Es decir, reducir el riesgo de descalce.

Cabe señalar que, indirectamente, la securitización ha permitido el desarrollo de otros mercados, como el de la vivienda. De esta forma, la política pública se alinea con instrumentos de mercado para un objetivo que usualmente tienen los gobiernos. El ejemplo más evidente es la existencia de entidades con apoyo gubernamental que se encargan de comprar hipotecas de los originadores que cumplan ciertos requisitos para securitizarlos, muchas veces con mejoradores de crédito o de liquidez[14].

Beneficios de la securitización para los inversores

a. Para muchos inversores, este mecanismo les permite acceder a la clase de activo de hipotecas, ajustando el riesgo de crédito y liquidez a sus necesidades, según el tramo comprado. De otra forma, no podrían ganar exposición a este activo de alta calidad crediticia.

b. Las garantías brindadas por las hipotecas y la entidad legal independiente ofrecen bajo riesgo crediticio.

c. Con bajo riesgo, los retornos para los inversores son superiores a los de los bonos soberanos.

Diseño del estructurado

Conceptualmente, los principales actores intervinientes en una securitización son:

a. Originador[15]: es el generador y poseedor original de los préstamos a securitizar[16]. Típicamente los originadores son los bancos, pero en otros países también tienen un rol importante las entidades más especializadas. Usualmente el originador es también el Vendedor de los activos a securitizar[17].

[14] Por ejemplo, en Estados Unidos tanto la Asociación Nacional Federal Hipotecaria (FNMA, por sus siglas en ingles), conocida como Fannie Mae, así como la Corporación Federal de Hipotecas Residenciales (FMCC, por sus siglas en inglés) o Freddie Mac, cumplen con el propósito de facilitar el financiamiento de largo plazo para hipotecas de viviendas de clase media.

[15] En la Ley argentina 24.441 se denomina fiduciante.

[16] El proceso puede involucrar un solo originador (stand alone) o múltiples (Conduit). En este último caso, el estructurado contiene hipotecas originadas por varios bancos, diferentes entre sí.

[17] Un caso donde podrían diferir el originador del vendedor es cuando una entidad financiera compra a otra entidad una cartera de préstamos que después lo vende a un fideicomiso para estructurar.

b. Comprador o Emisor[18]: es la entidad especialmente creada para contener los activos a securitizar, generalmente como fideicomiso, y para emitir los títulos[19]. El comprador adquiere los activos emitiendo títulos que vende en el mercado de capitales.

c. Fiduciario[20]: es un tercero independiente que administra el fideicomiso en beneficio de los inversores.

d. Servicer: es el encargado de cobrar, administrar y, en caso de ser necesario, ejecutar las hipotecas impagas. El Originador usualmente cumple este rol debido a que, de esta manera, continúa manteniendo una relación con su cliente.

e. Facilidad de Liquidez: es un proveedor de liquidez de los títulos emitidos por el fideicomiso. Funciona en casos de situaciones de iliquidez del mercado. No está siempre disponible pero su existencia aumenta el atractivo del título para los inversores[21].

f. Inversores[22]: son los compradores de los títulos emitidos por el fideicomiso. La base inversora está conformada por fondos de pensión, fondos mutuos, *hedge funds*, compañías de seguros, instituciones financieras internacionales y domésticas, etc.

g. Gerente: es el estructurador de la transacción. Arma el fideicomiso, lo administra y distribuye los títulos entre los inversores.

h. Agencias de calificación: son las que califican el riesgo de crédito de la estructura. Generan importante información para los inversores.

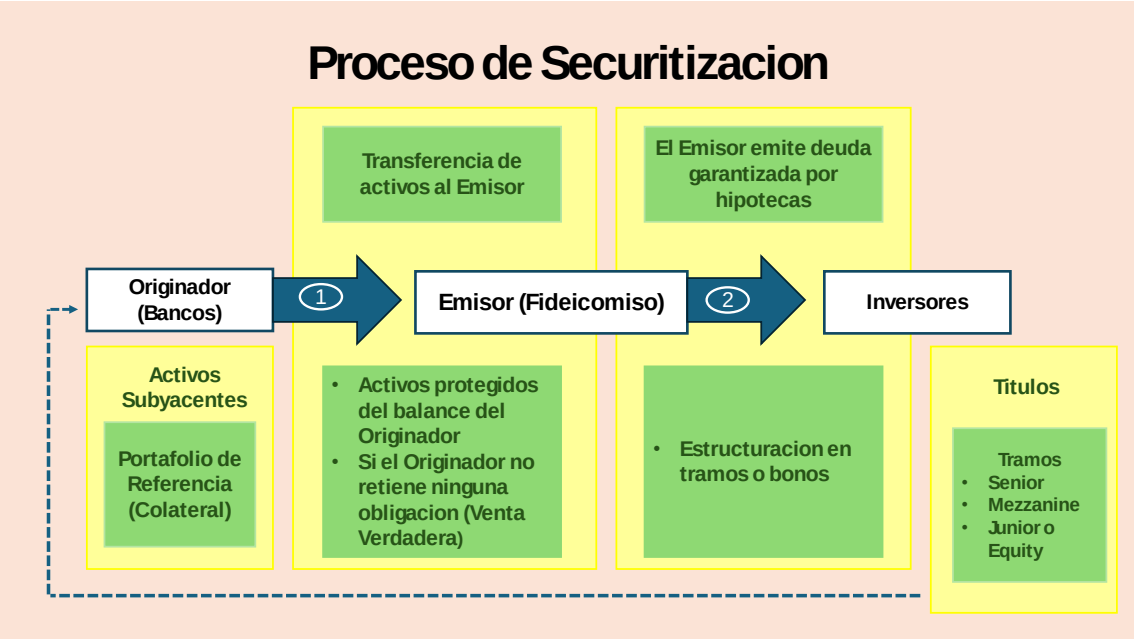
i. Proveedores de Cobertura: proveen cobertura a la estructura contra el riesgo de tasa de interés o moneda.

j. Aseguradores: proveen un seguro para los inversores frente al riesgo de crédito.

k. Auditores: auditan el conjunto de activos, según los contratos del fideicomiso.

En forma simplificada, típicamente una estructura de securitización asume el siguiente esquema:

[18] En la Ley 24.441, es la figura de fideicomiso.
[19] También conocido como Vehículo de Propósito Especial (VPE o SPV, por sus siglas en ingles).
[20] En la Ley 24.441, es la figura de fiduciario.
[21] Los proveedores de liquidez pueden ser bancos de alta calificación crediticia.
[22] Tenedores de Certificados de Participación o títulos de Deuda en la Ley 24.441.



FUENTE: Adaptación de *Back to basics: What is Securitization?*, IMF, Finance & Development, September 2008.

El originador (banco) vende y transfiere los préstamos hipotecarios a un emisor (fideicomiso). Si el originador conserva el rol de *servicer*, continua con la gestión de cobros de las cuotas a los deudores y con eventual ejecución de los prestamos impagos. De esta forma, el originador libera de su balance el portafolio de préstamos que cede al vehículo.

El fideicomiso emite títulos en el mercado que son adquiridos por los inversores. Los títulos pagan el principal y cupones con el flujo generado por el cobro de los préstamos.

El fiduciario (o gerente del Fideicomiso) es quien administra la estructura para resguardar los intereses de los compradores de títulos.

El originador recibe, a cambio de la transferencia de los préstamos, efectivo de parte del fideicomiso, que incorpora a su balance. De este modo, consigue fondos de largo plazo a un costo más conveniente.

Formas básicas de securitización

Los fideicomisos respaldados por activos pueden diferir en las garantías, tipos de seguros y otros muchos mejoradores que pudieran crearse[23]. Pero lo que hace diferente a las estructuras desde el punto de vista financiero es cómo el flujo de dinero se distribuye entre los diferentes títulos emitidos por el fideicomiso.

En forma estilizada, hay tres formas básicas diferentes de securitización desde la perspectiva de la distribución de los flujos del fideicomiso[24].

a. **Deuda con colateral.** El fideicomiso emite títulos garantizados con los activos (hipotecas). Los títulos emitidos son bonos cuyos flujos son independientes del flujo del fideicomiso. El flujo

[23] Por ejemplo, cuando el crédito hipotecario es ajustable por el índice de Precios al Consumidor, para el inversor puede ser atractivo que tenga alguna garantía del salario real del deudor, de forma de reducir el riesgo de crédito sistémico.

[24] Basado en F. Fabozzi (ed., 2005) *The Handbook of fixed income securities*, 7th Edition, Mc Graw Hill.

derivado de las amortizaciones e intereses de préstamos se acumulan en el estructurado y son independientes de los compromisos asumidos con los bonistas. No obstante, esta estructura requiere "calzar" los ingresos con los egresos[25].

b. **Securitización directa con "pass-through".** Todos los flujos de caja, incluyendo el pago del principal, los intereses y las cancelaciones anticipadas, son transferidas a los inversores en forma proporcional, después del pago de honorarios al servicer y a los que proveen seguros. Los inversores tienen participación en el fideicomiso, dado que no se trata de la estructura típica de un bono. Los inversores compran, de este modo, un conjunto de hipotecas sin cambiar el flujo heredado de las mismas.

c. **Securitización con bonos del tipo "pay-through".** En forma relacionada, un diseño de distribución del flujo permite crear diferentes títulos con los mismos activos, *generando tramos con distintos tipos de pagos (como bonos, con sus cupones y amortizaciones).* Esto permite ofrecer a los inversores tramos con distintas *durations*, altamente apreciado por los inversores[26].

Existen distintas alternativas dentro de este tipo de estructurados:

c.1. *Regla de asignación del principal:* Bonos secuenciales. La asignación secuencial del principal permite crear tramos o bonos con diferentes vencimientos. El objetivo es crear títulos con vencimientos diferentes al del conjunto de activos subyacentes[27].

Estos bonos secuenciales buscan ajustarse a distintos inversores, asumiendo que el mercado demanda en forma segmentada.

c.2. *Regla de asignación del principal y de los intereses[28]:* Bonos sin intereses (*Accrual Bonds*). Una forma de reducir la exposición al riesgo de extensión[29], es a través de la creación de un tramo (bono) que no paga intereses por un periodo de tiempo hasta que las clases anteriores han sido canceladas. De esta forma, se provee de flujo a los bonos de más corto plazo asignando los intereses de este bono especial a los primeros.

c.3. *Reglas de asignación del principal.* Bonos PAC. Existen otras diferentes maneras de protección para el riesgo de extensión a través de una serie de estructuras que controlan la asignación de las amortizaciones pagadas a los distintos tramos. El esquema siempre busca priorizar el pago de determinados tramos, siendo los restantes los que reciben el resto de los flujos[30]. El esquema más utilizado es el que crea tramos denominados Clase de Amortización Planeada (PAC, por sus siglas en ingles), que asegura un calendario de amortización

[25] Pueden requerirse un exceso de garantías en estos casos, de forma de reducir el riesgo de crédito.
[26] Estas modificaciones constituyen mejoradores internos de la estructura.
[27] Un ejemplo de bonos secuenciales es asignar inicialmente todas las amortizaciones al tramo senior. Una vez cancelado este bono, se comienza a pagar el principal del siguiente tramo y así sucesivamente.
[28] Similar a los bonos secuenciales, pero en este caso son bonos sin pago de cupones (cero cupón).
[29] Cuando las cancelaciones anticipadas son inferiores a las previstas.
[30] Por ejemplo, un bono con PAC tiene los flujos de un bono corporativo, pero eso implica que los bonos acompañantes amortigüen los flujos restantes, tanto si son más altos que los previstos (prepagos acelerados) o más bajos (morosidad/impagos de hipotecas).

predecible, Clase de amortización Objetivo (TAC, por sus siglas en ingles), mientras que el resto de los tramos acompañantes absorben los flujos restantes[31].

c.4. *Reglas de asignación del principal. Bonos a Pro-Rata.* La razón para asignar los pagos de amortizaciones en forma proporcional entre los tramos es crear bonos que difieran solo en los cupones pagados. Todos los tramos tienen, de esta forma, una vida promedio similar.

c.5. *Reglas de asignación de los intereses.* Bonos con primas y bonos con descuento. Se usa la estructura a Pro-Rata mencionada para la asignación del principal, se pueden crear bonos con diferentes cupones siempre que los flujos totales del subyacente sean similares a los pagos de cupones. De este modo, algunos bonos pueden recibir cupones más altos y otros más bajos.

c.6. *Reglas de asignación de los intereses.* Bonos con tasas flotantes. Al crear tramos que pagan tasas flotantes, el resto de los tramos soportan las variaciones (flotante inversa). Como ningún bono puede tener un cupón negativo, hay un límite al máximo que puede recibir un bono con tasa flotante[32].

c.7. *Reglas de asignación de intereses.* Strips. Implica asignar porcentajes específicos de los intereses y/o de las amortizaciones al proceso conocido como *stripping*. En el caso de los bonos que solo pagan intereses (IO, por *Interest-Only*) tienen un principal que es nocional y reciben intereses sobre este cupón hipotético. En forma similar, los bonos que solo pagan amortizaciones (PO, por *Principal-Only*) solo reciben el pago del principal, con tasas cero de interés[33].

Lo que resulta interesante es que si la estructura no tiene un seguro de crédito garantizado[34], la estructura de pagos también permite crear tramos según la subordinación respecto al riesgo de crédito. Los tramos Senior son los primeros en recibir los pagos de las amortizaciones, los tramos medios (*Mezzanine*) solo reciben pagos de cupones y los tramos más bajos (junior o *equity tranche*) es el que primero absorbe las pérdidas por impagos. Típicamente los *servicers* (u originadores) retienen estos últimos tramos, de forma de alinear los incentivos para el cobro y ejecución a los deudores impagos[35].

Riesgos de inversión en títulos de hipotecas estructuradas

Los riesgos de estos instrumentos pueden se agrupados en las siguientes categorías:

Riesgo de duration: hace referencia a dos conceptos relacionados. El primero es el tiempo promedio de lo que toma la cancelación total tanto del capital como de los intereses, ponderado

[31] La creación de los tramos PAC busco crear un bono que compitiera con los bonos corporativos en el mercado. Su introducción en el año 1987 expandió en forma considerable la base inversora de hipotecas securitizadas a empresas e inversores institucionales.

[32] Nótese que si el subyacente (hipotecas) está compuesto por préstamos a tasa fija, esta estructura solo busca modificar los flujos de forma de generar un instrumento a medida de la demanda. Este es solo un ejemplo de cómo es posible crear tramos a medida.

[33] Estos bonos, IO y PO, son considerados derivados, complejos y, por lo tanto, con demanda de inversores más sofisticados. Son altamente sensibles a cambios en los flujos de cancelaciones anticipadas.

[34] En EE.UU. cierto tipos de hipotecas son garantizados por las agencias cuasi- gubernamentales (GSE).

[35] Esto ocurre cuando la retención del riesgo es horizontal. Si la retención del riesgo es vertical, el *servicer* se queda con participaciones de todos los tramos. La regulación del BCRA no obliga a la retención del riesgo, pero es altamente deseable desde el punto de vista económico y financiero.

por los flujos recibidos. El segundo concepto hace referencia a la sensibilidad del precio del título al cambio en la tasa de interés del mercado. Debido a que los bonos *pass-through* pagan cupones fijos y típicamente tienen 20 o 30 años al vencimiento, la *duration* es elevada, siendo el precio muy sensible a las tasas de interés. Adicionalmente, la característica de estos flujos es que la *duration* del título no es fijo sino incierto porque los deudores hipotecarios pueden cancelar anticipadamente su préstamo.

Riesgo de prepago o de cancelación anticipada: las cancelaciones anticipadas pueden ser voluntarias o no. Las pre- cancelaciones voluntarias son determinadas en gran medida por las decisiones de los deudores de refinanciar su préstamo actual por uno más barato o por decisiones de venta debido a una relocalización. La principal causa de pre- cancelaciones es una baja de la tasa del mercado, dado que, con nula o baja penalidad los deudores pueden cambiar el préstamo caro por uno más barato. Por esta razón, cuando la tasa se reduce, las pre-cancelaciones aumentan y los precios de los títulos del estructurado se incrementan, pero con un límite[36].

Riesgo de crédito. Las causas principales del impago de hipotecas se deben a eventos tales como desempleo, enfermedad o divorcios o cuando la situación del mercado es tal que los precios de las viviendas están muy por debajo de la deuda hipotecaria. Por este motivo, un portafolio atomizado de hipotecas busca reducir el riesgo idiosincrático, que el evento ocurra simultáneamente para la mayoría de los deudores. De no ocurrir eventos en forma sistémica, el crédito hipotecario es un prestamos sólido, con muy baja tasa de impago y morosidad.

Para los inversores, el riesgo de crédito lo soportan los tramos juniors (o *equity*) de la estructura. Pero existe la alternativa, como en los EE.UU., que los inversores tengan un seguro completo por riesgo de crédito, enfrentando el resto de los riesgos de *duration* y prepago, por supuesto[37].

Riesgo de liquidez: este riesgo depende del tipo de título. Aquellos más parecidos a los bonos corporativos o soberanos (e.g. PAC) serán más demandados y tendrán más liquidez que los tramos con flujos más impredecibles (e.g. el tramo más junior).

El mercado argentino

Como se ha discutido anteriormente, este estudio trata de proponer una alternativa para el financiamiento de las hipotecas. El principal desafío es sostener el flujo de oferta de créditos hipotecarios con un sistema bancario con pasivos de vencimiento en el corto plazo (i.e. depósitos) y la escasez de inversores institucionales de largo plazo.

Si bien los bancos muestran ratios de liquidez y de capitalización todavía razonables, en términos de descalce la limitación es mayor. Pronto, en un tiempo no muy prolongado, serán aún más evidentes los límites que la liquidez y la capitalización generan a las entidades financieras al aumentar su exposición a las hipotecas.

[36] En términos financieros, los títulos son rescatables anticipadamente (callable) y la apreciación cuando la tasa baja tiene un límite (se dice que el titulo tiene una convexidad negativa).

[37] En los EE.UU. las agencias hipotecarias (Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae) aseguran los títulos por impagos e iliquidez (cuando se demoran los pagos de cuotas). Cuando ocurre un evento de impago, la agencia pre- cancela el préstamo a la par.

La situación de los originadores de hipotecas

Como ha sido señalado en otros estudios[38], el desarrollo del sistema financiero doméstico es muy bajo en escala, no así en la variedad y calidad de productos. Cuando se compara con otros países de la región que basan su financiamiento en intermediarios bancarios más que en los mercados de capitales, las diferencias son evidentes. Aún más interesante es la comparación de los créditos hipotecarios en términos del PBI, donde Argentina muestra un rezago aún mayor, con un volumen en relación con el PBI casi inexistente.

Comparación internacional del sistema bancario

Como % del PBI

	Créditos	**Depósitos**	**Créditos Hipotecarios**
Argentina	**8,1**	**13,4**	**1,0**
México	25,4	13,7	4,2
Uruguay	26,4	43,8	4,5
Colombia	42,0	20,5	6,4
Perú	43,7	16,4	6,6
Paraguay	52,5	16,0	2,3
Brasil	71,6	29,5	10,0
Chile	79,9	19,4	27,9

FUENTE: Informe de Estabilidad Financiera, BCRA. Dic. 2024 y bancos centrales.

En la República Argentina, los bancos comerciales son los principales originadores de préstamos hipotecarios, aunque la Ley de Entidades Financieras permite que otras entidades también participen del mercado[39].

Los bancos financian sus actividades con una estructura de depósitos de corto plazo, principalmente depósitos a la vista, y patrimonio neto. En consecuencia, el vencimiento promedio de sus obligaciones es insuficiente para sus actividades comerciales que requieren un plazo mayor. En efecto, los depósitos a la vista representan el 20% del activo total del sistema siendo, después del Patrimonio Neto, la segunda fuente de financiamiento. Entre el total de depósitos, más del 90% tiene vencimiento inferior al mes.

[38] Entre ellos, la Nota Técnica de ADEBA (2020).
[39] Además de los Bancos Comerciales, los Bancos Hipotecarios y las Cajas de crédito.

Estructura de fondeo del Sistema Financiero

Como % del Activo, excepto cuando se indique lo contrario

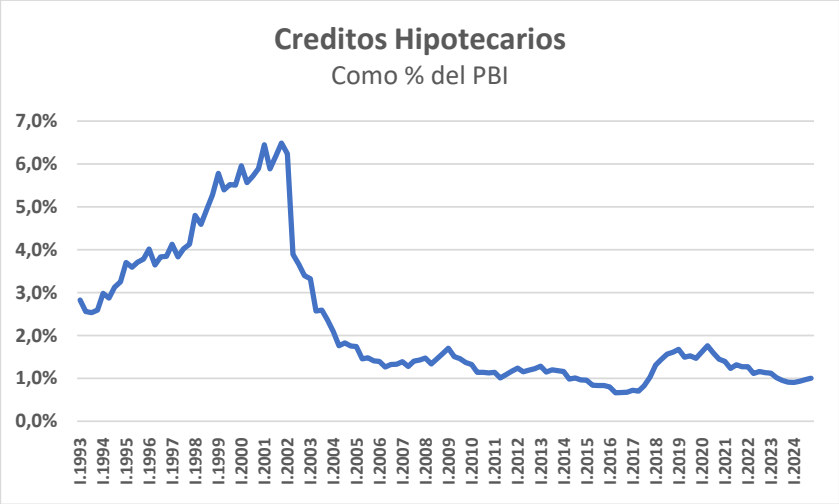
	Promedio últimos años	2024
Depósitos del s. priv. MN - Vista	23,0	18,3
Depósitos del s. priv. MN - Plazo	21,0	16,2
Depósitos del s. priv. MN - Otros	0,8	0,6
Depósitos del s. priv. - ME	11,9	16,5
Depósitos del s. púb. - MN	11,9	10,8
Depósitos del s. púb. - ME	2,0	1,1
ON, OS y líneas del ext.	2,9	1,2
Otros pasivos	11,3	10,0
PN	15,3	25,4
Participación % de los depósitos con plazo inferior a 1 mes (% del total de dep.)	86,4	92,4
Exceso de *duration* de la Cartera Activa (en meses)	1,7	2,9

FUENTE: En base a información del Informe de Estabilidad Financiera, BCRA. Diciembre 2024.

Nota: promedio de los últimos 10 años, con excepción del exceso de *duration* que corresponde a los últimos 6 años.

En los últimos 30 años, solo durante la década de 1990 se observó un crecimiento del crédito hipotecario para la vivienda superior al del PBI nominal, alcanzando un máximo de casi el 6% hacia el final de esos años. La crisis económica y financiera del 2001-02 produjeron un quiebre en los contratos originales (la mayoría de los depósitos y créditos estaban nominados en moneda extranjera), lo que redujo la confianza en el sistema bancario, en el volumen de depósitos, los plazos y, consecuentemente, el financiamiento de largo plazo.

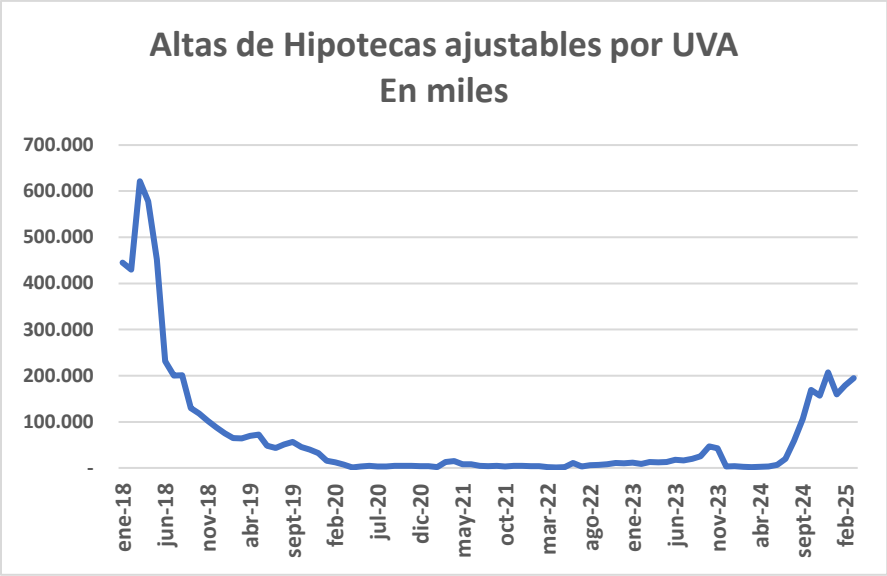
Otro periodo de recuperación fue durante los años 2016-2018, cuando una mayor estabilidad macroeconómica, sumado a la introducción de los prestamos ajustables con UVA, posibilitaron el despegue del crédito hipotecario. Esta corta experiencia, frustrada por una crisis a mediados del 2018, permitió que las hipotecas recuperaran solo un poco más del 1,5% del PBI. Luego comenzó una declinación sistemática.



FUENTE: Elaborado en base a información del BCRA. Último dato: 4to trimestre de 2024.
Nota: Los préstamos hipotecarios UVA han sido ajustados para reflejar el valor de la inflación en cada período.

A partir del segundo semestre del 2024, en un contexto de reducción significativa de la inflación y mayor liquidez bancaria, los flujos mensuales de préstamos hipotecario en UVA comenzaron a repuntar rápidamente.

Cabe señalar que el stock de créditos hipotecarios es aún muy bajo, pero la demanda ha crecido en forma muy acelerada en los últimos meses, lo que augura niveles elevados de la demanda. De acuerdo con información del BCRA, los flujos de préstamos hipotecarios en UVA comenzaron a repuntar en el segundo semestre, alcanzando hacia fines del año pasado préstamos otorgados por un poco más de 200 millones de UVA, nivel que se sostuvo durante el primer cuarto del 2025. Este flujo no se observaba desde el año 2018.



FUENTE: Elaborado en base a información del BCRA. Último dato: Marzo de 2025.

En el siguiente cuadro se observa que el stock de créditos hipotecarios a fines del 2024 fue un 2,6% mayor al registro del año anterior, pero 15% inferior al de fines del 2018. Nótese, como se mencionó anteriormente, que el promedio mensual de préstamos durante el 2024 fue equivalente a 3 veces el del año 2023.

	Período – a fines de cada año		
	2018	**2023**	**2024**
Préstamos hipotecarios (en miles de UVA)			
Stock (fdp)	6.267.475	5.242.086	5.377.864
Flujo promedio mensual	299.749	19.432	61.768
Flujo de Diciembre	88.168	3.470	207.406
Valor de la UVA (fdp, en $)	64,3	463,4	1.300,9

FUENTE: Elaborado en base a información del BCRA.

Una de las razones por las cuales las entidades financieras se encuentran estratégicamente cambiando su oferta de préstamos, más focalizada en el sector privado, es el cambio de comportamiento del sector público. En efecto, con la consolidación fiscal del Sector Público Nacional (SPN), las necesidades de financiamiento neto del gobierno se han reducido a un mínimo y, por lo tanto, para los intermediarios financieros se ha abierto la posibilidad de buscar

nuevas alternativas con créditos a los privados. La menor oferta de títulos públicos en el futuro liberará recursos para títulos del sector privado.

Pero en el corto y mediano plazo el financiamiento de los bancos continuará viniendo del crecimiento de depósitos, provenientes del ahorro de los hogares y empresas.

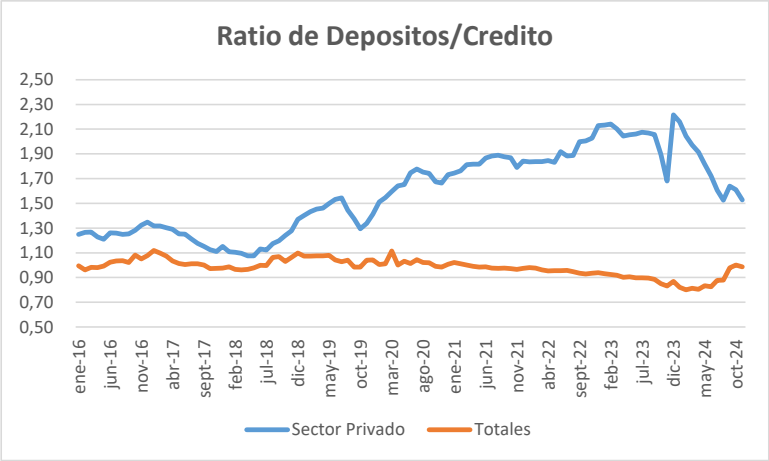
En este contexto, el reciente crecimiento de la demanda por crédito para la vivienda abre serios interrogantes acerca de la sostenibilidad de la oferta en el mediano plazo, dependiendo del crecimiento de los depósitos, principal fuente de fondos.

Con todo, aun cuando la estructura de depósitos tienda a plazos más largos, nunca será lo suficiente como para evitar el descalce con un crédito hipotecario de plazo promedio.

¿Cuáles son los riesgos que enfrentan las entidades financieras?

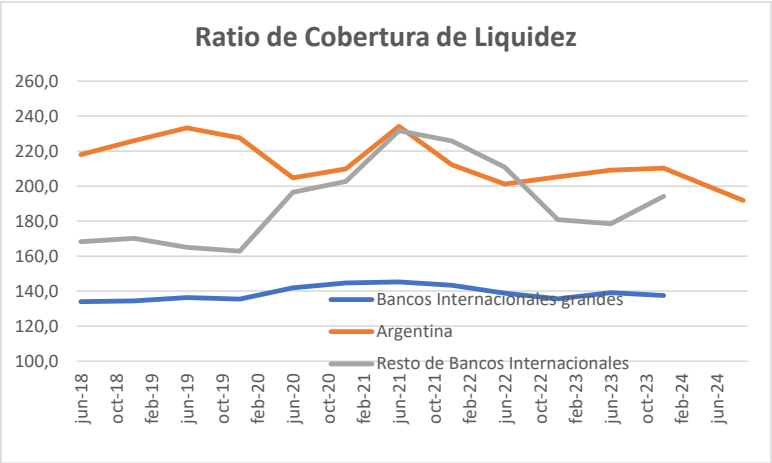
Los indicadores del sistema financiero muestran una situación adecuada de liquidez, respecto a su historia y otros sistemas financieros. Pero el último dato oficial disponible indica que la disminución ha sido tal que la convergencia hacia los promedios internacionales está muy cerca y que incluso puede llevar a una situación de estrechez en unos pocos trimestres.

Si bien los depósitos totales, tanto en UVA y como nominales en pesos aumentaron, los créditos al sector privado tuvieron una recuperación histórica que consumieron elevada liquidez de las entidades financieras[40].



FUENTE: Elaboración propia en base a información del BCRA. Último dato: Diciembre 2024.

[40] Nótese que, cuando se mide en relación con el total de depósitos y de créditos, la acumulación de depósitos del sector público indica muestra una mejor dinámica en esta relación de liquidez. No obstante, esta acumulación puede considerarse transitoria, consecuencia de la emisión adelantada de títulos en moneda doméstica y, lógicamente, del superávit fiscal.



FUENTE: IEF, Diciembre 2024. BCRA.

En relación con el capital, las entidades tienen un capital que es más de 3 veces el requerido por el regulador. Esto equivale a 22 veces el stock actual de créditos hipotecarios y 47 veces el destinado a la vivienda. Si se asume que los créditos hipotecarios puedan a representar el 10% del activo (similar a la década de los noventa), el actual 3,5% del activo puede fácilmente incrementarse sin consumir el nivel de capital excedente. En resumen, la holgada posición de capital no representa un riesgo en el corto plazo que pueda limitar el crecimiento estos préstamos.

Indicadores del Sistema Financiero

Concepto	2018	2023	2024
Liquidez amplia	56,6	76,0	49,4
En moneda nacional	53,6	70,1	36,6
Liquidez con pases/LEFI	36,3	64,0	39,8
Liquidez	35,9	26,5	30,0
En moneda nacional	23,7	7,2	9,8
Crédito al sector público	10,4	22,4	37,5
Crédito al sector privado	41,2	22,7	31,6
Irregularidad de cartera privada	3,1	3,7	1,5
Exposición patrimonial al sector privado	- 2,4	- 1,6	- 1,6
Integración de capital	16,0	32,5	33,1
Integración de capital Nivel 1	14,2	31,8	32,8
Posición de capital	84,5	306,2	315,1

FUENTE: BCRA. Para las definiciones, ver Anexo 1.

Respecto a la duration de los activos y pasivos, es en esta relación donde se encuentra un descalce significativo, asociado al fondeo de corto plazo, pero también mitigado por la escasa exposición a créditos más largos. A medida que los créditos hipotecarios crezcan en proporción a la cartera de las entidades, este indicador mostrará un nivel de vulnerabilidad ante cambios significativos en las de interés de mercado.

Si este descalce de plazos no puede ser corregido, las entidades se verán enfrentadas a la posibilidad de cambiar los contratos de las nuevas hipotecas, probablemente reduciendo los

plazos y/o prestando a tasas variables. Una de las ventajas de contar con financiamiento de largo plazo no sólo es extender los plazos de los créditos sino de poder prestar a tasas fija[41].

Madurez promedio de los activos y pasivos en $

Duración estimada de la cartera de inversión sujeta a tasa de interés del sistema financiero*

	En meses		
Fecha	**Cartera activa**	**Cartera pasiva**	**Exceso de Duración**
sept-18	10,1	3,8	6,3
sept-19	3,9	1,8	2,1
sept-20	3,4	2,5	0,9
sept-21	3,2	2,1	1,1
sept-22	2,7	1,5	1,2
sept-23	1,6	0,9	0,7
dic-23	2,0	1,4	0,6
mar-24	2,3	1,8	0,5
jun-24	3,8	2,5	1,2
sept-24	5,7	2,8	2,9

FUENTE: En base a información del Informe de Estabilidad Financiera, BCRA. Diciembre 2024.

Nota: Estimación del BCRA en base a los flujos de fondos nocionales futuros de activos, pasivos y partidas fuera de balance sujetos a variaciones en la tasa de interés.

En resumen, de forma de mantener el crecimiento de las hipotecas, con todos los beneficios que esto implica para la sociedad, se hace necesario prever un mecanismo de financiamiento que permita, en primer lugar, liberar de los balances de los bancos del descalce de plazos y, en segundo lugar, mantener un flujo de financiamiento a un costo razonable. Respecto a los capitales mínimos, las entidades financieras se encuentran bien capitalizadas, por lo que no va a ser una restricción en el corto plazo.

Los inversores locales

Para lograr el objetivo de sostener el financiamiento del crédito hipotecario originado por las entidades financieras, se necesita crear instrumentos acordes al mercado de capitales doméstico. Como ha sido evidente de la discusión más arriba, la securitización por tramos puede ser la alternativa que más se ajusta a las condiciones actuales del mercado de capitales argentino.

No existen en la actualidad un mercado por títulos securitizados de créditos hipotecarios. Los desequilibrios macroeconómicos, la pérdida del crédito público y la falta de seguridad jurídica

[41] Los países con mayor proporción de financiamiento proveniente de los mercados secundarios tienen una mayor participación de préstamos hipotecarios con períodos extendidos y tasas fijas (Dinamarca, Alemania, EE.UU.). Ver Chiquier, L., and M. Lea. (2009). Housing Finance Policy in Emerging Economies. Washington, DC, United States: World Bank.

han determinado que no exista un mercado de capitales profundo en Argentina y su reconstrucción tomará varios años.

El mercado de capitales domésticos, al igual que el de la intermediación financiera, se encuentra claramente subdesarrollado. Los inversores institucionales, sin incluir a las entidades financieras, representan el 20,3% del PBI en términos de activos totales bajo administración.

Entre estos, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) del Sistema Integrado de Pensiones, representa el 10,3% del PBI, seguidos por los Fondos Comunes de Inversión (FCI) con activos por casi 8%, las Compañías de Seguros con el 2,3% del Producto y el BICE con 0,2%.

El Estado, sin comprometer recursos presupuestarios, puede realizar acciones para crear demanda de activos financieros respaldados con hipotecas y, de este modo, reconstruir la infraestructura financiera para el desarrollo de las hipotecas en gran escala. En países que cuentan con cierto nivel de desarrollo del crédito hipotecario, son los fondos previsionales y otros inversores institucionales los compradores principales de estos préstamos a través de la securitización. En Argentina, entre los actores de propiedad pública, esos roles pueden ser asumidos por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) y por el banco BICE.

Activos bajo Administración de los inversores institucionales en Argentina

	Como % del PBI	En US$ M
Inversores Institucionales	**20,3**	**128.368**
FGS	10,3	64.793
BICE	0,2	1.299
Compañías de Seguros	2,3	14.346
Fondos Comunes de Inversión (FCI)	7,6	47.929
Sistema financiero		
Activos	32,5	205.272
d/c Hipotecarios para la vivienda	1,0	6.321

FUENTE: Elaborado en base al Informe de Estabilidad Financiera (IEF), BCRA. Dic. 2024. e información del BCRA.
Nota: El valor en dólares se calcula al tipo de cambio oficial.

Por ejemplo, en otros países las instituciones públicas han tenido un rol muy relevante en el desarrollo de los mercados secundarios de hipotecas. Además del largamente estudiado caso de los Estados Unidos con las agencias cuasi-estatales[42], en la región, Chile necesitó de la participación del Banco Central como comprador inicial de la Letras Hipotecarias, situación que perduró hasta el año 1980.

En efecto, la reforma previsional chilena introdujo un régimen de capitalización, con los fondos de pensión y las compañías de seguros de retiro siendo los principales y naturales demandantes de los títulos hipotecarios. En 1985 los fondos de pensiones tenían el 50% de su cartera invertidas en letras, porcentaje que fue gradualmente declinando hasta el 15% hacia principios del 2000. Se estima que el 70% de los créditos hipotecarios fueron financiados con estas letras[43].

[42] Ver las notas al pie de página 35 y 38 para referencias.
[43] Ver Chiquier, L., and M. Lea. (2009). Housing Finance Policy in Emerging Economies. Washington, DC, United States: World Bank.

De modo similar, en México y en otros países asiáticos, los gobiernos asumieron rol activo, garantizando los títulos de hipotecas securitizadas, convirtiéndolos en bonos muy seguros, comparables a los soberanos. Los compradores de estos títulos fueron y son mayormente los fondos de pensión[44].

¿Cuánto podrían invertir en hipotecas?

El ejercicio que se va a presentar intenta mostrar el potencial de los inversores para participar en el financiamiento de hipotecas (en un plazo de 2-3 años). En el mediano plazo, se puede esperar que el ahorro doméstico se dirija a inversiones financieras locales por lo que la base inversora debería ampliarse. *Se trata de un ejercicio de transición hacia un mercado de capitales en desarrollo que podría absorber un monto de hipotecas mayor al ejercicio estático aquí presentado.*

El FGS

El Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) es un fondo creado para garantizar el pago de los beneficios del sistema previsional público. Actúa, en los hechos, como un fondo de pensiones de propiedad estatal. Posee activos que, de alguna manera, tienen relación directa con los pasivos contingentes del sistema público de pensiones. Es el único fondo de este tipo en la Argentina.

La participación del FGS como inversor institucional sólo puede provenir de un rebalanceo (i.e. reasignación) de los activos en su cartera, dado que el flujo generado por la renta del fondo no es significativo y está asignado al presupuesto del gobierno nacional[45].

Existen varias razones que justifican el rebalanceo de la cartera del FGS. La primera razón es estrictamente financiera: dados los porcentajes objetivos en la cartera de inversiones del fondo, cuando las inversiones más rentables ganan predominio en el total porcentual, la optimización de la cartera aconseja vender aquellas posiciones ganadoras y compensar comprando aquellas posiciones que han perdido participación. Esto es particularmente importante en el caso de las inversiones en títulos públicos.

Una segunda razón, aún más importante, hace referencia al objetivo y al rol que tiene el fondo de pensiones en la economía. Nótese que se trata de un fondo que cubre (parcial o totalmente) las contingencias derivadas del pago de las jubilaciones (un pasivo, en los hechos).

Para cumplir con el objetivo principal del fondo, lo más conveniente es asegurar tanto la *duration* como la moneda de ajuste de los activos con la de los pasivos. En relación con el primer factor, claramente las obligaciones que surgen del pago de pensiones están distribuidas a lo largo del tiempo y por muchos años. Es decir, la *duration* de los pasivos probablemente sea de los más largos que puedan existir entre los inversores institucionales. Con respecto al segundo factor, la moneda de ajuste de los pasivos, los activos ajustables por el Índice de Precios al

[44] Ver Espinosa-Vega, Marco & Zanforlin, Luisa. (2008). Housing Finance and Mortgage-Backed Securities in Mexico. International Monetary Fund, IMF Working Papers; y la Nota Técnica de Adeba de Abril 2020.
[45] El FGS tiene un retorno promedio bajo, según las propias estimaciones. De acuerdo con el Presupuesto Nacional de los 3 últimos años, las rentas de propiedad percibidas por el fondo representan aproximadamente el 2,7% de los activos. Difícilmente este flujo pueda ser reinvertido en otros activos financieros, al menos mientras se incluyan como recursos del gobierno nacional.

Consumidor (i.e. CER) resultan los más convenientes. En efecto, las jubilaciones y pensiones tienden a ajustarse por aumentos mensuales por inflación.

Por esta razón, los títulos ajustables por CER, como los tramos de los securitizados, de duration extendida, son muy superiores en términos de retorno y riesgo a otros activos en la cartera del FGS.

La tercera razón se basa en la construcción eficiente de la cartera. En efecto, resulta poco aconsejable la tenencia masiva de acciones de empresas en el portafolio del fondo. La inversión núcleo de un fondo de pensiones lo constituyen la renta fija, porque asegura un flujo de fondos predecible con plazos largos, acordes a los pasivos. Las acciones son parte de la cartera en la medida que ayudan a la diversificación de esta.

Pero adicionalmente, dada la importancia que tiene el FGS en el mercado de capitales, *la tenencia de acciones de empresas privada implica en la mayoría de los casos el derecho a un lugar en los directorios. Esta forma de participación resulta poco eficiente para el funcionamiento de la economía cuando no constituye parte de los objetivos centrales del fondo de pensiones y conlleva muchas veces un conflicto de intereses cuando una mayor rentabilidad deseada por el administrador del fondo colisiona con otros objetivos de un gobierno.*

Por esto, resulta sumamente aconsejable la venta de las acciones en cartera del FGS, en forma transparente, gradual, rentable y acorde a la ley. Esto puede implicar la necesidad de la aprobación de un marco legal específico que indique los procedimientos básicos para no causar pérdidas al FGS por esta acción.

Debe señalarse que, aún más en el contexto actual, las acciones que cotizan en bolsa no necesitan de un proveedor de liquidez ni el soporte del fondo de pensiones estatal.

Por las razones antes expuestas, resulta aconsejable la rotación desde acciones hacia activos de renta fija, particularmente de larga *duration*, ajustables por CER y emitidos por el sector privado (favoreciendo la diversificación de emisores). Los tramos de los fideicomisos con garantía hipotecaria se encuentran entre los candidatos naturales.

Nótese que el incremento en la posición de títulos de hipotecas securitizadas está permitido por la legislación, en el inciso i) de la Ley 24.241, permitiendo la inversión en activos vinculados a hipotecas de hasta el 25% del fondo[46].

En el siguiente cuadro puede observarse el tamaño y composición de los activos del FGS. Las acciones representan más del 17% del portafolio, habiendo tenido una valorización importante en los últimos meses, superando el promedio histórico del 12%. Estas tenencias representan un poco más de US$ 11.000 millones.

En relación con los títulos públicos nacionales, la reciente apreciación de los bonos soberanos implicó un incremento significativo en la participación en la cartera. En la actualidad representan aproximadamente el 73,6%, casi 10 puntos porcentuales por encima del promedio histórico. El rebalanceo de estos títulos públicos podría implicar la venta de otros US$ 6.200 millones.

[46] Ver Artículo 74 de la Ley 24.241 (https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/639/texact.htm).

Composición del Activo del FGS

	% del AUM		M US$
	2008-2024	2024	2024
Disponibilidades	2,0%	0,7%	444
Títulos Públicos Nacionales	64,0%	73,6%	47.713
Títulos Emitidos por Entes Estatales	1,7%	2,1%	1.341
Obligaciones Negociables	1,2%	0,4%	270
Plazo Fijo	3,9%	0,2%	114
Acciones	11,8%	17,2%	11.149
Fondos comunes de Inversión	1,7%	0,3%	185
Proyectos Productivos o de Infraestructura	7,9%	4,3%	2.759
Préstamos a los Beneficiarios del SIPA	1,9%	1,1%	732
Préstamos a los Beneficiarios No SIPA	0,7%	0,1%	67
Otros	3,2%	0,0%	20
TOTAL FGS	**100,0%**	**100,0%**	**64.793**

FUENTE: Informe Estadístico Mensual, varios meses. FGS.

El Banco BICE

El Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. (BICE) fue creado por disposición del Poder Ejecutivo Nacional en el año 1991, según el decreto N° 2703. El banco fue concebido como un banco comercial de segundo grado con diversos objetivos entre los cuales se encuentran la de realizar operaciones activas y pasivas con entidades financieras públicas y privadas.

El BICE se perfila como un actor estratégico en la formación de un mercado para títulos de hipotecas securitizadas. Entre sus ventajas, se encuentran el vínculo con organismos internacionales, debido a su naturaleza de banco de segundo piso. Por ejemplo, sus relaciones con organismos internacionales les proveen no solo financiamiento a bajas tasas sino también a plazos largos. Incluso cuenta con experiencia y capacidad para estructurar operaciones de securitización de manera eficiente y segura.

No solo resulta conveniente la participación directa en los procedimientos de securitización sino también a través de la adquisición de títulos securitizados.

En efecto, una parte de la cartera del BICE está focalizada en préstamos a empresas privadas de inversión productiva. Es altamente recomendable que una parte de los activos se destinen a títulos de hipotecas securitizadas con el doble objetivo de diversificación de la cartera y contribuir a la creación de un mercado para estos títulos.

Como se ha mencionado anteriormente, el desarrollo del financiamiento de largo plazo para que las entidades financieras continúen otorgando hipotecas en forma sostenible es parte de un objetivo de desarrollo claramente prioritario: el mercado de viviendas para las familias. Crear la demanda a través de hipotecas también contribuye al desarrollo de compañías que se dirijan a la demanda de viviendas para familias de ingresos medio e incluso de bajos ingresos.

Balance simplificado del Banco BICE

Año 2024

	Como % del Activo	M de US$
Activo	**100,0%**	**1.299**
Efectivo y depósitos	*2,0%*	*27*
Títulos públicos y privados	*64,2%*	*834*
Préstamos	*23,2%*	*301*
Sector Público No Financiero	0,6%	7
Sector Financiero	6,6%	86
Sector Privado No Financiero	16,2%	211
Documentos	10,3%	134
Con garantía hipotecaria	5,3%	69
Otros	0,3%	4
Otros créditos	13,1%	170
Otros activos	*1,1%*	*14*
Pasivo	**63,7%**	**828**
Depósitos	*44,6%*	*580*
Sector Público No Financiero	11,9%	154
Sector Privado y residentes del Exterior	32,8%	426
Otras Obligaciones	*15,9%*	*207*
Otros Pasivos	*3,1%*	*41*
Patrimonio Neto	**36,3%**	**472**

FUENTE: En base a información del BCRA. Corresponde información a noviembre de 2024, ajustado por el tipo de cambio oficial.

Los Fondos Comunes de Inversión

Los Fondos Comunes de Inversión (FCI), cuyo patrimonio representa casi 8% del PBI, están concentrados en estrategias de corto plazo. En efecto, casi el 60% del total está en los FCI denominados de Money Market (MM), que invierten en activos financieros líquidos, como depósitos y títulos del gobierno de corto plazo. Otro 25% de los FCI están invertidos en Renta Fija, principalmente bonos del gobierno.

Aunque es muy difícil predecir un cambio de composición, es razonable asumir que los títulos de los tramos más cortos de los fideicomisos con préstamos hipotecarios podrían competir con los títulos en los que invierten los FCI de mayor *duration*.

La inversión en títulos de hipotecas securitizadas conlleva importantes ventajas para los FCI: a. diversificación de cartera con la renta fija, b. títulos privados con garantía ajustables por CER, c. rendimiento superior a un bono de similar *duration* emitido por el Soberano y d. liquidez, en la medida que los actores de los mercados estratégicos también participen.

Composición de los FCI, según estrategia

	Como % de las inversiones	M de US$
Renta Fija	25,2%	12.091,0
Renta Mixta	6,8%	3.262,5
Mercado de Dinero	58,5%	28.045,6
Renta Variable	2,5%	1.181,0
Fondos PYMEs	2,3%	1.081,9
Infraestructura	2,0%	948,1
Retorno Total	1,1%	508,0
Fondos Cerrados	1,3%	599,5
ASG	0,0%	21,7
Patrimonio Neto Total	**100,0%**	**47.929,4**

FUENTE: Elaboración propia en base a información oficial. Datos a Julio de 2024.

Las Compañías de Seguro

Las Compañías de Seguro pueden invertir en un amplio menú de instrumentos. Entre estos, pueden alocar recursos a la compra de hipotecas y participaciones en fideicomisos financieros.

Las inversiones de las compañías de seguro representan el 2,3% del PBI, unos US$ 14.400 millones, aproximadamente. Gran parte de su cartera está concentrada en títulos públicos (44%), inversiones en FCI (30%, probablemente en liquidez) y títulos privados, acciones y ON, que representan en conjunto el 20,8% del total.

Las compañías podrían reasignar una parte del riesgo al sector público hacia títulos de hipotecas securitizados. Como en el caso de los FCI, estos instrumentos no sólo contribuirán a la diversificación de la cartera sino también que otorgarán retornos superiores a los títulos públicos y, al ser ajustables por CER, también contribuyen a calzar con el ajuste de parte de sus obligaciones (sobre activos reales como automotores, inmuebles u otras obligaciones como seguros de vida).

Cartera de Inversiones de las Compañías de Seguros

	Como % de la cartera de inversiones	En M de US$
Títulos Públicos	43,8%	6.289
Acciones	9,9%	1.426
Obligaciones Negociables	10,9%	1.557
FCI	29,6%	4.242
Fideicomisos Financieros	0,5%	70
Otros	5,3%	763
Total	**100,0%**	**14.346**

FUENTE: Elaboración propia en base a información de la Superintendencia de Seguros de la Nación. Nota: Información a septiembre de 2024. Ajustado por el tipo de cambio oficial.

Potencial inversor

Luego de haber discutido las alternativas de financiamiento de los títulos securitizados de hipotecas, se estima el mercado potencial para estos instrumentos.

En el siguiente cuadro es posible observar cuál sería el resultado después de las posibilidades de inversión discutidas anteriormente.

RESUMEN: Participación de institucionales

Inversión del	% de su propia cartera	En M de US$	Impacto % del PBI
FGS	**22%**	**14.389**	**2,3%**
Venta de acciones	17%	11.149	*1,8%*
Reducción de tenencias TP	5%	3.240	*0,5%*
Banco BICE (*)	**22%**	**500**	***0,1%***
Compañías de Seguros	***5%***	**717**	***0,1%***
FCI	***5%***	**2.396**	***0,4%***
TOTAL		**18.002**	***2,8%***

Nota: Asume que el BICE incrementa su apalancamiento (ver el texto principal para más detalles).

El mayor participante es el FGS y se recomienda una venta de las acciones de empresas. Esto representaría aproximadamente US$ 11.100 millones, el 1,8% del PBI.

Como se discutió en la sección correspondiente, la revalorización de los bonos del Tesoro en la cartera aumentó la exposición a Títulos Públicos en casi 10 puntos porcentuales por encima del promedio histórico. Eventualmente, el FGS podría considerar reducir la participación de estos activos. En el ejercicio se asume que solo 5 puntos porcentuales se venden para invertir en títulos de hipotecas. Esto podría implicar un mercado potencial adicional de otros US$ 3.200 millones, un 0,5% del PBI.

En el caso del Banco BICE, se asume que la entidad financiera puede invertir unos US$ 500 millones, 0,1% del PBI, en los tramos de los securitizados. Estos fondos podrían obtenerse a través del apalancamiento adicional de la entidad, dado que su relación actual de activos a patrimonio neto de es de 2,8 veces[47]. Con préstamos internacionales, bonos propios, etc. el BICE podría en el mediano plazo aumentar el apalancamiento e invertir en estos títulos.

Las Compañías de Seguros son candidatos naturales para invertir en estos títulos. Se asume que el 5% de la cartera actual se destinan a los mismos, lo que representarían US$ 700 millones, el 0,1% del PBI.

Finalmente, si los Fondos Comunes de Inversión destinaran el 5% de su cartera a los títulos, esto implicaría que podrían destinar a la compra cerca del US$ 2.400 millones, el 0,4% del PBI.

[47] En la tabla se realiza el ejercicio con un apalancamiento que pasa de 2,8 veces a 5 veces, US$ 1.000 millones adicionales. Esto al solo efecto de calcular la nueva participación de los títulos de hipotecas securitizadas en su cartera.

Con todo, el potencial inversor de títulos de hipotecas securitizadas, construidas en tramos de distinta durations adaptados a la demanda de los distintos actores, podría alcanzar a los US$ 18.000 millones, el 2,8% del PBI.

Nótese que si, tal como en el ejemplo hipotético de un estructurado, que se detalla en al Anexo 1, se asume que el 30% del fideicomiso está compuesto por Certificados de Participación (CP) que permanecerían en los balances de los bancos, mientras que otro 70% del fideicomiso necesitar ser financiados por el mercado, el apalancamiento resulta en un fondeo de las hipotecas que es 1,4 veces el aquí estimado.

Esto es, la securitización de hipotecas financiada con la emisión de distintos tramos podría representar fondos para préstamos a la vivienda por US$ 25.000 millones, 4% del PBI. Si se tiene en cuenta que un préstamo promedio podría estar en US$ 80.000**, esto implica financiar la compra de 315.000 viviendas.**

Conclusiones

Este estudio muestra que los bancos están enfrentando una demanda inédita de créditos hipotecarios. Las entidades financieras están muy bien posicionadas para que el crédito pueda continuar creciendo, pero por un tiempo acotado. En efecto, la capitalización todavía es adecuada relativa a los activos, pero la liquidez, aunque razonable, se está reduciéndose rápidamente y el descalce de plazos es la principal limitante en el corto plazo.

Del descalce de plazos resulta imposible liberarse en las actuales condiciones, aun cuando el crecimiento de depósitos siga aumentando a buen ritmo. Es necesario una alternativa virtuosa de financiamiento de largo plazo que no frene la oferta de crédito para la vivienda.

Por este motivo, este trabajo muestra la viabilidad de la securitización de hipotecas, con la creación de distintos tramos con *duration*, rentabilidad y riesgo de crédito diferentes. De esta manera, es más factible encontrar inversores que estén dispuestos a invertir en estos títulos y generar una infraestructura financiera sostenible de financiamiento de largo plazo.

En una primera etapa se requiere la participación de dos actores clave de propiedad pública que, sin comprometer recursos presupuestarios y en beneficio propio, estén dispuestos a invertir en títulos de hipotecas securitizadas.

El primer actor es el FGS, que con una cartera de US$ 64.800 millones puede invertir en forma gradual mientras rebalancea y reasigna sus tenencias. *En beneficio propio, al FGS le resultará conveniente esta propuesta porque: a. podría cambiar las tenencias de acciones por activos de similar duration y moneda a la de sus obligaciones (jubilaciones), b. la renta fija constituye la inversión núcleo de los fondos de pensiones, c. la participación en los directorios de empresas no es parte de su objetivo principal y muchas veces puede enfrentar conflictos de interés y, d. una cartera óptima demanda un rebalanceo desde aquellas tenencias que aumentaron de valor hacia las que perdieron participación.*

Junto con el banco BICE, el segundo actor, podrían crear un mercado fluido y líquido de estos títulos. Esto alentaría a otros inversores institucionales como los FCI y las Compañías de Seguro a participar voluntariamente en la tenencia de estos títulos. La rentabilidad superior a un título

del Tesoro de similar duration y la garantía de las hipotecas son un atractivo poderoso. Pero se necesitan inversores anclas (el FGS y el BICE) que sean capaces de absorber los títulos de más larga duration.

Si esta primera etapa resulta exitosa, es de esperar que, en una segunda etapa aparezca una base inversora del sector privado más amplia e incluso puedan participar inversores del exterior.

De llevarse a cabo el proceso arriba descripto, en el marco de una macroeconomía estable el crédito hipotecario podrá crecer a niveles inéditos para la economía argentina, recuperando el largamente perdido terreno en este aspecto. Los bancos otorgarán a las familias créditos hipotecarios para la vivienda y luego de un tiempo las "descargarán" en el mercado de capitales, para volver a generar nuevos préstamos para la vivienda, que posteriormente también se securitizarán.

Como efecto colateral, una demanda sostenible también atraerá una oferta sostenible y competitiva de construcción de viviendas que puedan satisfacer las enormes ventajas de poseer una vivienda propia.

Anexos

Anexo 1. Ejercicio simulado de una estructuración

El objetivo de este ejercicio es mostrar cómo funciona la construcción de flujos de un conjunto de hipotecas para convertirlas en distintos tramos. Solo a los fines de ilustrar el procedimiento, se asume:

a. Un conjunto homogéneo de hipotecas con vencimiento en 15 años, con sistema francés de amortización, nominados en UVA y una tasa real de interés de 7,5%.
b. Una tasa de morosidad del 1%.
c. Costos fijos y variables que cambian según el tipo de estructura, pero calibrado con los valores estándares en la industria.

Con estos supuestos, los resultados indican que:

Estructura de Pass-Through

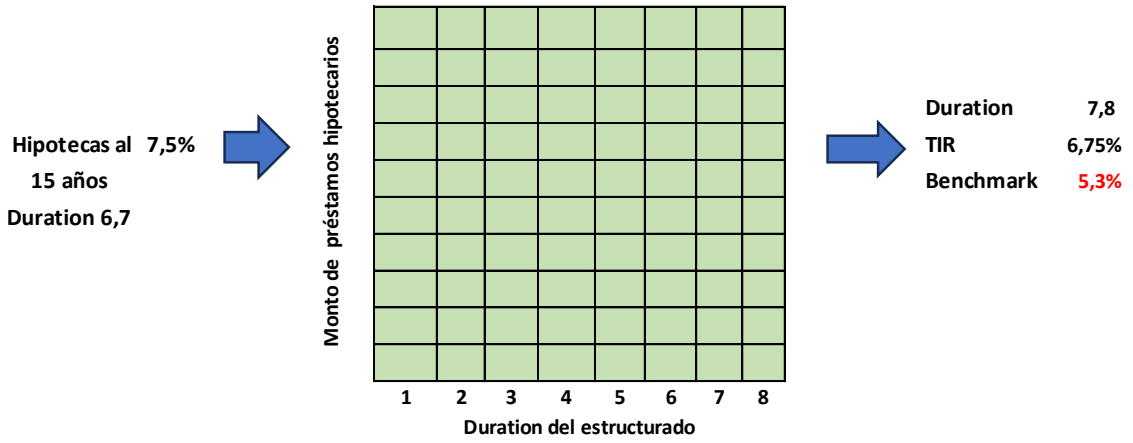
Si se realizara una *estructuración directa con pass-through*, transfiriendo los flujos desde las hipotecas hacia los inversores, la *duration* del vehículo sería de aproximadamente 8 y el retorno de 6,75% anual.

En comparación, el flujo de hipotecas genera una menor *duration* de 6,7 y una TIR mayor de 7,5%. Los costos del fideicomiso (incluyendo fijos y variables) explican la reducción del retorno post- estructuración de 75 puntos básicos y del cambio en la *duration*.

De todas maneras, los originadores podrían obtener financiamiento más barato y, bajo condiciones de una venta verdadera, también reducirían el capital regulatorio requerido. Por el lado de los inversores, podrían acceder a invertir en hipotecas, reduciendo el riesgo de crédito a través de la atomización (*pooling*) de préstamos.

Por otro lado, habría que considerar la notable desventaja que este esquema presenta, además de las señaladas más arriba (p.e. riesgo de prepagos), para el particular caso argentino. En efecto, dada la escasa profundidad del mercado de capitales domésticos, esto implicaría encontrar inversores por el 100% de los prestamos securitizados y que estén dispuestos a asumir una *duration* de casi 8 y una vida promedio de 9,2 años.

En este ejemplo, asumiendo que los inversores demandan un spread de 150 puntos básicos sobre bonos soberanos ajustables por CER de igual *duration*, la tasa *benchmark* por debajo de la cual el estructurado podría ser colocada en el mercado estaría en torno al 5,3%.



Estructura con Pay-through

Con una estructuración con bonos del tipo pay-through, se pueden crear distintas estructuras como la que se muestra en el gráfico.

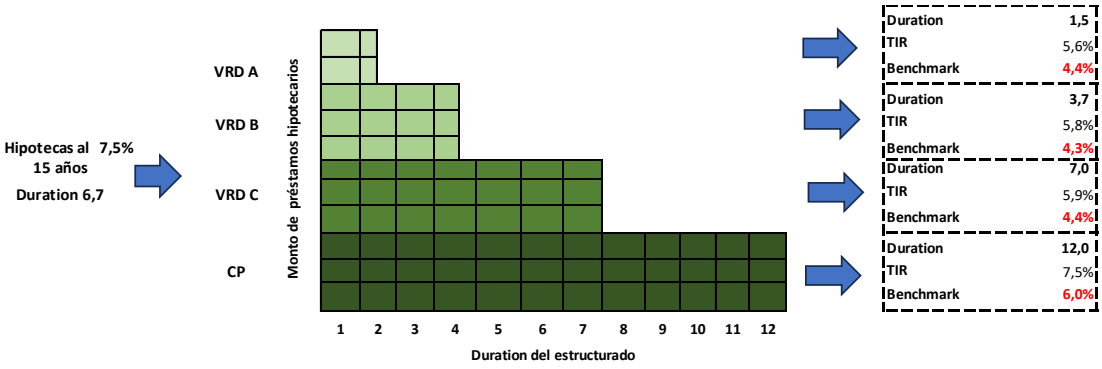
El portafolio de hipotecas se desarma en 4 tramos, VRD A (por Valores Representativos de Deuda, Clase A), VRD B, VRD C y CP (por Certificados de Participación). Las participaciones son de 20%, 25%, 25% y 30%, respectivamente. Los cupones son calibrados de forma de que las Tasas Internas de Retornos (TIR) varíen por tramos, otorgando más rentabilidad a los tramos de *duration* más largas[48].

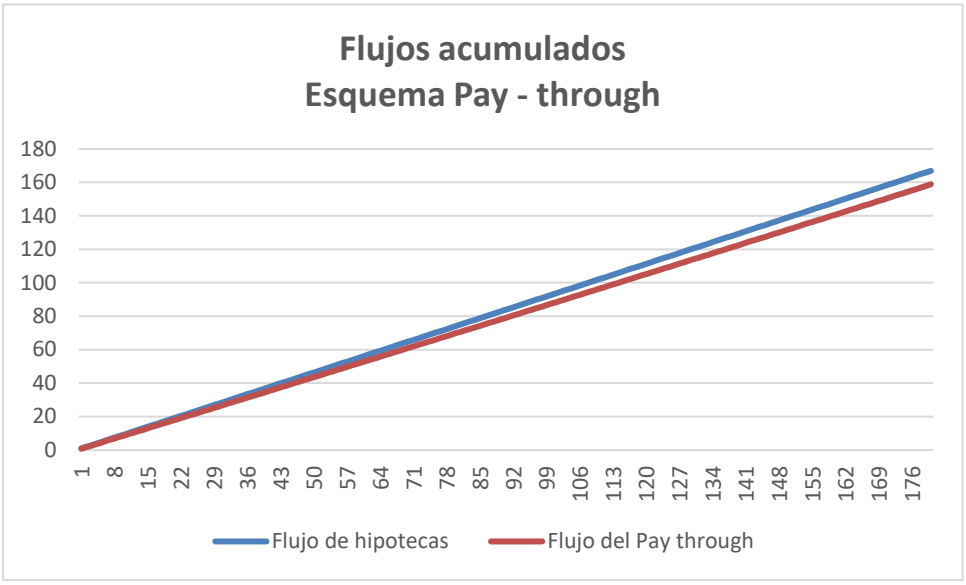
Asumiendo spreads sobre bonos del gobierno de similar *duration*, ajustables por CER, de 120 puntos básicos para el tramo más corto y de 150 puntos básicos para el resto, pueden observarse las tasas máximas que hacen indiferente al inversor.

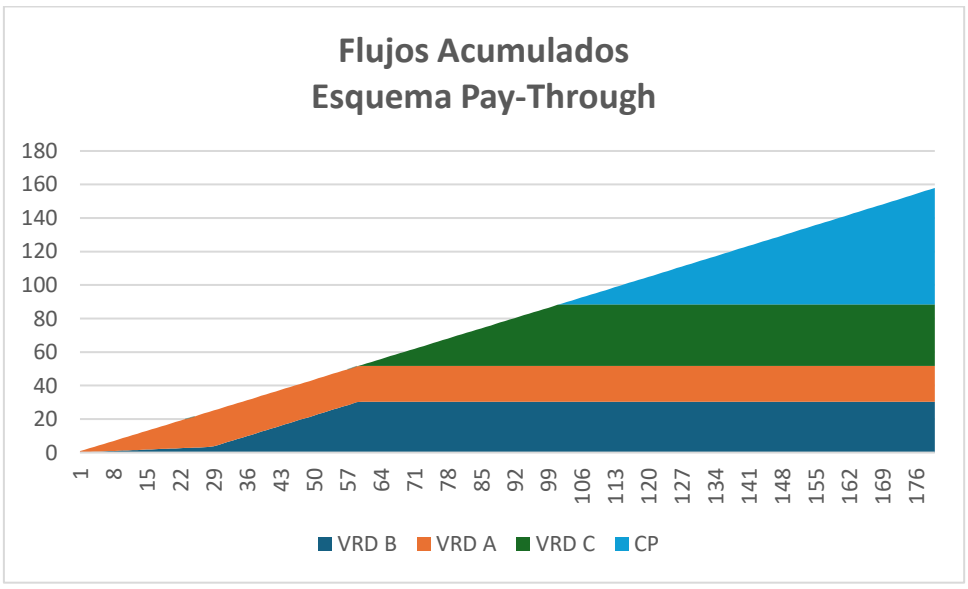
Este simple ejercicio muestra la esencia de la *estructuración* por tramos: es posible tener distintos instrumentos ajustables a la curva del mercado, de forma de dirigir a los demandantes apropiados para cada tramo.

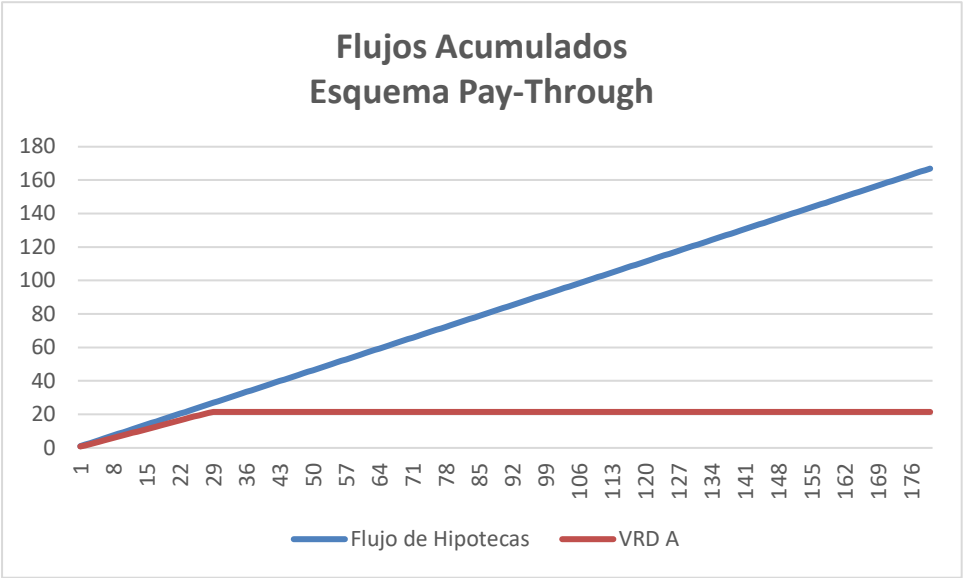
Puede concluirse que: a. los flujos pueden ajustarse a distintas TIR según las condiciones del mercado, teniendo en cuenta la forma de la curva de rendimientos de bonos soberanos b. la demanda no necesita ser cubierta en 100% por un mismo tipo de inversor, c. los bonos (tramos) más largos pueden ser ajustados para calzar con los inversores institucionales disponibles y d. el certificado de participación (probablemente en la cartera de los originadores) tiene, en principio, la TIR más elevada. Esto último se debe a que absorbe los riesgos de pre- cancelación y son los que soportan el riesgo de crédito (hasta el 30%, en el ejemplo).

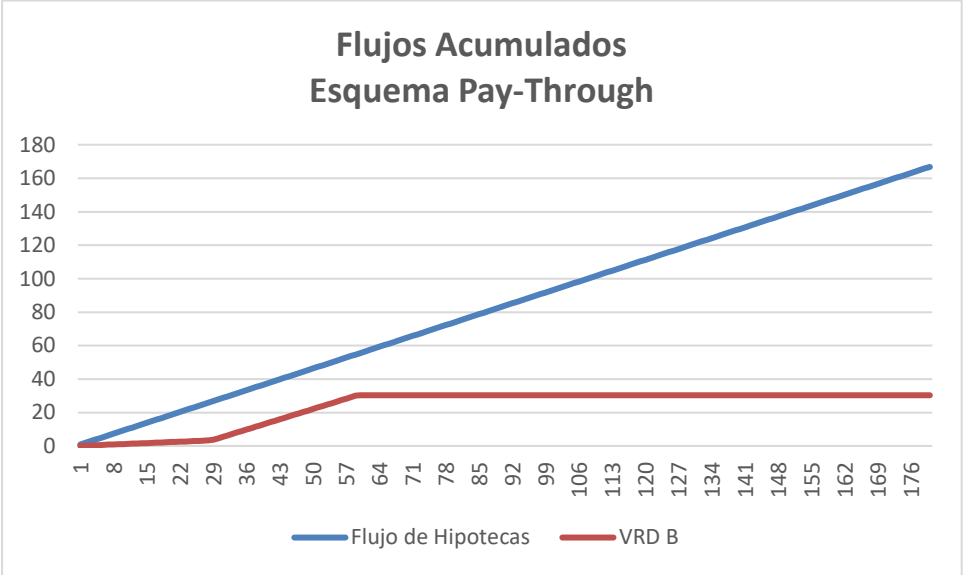
[48] En el ejemplo, la estructura del *pay-through* es compleja. Se puede resumir de la siguiente manera: a. El VRD A paga un cupón fijo de 5,5% y amortiza con el flujo restante después del pago de intereses al VRD B, b. El VRD B paga un cupón de 5.7% pero comienza a amortizar después de la cancelación del VRD A, c. el VRD C paga un cupón de 6,5% que devenga, pero comienza a pagarlos cuando se cancela el VRD B y comienza a amortizar a partir de que cancelan los intereses devengados, d. el CP no paga cupón y comienza a amortizar una vez que se cancelan todos los VRDs. Todos estos flujos ajustados a los cobros de préstamos a 180 meses a tasa fija de 7,5% con sistema de amortización francés.

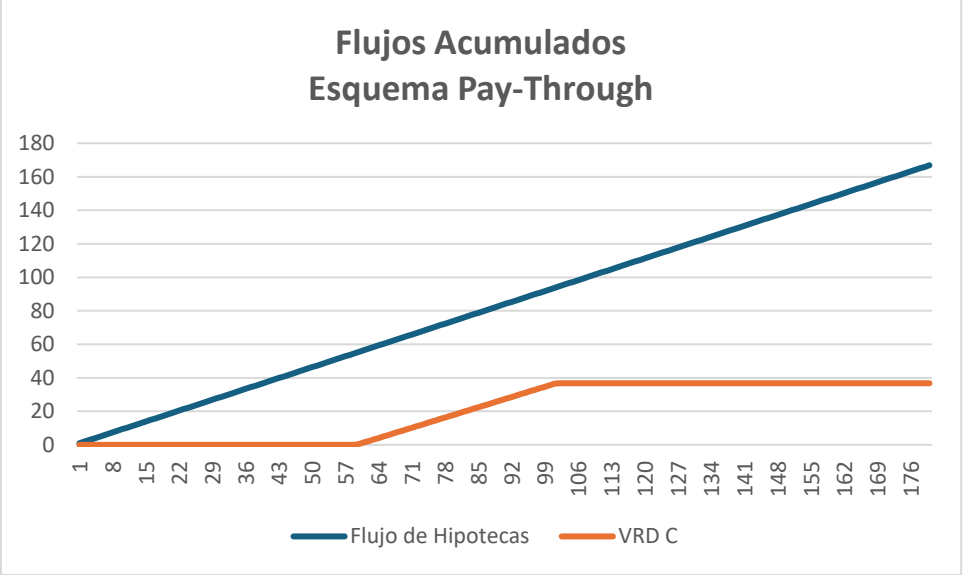

Hipotecas al 7,5%
15 años
Duration 6,7
VRD A
VRD B
VRD C
CP
Monto de préstamos hipotecarios
1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12
Duration del estructurado
Duration 1,5
TIR 5,6%
Benchmark 4,4%
Duration 3,7
TIR 5,8%
Benchmark 4,3%
Duration 7,0
TIR 5,9%
Benchmark 4,4%
Duration 12,0
TIR 7,5%
Benchmark 6,0%

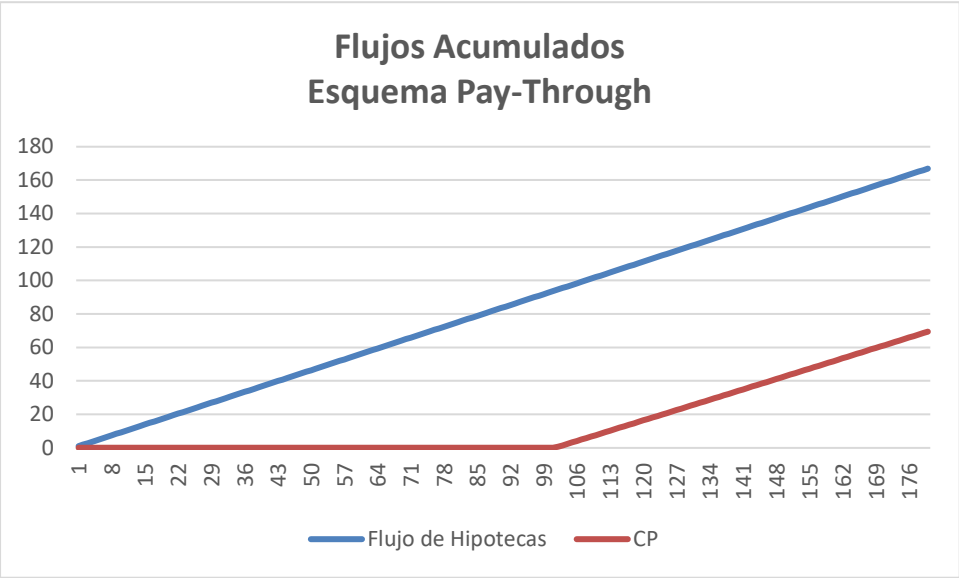

Flujos acumulados
Esquema Pay - through
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
1 8 15 22 29 36 43 50 57 64 71 78 85 92 99 106 113 120 127 134 141 148 155 162 169 176
Flujo de hipotecas
Flujo del Pay through


Flujos Acumulados
Esquema Pay-Through
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
1 8 15 22 29 36 43 50 57 64 71 78 85 92 99 106 113 120 127 134 141 148 155 162 169 176
VRD B
VRD A
VRD C
CP


Flujos Acumulados
Esquema Pay-Through
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
1 8 15 22 29 36 43 50 57 64 71 78 85 92 99 106 113 120 127 134 141 148 155 162 169 176
Flujo de Hipotecas
VRD A


Flujos Acumulados
Esquema Pay-Through
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
1 8 15 22 29 36 43 50 57 64 71 78 85 92 99 106 113 120 127 134 141 148 155 162 169 176
Flujo de Hipotecas
VRD B


Flujos Acumulados
Esquema Pay-Through
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
1 8 15 22 29 36 43 50 57 64 71 78 85 92 99 106 113 120 127 134 141 148 155 162 169 176
Flujo de Hipotecas
VRD C



Anexo 2: Definiciones de indicadores de las Entidades Financieras

Liquidez amplia: (Saldo de cuenta corriente en BCRA en moneda nacional y extranjera + Otras disponibilidades en moneda nacional y extranjera + Saldo acreedor neto por operaciones de pases de las entidades financieras contra el BCRA + Tenencia de Letras Fiscales de Liquidez (LEFI) + Tenencia de títulos del BCRA + Títulos públicos computados para integración de efectivo mínimo) / Depósitos totales;

Liquidez con pases/LeFi: (Saldo de cuenta corriente en BCRA en moneda nacional y extranjera + Otras disponibilidades en moneda nacional y extranjera + Saldo acreedor neto por operaciones de pases de las entidades financieras contra el BCRA + Tenencia de Letras Fiscales de Liquidez (LEFI)) / Depósitos totales;

Liquidez: (Saldo de cuenta corriente en BCRA en moneda nacional y extranjera + Otras disponibilidades en moneda nacional y extranjera) / Depósitos totales;

Crédito al sector público: (Posición en títulos públicos (incluye LEFI y excluye títulos emitidos por el BCRA) + Préstamos al sector público + Compensación a recibir + Títulos de deuda y Certificados de participación en fideicomisos financieros (con título público de subyacente) + Créditos diversos al sector público) / Activo total;

Crédito al sector privado: (Préstamos al sector privado no financiero + operaciones de leasing) / Activo total; Irregularidad de cartera privada: Cartera irregular del sector privado no financiero / Financiaciones al sector privado no financiero;

Exposición patrimonial al sector privado: (Financiaciones al sector privado irregular - Previsiones de las financiaciones al sector privado) / Patrimonio neto. La cartera irregular incluye las financiaciones clasificadas en situación 3, 4, 5 y 6;

Integración de capital: Integración de capital (RPC) / Activos ponderados por riesgos totales según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos (Com. "A" 5369). Incluye franquicias;

Integración de capital Nivel 1 (Patrimonio neto básico – Cuentas deducibles del patrimonio neto básico) / Activos ponderados por riesgos totales según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos (Com. "A" 5369);

Posición de capital: (Integración de capital - Exigencia de capital) / Exigencia de capital. Incluye franquicias.

Anexo 3: El Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS)

El Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) es un fondo creado para garantizar el pago de los beneficios del sistema previsional público. El FGS tiene como objetivo principal atenuar el impacto financiero que puedan tener las variables económicas y sociales negativas en el régimen previsional público. Además, se constituye como un fondo de reserva para invertir los excedentes financieros del régimen, garantizando su carácter previsional.

Algunas características generales del FGS:

- Integración del Fondo: El FGS se integra con los recursos propios de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) que resulten de libre disponibilidad al cierre de cada ejercicio anual, una vez deducida la deuda exigible del organismo. También incluye los bienes que reciba el Régimen Previsional Público por la transferencia de los saldos de las cuentas de capitalización. Además, se incluyen las rentas provenientes de las inversiones que realice y cualquier otro aporte que establezca el Estado Nacional.
- Administración: La administración operativa del FGS está a cargo de la ANSES, mediante un convenio con el Banco de la Nación Argentina. Las directrices son establecidas por el Comité de Administración de Inversiones del FGS. Los gastos de administración del FGS no pueden exceder el 1% del rendimiento anual de las inversiones.
- Comité de Administración de Inversiones: Este comité establece los criterios de inversión del FGS, buscando seguridad y rentabilidad, y fijando límites máximos porcentuales de inversión. El comité también establece las líneas directrices para la inversión de los activos, pudiendo solicitar opinión técnica del Banco Central y la Comisión Nacional de Valores. Además, este comité realiza un informe anual de gestión del fondo.
- Inversiones: Los recursos del FGS deben invertirse en activos financieros nacionales, incluyendo cuentas remuneradas y títulos públicos. Estas inversiones deben contribuir al desarrollo sustentable de la economía nacional. Las inversiones están sujetas a límites y requisitos de calificación de riesgo. El FGS puede invertir en operaciones de crédito público, títulos valores emitidos por diferentes entidades, obligaciones negociables, depósitos a plazo fijo, acciones, cuotas parte de fondos comunes de inversión, contratos de futuros y opciones, entre otros. El FGS no puede invertir en acciones de sociedades gerentes de fondos de inversión ni en acciones de sociedades calificadoras de riesgo.
- En particular, el inciso i) del Art. 74 de la Ley 24.241 establece que el FGS puede invertir en "*Cédulas hipotecarias, letras hipotecarias y otros títulos valores que cuenten con garantía hipotecaria o cuyos servicios se hallen garantizados por participaciones en créditos con garantía hipotecaria, autorizados a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores, hasta el veinticinco por ciento (25%) de los activos totales del Fondo".*

Composición del Portafolio del Fondo de Garantía de Sustentabilidad

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024
Disponibilidades	5,7%	2,9%	7,7%	2,1%	4,0%	2,8%	1,1%	1,9%	0,9%	0,7%	0,9%	1,2%	0,4%	0,1%	0,4%	0,2%	0,7%
Títulos Públicos Nacionales	58,4%	62,0%	54,3%	57,7%	61,7%	62,4%	64,9%	61,5%	59,3%	57,3%	61,4%	64,6%	71,8%	73,1%	72,9%	71,0%	73,6%
Títulos Emitidos por Entes Estatales	0,6%	0,5%	0,4%	0,5%	0,5%	0,7%	0,6%	1,6%	0,6%	1,4%	2,0%	3,0%	3,3%	3,0%	3,5%	3,6%	2,1%
Obligaciones Negociables	1,5%	1,6%	1,0%	0,6%	2,9%	2,4%	1,9%	1,5%	1,1%	0,9%	0,7%	0,8%	1,2%	1,0%	0,9%	0,7%	0,4%
Plazo Fijo	9,3%	6,8%	8,3%	11,7%	6,1%	4,9%	2,4%	1,3%	5,8%	0,1%	4,5%	1,1%	1,5%	0,9%	0,4%	0,4%	0,2%
Acciones	8,3%	9,8%	13,1%	8,3%	6,5%	8,4%	11,0%	12,8%	13,5%	20,1%	12,5%	11,1%	9,7%	11,0%	13,2%	13,7%	17,2%
Proyectos Productivos o de Infraestructura	2,2%	6,0%	10,9%	13,9%	13,0%	13,6%	12,5%	12,9%	10,8%	7,8%	6,7%	3,7%	2,1%	3,0%	4,3%	6,4%	4,3%
Otros	13,9%	10,4%	4,3%	5,1%	5,2%	4,9%	5,5%	6,6%	7,9%	11,6%	11,2%	14,5%	10,1%	8,0%	4,4%	4,0%	1,2%
TOTAL FGS	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

FUENTE: Elaborado en base a información del FGS.

Anexo 4: El Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE)

El **Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. (BICE)** fue creado por disposición del Poder Ejecutivo Nacional en el año 1991, según el decreto N° 2703. La constitución formal del BICE como Sociedad Anónima se llevó a cabo el 13 de enero de 1992. Sin embargo, su término de duración se estableció en 99 años a partir del 18 de abril de 1995.

El objeto del BICE, según el Estatuto Social vigente, es realizar las operaciones activas, pasivas y de servicios propias de los bancos comerciales de segundo grado, así como también los servicios complementarios y actividades permitidas por el Banco Central de la República Argentina para los bancos comerciales de segundo grado, conforme a las prescripciones establecidas por la Ley Nº 21.526

Como banco de segundo grado puede: a) Recibir depósitos de organismos multilaterales y de inversores de al menos 1 año de plazo, b) obtener financiamiento de organismos internacionales, c) emitir obligaciones negociables y d) realizar operaciones activas y pasivas con entidades financieras públicas y privadas.

Según su estatuto, el banco puede: 1. Financiar proyectos de inversión, exportaciones e importaciones para los sectores productivos, infraestructura para el sector público, entre otras, 2. Participar de distintos modos con organismos nacionales e internacionales de crédito, 3. Actuar como agente del Estado Nacional, 4. Recibir garantías del Estado Nacional, 5. Otorgar avales, fianzas y cualquier otro tipo de garantías a entidades financieras del país o del exterior para financiamiento de inversiones y proyectos de inversión en los sectores productores de mercancías y servicios, 6. Administrar el seguro de exportaciones y, 7. Asociarse con personas de existencia visible o jurídica, de carácter privado o público, nacionales o extranjeras, de conformidad con la legislación vigente, para la realización de toda clase de operaciones en tanto se relacionen con su objeto.

Según su decreto de creación, la entidad debía procurar la ampliación de dicho capital mediante el concurso del sector privado.

Anexo 5: Las Compañías de Seguros

Las compañías de seguros pueden invertir en una variedad de activos, según lo establecido en el Artículo 35 de la normativa correspondiente[49]. Las inversiones deben priorizar la liquidez, rentabilidad y garantía.

A continuación, se indican los activos en los que pueden invertir las compañías de seguro:

a. Títulos u otros valores de la deuda pública nacional o garantizados por la Nación. También pueden invertir en préstamos de la Nación a través de la Secretaría de Hacienda o el Banco Central de la República Argentina. Además, se incluyen títulos de deuda pública interna de provincias y municipios.

b. Títulos públicos de países extranjeros, hasta el importe de las reservas técnicas correspondientes a pólizas emitidas en la moneda de esos países.

[49] Ley 20.091, Ley de Entidades de Seguros y su Control.

c. Obligaciones negociables que tengan oferta pública autorizada, emitidas por sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada, cooperativas o asociaciones civiles. También pueden invertir en debentures, ambos con garantía especial o flotante en primer grado sobre bienes en el país, o con garantía de Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) o fondos de garantía.

d. *Préstamos con garantía prendaria o hipotecaria en primer grado sobre bienes situados en el país,* con algunas exclusiones como yacimientos, canteras y minas. El préstamo no puede exceder el 50% del valor del bien, tasado por el asegurador.

e. Inmuebles situados en el país para uso propio, edificación, renta o venta.

f. Acciones de sociedades anónimas constituidas en el país o extranjeras, que se coticen en bolsas del país o del extranjero. También se incluyen acciones de empresas extranjeras que tengan por principal objeto la prestación de servicios públicos dentro de la Nación.

g. Préstamos garantizados con títulos, debentures y acciones de los incisos anteriores, hasta el 50% del valor de mercado de esos valores.

h. Operaciones financieras garantizadas en su totalidad por bancos u otras entidades financieras autorizadas a operar en el país por el Banco Central de la República Argentina, siempre que el estado económico-financiero del asegurador lo permita y cuente con la autorización de la autoridad de control.

La autoridad de control establecerá los porcentajes de inversión en estos bienes y podrá impugnar las inversiones que no cumplan con los criterios de liquidez, rentabilidad y garantía.

La Resolución 21.523/92, Reglamento general de la Actividad Aseguradora, establece los límites de inversión.

a. Las aseguradoras tienen límites específicos sobre cuánto pueden invertir en préstamos con garantía hipotecaria, con las siguientes condiciones:

   - Los préstamos con garantía hipotecaria no pueden exceder el 50% del valor de realización del bien. Este valor debe ser determinado por una tasación realizada específicamente para este fin por el asegurador.

   - Límite sobre el pasivo para la determinación del capital computable: Las inversiones en préstamos con garantía hipotecaria no pueden exceder el 45% de la suma de los rubros "Deudas con Asegurados", "Deudas con Reaseguradores" y "Compromisos Técnicos", deducidas las disponibilidades líquidas constituidas en el país y los depósitos de reservas en garantía retenidos por los reaseguradores. Este mismo límite se aplica a las reaseguradoras, con la diferencia de que se consideran los rubros "Deudas con Aseguradoras", "Deudas con Retrocesionarios" y "Compromisos Técnicos", deducidas las disponibilidades líquidas y la reserva de estabilización.

b. *Las aseguradoras pueden invertir en fideicomisos financieros autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV) hasta un máximo del 40% del total de sus inversiones* (excluyendo inmuebles).

c. Las aseguradoras también pueden invertir en fideicomisos financieros cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo en la República Argentina. Estas inversiones están sujetas a límites mínimos y máximos que varían según el tipo de entidad aseguradora:

   - Las entidades de seguros generales, de seguros de vida y las entidades reaseguradoras deben invertir entre el 18% y el 30% del total de sus inversiones (excluidos inmuebles) en instrumentos que financien proyectos productivos o de infraestructura.

   - Las entidades de seguros de retiro deben invertir entre el 14% y el 30% del total de sus inversiones (excluidos inmuebles) en instrumentos que financien proyectos productivos o de infraestructura.

   - Las entidades aseguradoras de riesgos del trabajo deben invertir entre el 8% y el 20% del total de sus inversiones (excluidos inmuebles) en instrumentos que financien proyectos productivos o de infraestructura.

Anexo 6: Capitales mínimos y la securitización de hipotecas

El Texto Ordenado sobre Capitales Mínimos de las Entidades Financieras (https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Texord/t-capmin.pdf) establece el tratamiento para el caso de las hipotecas securitizadas para el cálculo de los capitales mínimos requeridos[50].

La clave para entender el consumo regulatorio de capital de esta operatoria es la transferencia del riesgo a terceros independientes (p.e. fideicomiso). En todo caso, se trata de una evaluación de transferencia de riesgo de crédito basado en un análisis de la esencia económica y no según la estructura legal[51].

Si no hay transferencia de riesgo, los ponderadores que se aplican a los créditos hipotecarios son los indicados en el punto 2.12.8 del Texto Ordenado.

Por ejemplo, para exposiciones hipotecarias normativas (i.e. estándares) de inmuebles residenciales se aplica un ponderador de 20% sobre un LTV de 55% y el ponderador de riesgo de contraparte del excedente. Si el tomador del crédito es una persona humana, el ponderador es del 75%. De este modo, si el LTV del préstamo es 80%, se aplica el 20% para los primeros 55 p.p. y del 75% para los restantes 25 pp. En este ejemplo, el ponderador a aplicar resulta en 29,75% que, con un requisito del 8%, consume un cargo de $2,38 por cada $100 de crédito hipotecario.

Si hay transferencia de riesgo al fideicomiso, se aplica la Sección 3 referentes a titulizaciones del Texto Ordenado. Pueden darse dos situaciones:

a. La Entidad Financiera no retiene riesgo ni invierte en títulos emitidos por el fideicomiso. En caso, no hay exigencia de capital.

[50] La normativa del BCRA hace referencia a titulizaciones de hipotecas. En el estudio se utiliza en forma indistinta a los términos de securitización y titulización.

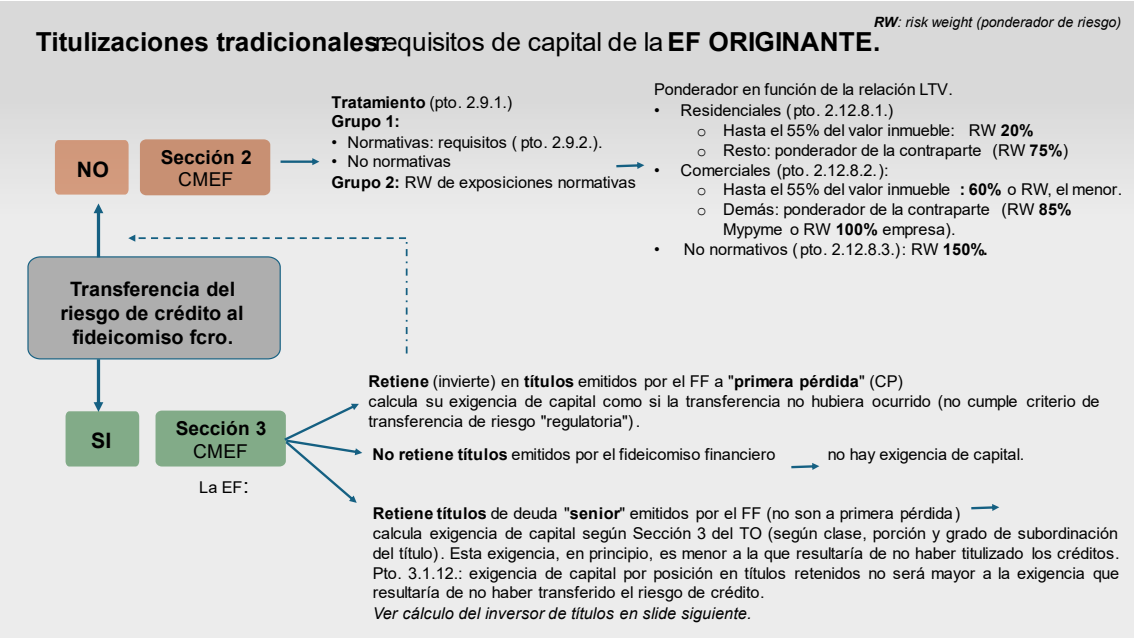
[51] Este análisis implica tener en cuenta las contingencias implícitas que el originador asume con la cartera transferida, así como la relación entre las partes involucradas en la operación (p.e. entre entidades relacionadas).

b. La Entidad Financiera retiene riesgo o invierte en títulos emitidos por el fideicomiso.

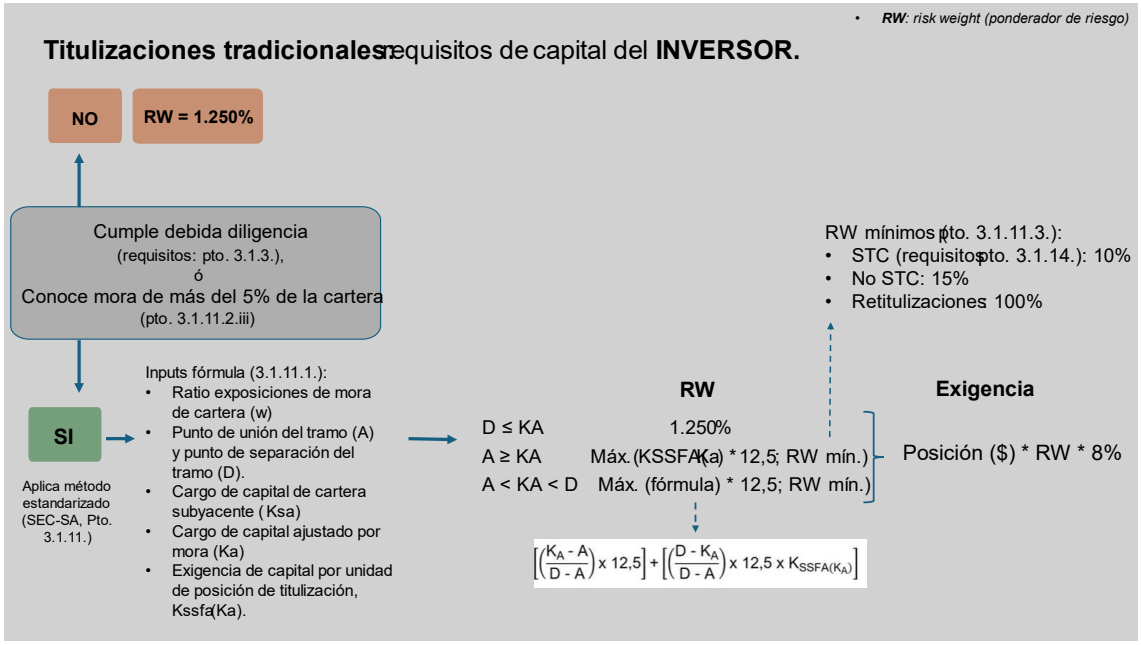
b.1. La retención o inversión es en certificados de participación del fideicomiso financiero. En esta situación el originador asume la primera perdida del estructurado. La exigencia de capital es equivalente a la que resulta de la no transferencia de riesgo, como si no hubiera habido securitización. No hay transferencia de riesgo "regulatoria" o venta verdadera, en la jerga financiera.

b.2. La retención o inversión es en títulos del fideicomiso que no asumen la primera perdida. La exigencia de capital resultante se detalla en la Sección 3 y depende de que clase, porción y grado de subordinación cuenta el titulo emitido por el fideicomiso que la EF posee. En principio, la exigencia de capital es inferior a la situación de no transferencia de riesgo.

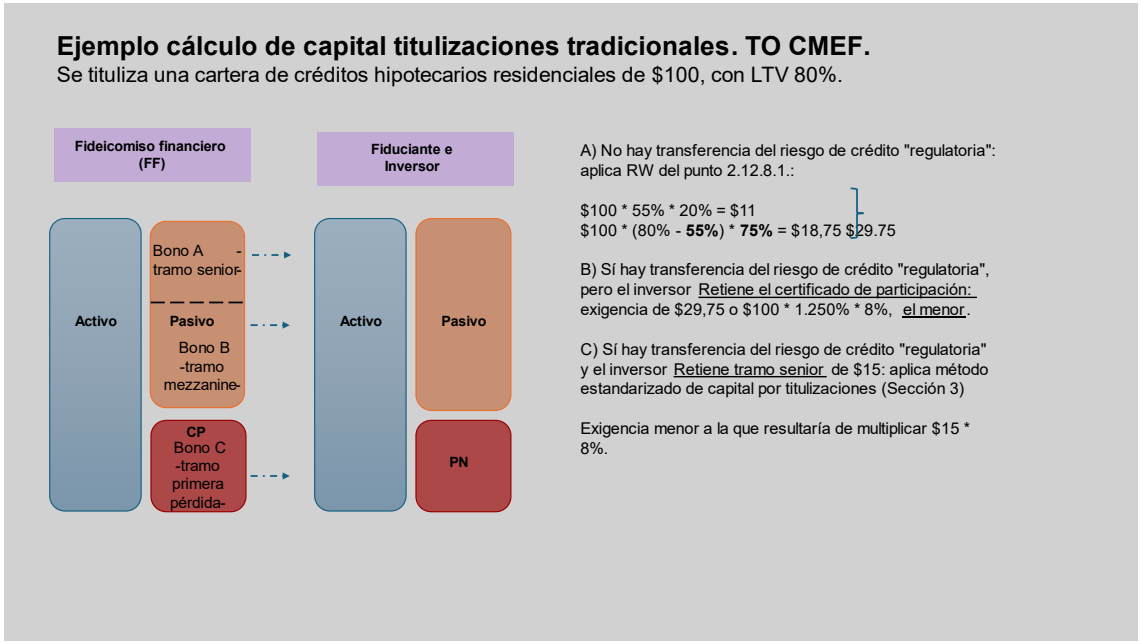
En efecto, en el punto 3.1.12 indica que "La exigencia de capital por las posiciones de titulización retenidas o recompradas por la entidad financiera originadora no será mayor a la que le correspondería observar si mantuviera la totalidad de las exposiciones subyacentes".



FUENTE: Gerencia de Emisión de Normas, BCRA.



FUENTE: Gerencia de Emisión de Normas, BCRA.



FUENTE: Gerencia de Emisión de Normas, BCRA.