

INFORME DE LA COMISION ESPECIAL SOBRE EL USO DE
LOS FONDOS DE PENSIONES PARA EL FINANCIAMIENTO
DE LA VIVIENDA

C O N T E N I D O

- I INTRODUCCION.
- II FUNDAMENTOS.
- III ANTECEDENTES.
- IV PROPOSICIONES Y COMENTARIOS.
- V RECOMENDACIONES.

INFORME DE LA COMISION ESPECIAL SOBRE EL USO DE
LOS FONDOS DE PENSIONES PARA EL FINANCIAMIENTO
DE LA VIVIENDA

I INTRODUCCION

La Comisión se constituyó por encargo del Directorio de la Cámara Chilena de la Construcción el día 7 de Octubre de 1986, con la concurrencia de los señores Daniel Risopatrón, Francisco Soza, Boris Priewer, Jorge Palma, Guillermo Porter, Helmuth Stehr Germán Molina A., Helmuth Schwend, Luis Pertuze y José Antonio Guzmán (Presidente). Actuó como secretario el señor Augusto Bruna.

II FUNDAMENTOS

En el transcurso de las reuniones se plantearon y definieron las premisas básicas que inspiraron la acción de esta Comisión, las cuales se pueden resumir de la siguiente forma:

1. La decreciente participación del sector de la construcción, específicamente del sector vivienda, en el Producto Geográfico Bruto (PGB), hace impostergable la necesidad de allegar mayores recursos para su financiamiento, a costos compatibles con los ingresos de los requirentes de vivienda.
2. El sistema de pensiones basado en la capitalización individual, autofinanciado y administrado privadamente para obtener una rentabilidad real positiva, constituye la forma más eficaz de defender el derecho de los trabajadores a una pensión de retiro reajutable.
3. La atractiva y creciente cantidad de recursos acumulados en los Fondos de Pensiones requiere de nuevas opciones de inversión, estables, de largo plazo y lo menos riesgosas posibles.
4. La estabilidad de este sistema hace imprescindible vincular más efectivamente a los afiliados, constituyéndolos en los principales defensores del sistema, para evitar un mal uso de los recursos o una apropiación indebida de ellos.

III ANTECEDENTES

A objeto de ilustrar su trabajo, la Comisión reunió y analizó diversos antecedentes y estadísticas que sirvieron de base para formular las proposiciones que se plantearon a continuación. Dichos antecedentes son los siguientes:

1. Inversión en Letras Hipotecarias.

Hasta la fecha, la participación de los Fondos de Pensiones en el financiamiento de la vivienda se ha realizado a través de la inversión en Letras de Crédito Hipotecario (LH) emitidas por las instituciones financieras y Pagars del Banco Central (PPBC).

No obstante que la inversión en estos instrumentos ha aumentado en valor real desde Diciembre de 1983 hasta Diciembre de 1986, su participación como porcentaje de la cartera total de inversiones se ha reducido desde un 55 % a un 37 % en el mismo periodo, consignándose además que un 11 % corresponde a L.H. para fines diferentes a vivienda (Ver cuadros 1 y 2).

Analizando los límites posibles de invertir en L.H., de acuerdo a las diversas regulaciones contempladas en el D.L. 3.500 por cada institución financiera, se concluye que a Noviembre de 1986 las Administradoras de Fondos de Pensiones no han podido invertir mas recursos en L.H. debido a la insuficiente emisión de estos instrumentos por casi la totalidad de dichas instituciones (Ver cuadro 3). Tampoco es seguro sin embargo, que las A.F.P. aumenten indefinidamente su inversión en estos instrumentos ante una mayor oferta, por las razones que se expresan más adelante.

Las razones mas esgrimidas para explicar la disminución de las colocaciones hipotecarias y por tanto, la restricción de la oferta de L.H. son:

- a) Que dentro del margen capital/endeudamiento, las instituciones financieras tienen alternativas de colocación mas atractivas y de mucho menor plazo.
- b) Que en la medida que la relación señalada se acerca al límite máximo permitido, todos los instrumentos financieros de esa institución sufren una baja en la calificación de la Comisión de Riesgos.
- c) Que la estructura de cobro de las comisiones no guarda relación con el saldo insoluto de la deuda, siendo muy pequeña al comienzo y muy alta al final, incentivando de esta forma el prepago de las obligaciones.
- d) Que en el caso de los préstamos pequeños, la comisión no remunera los costos de administración de las instituciones.

Cuadro No 1

CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES

(MM\$ DE CADA PERIODO)

	DIC.81	DIC.82	DIC.83	DIC.84	DIC.85	DIC.86
TITULOS DEL ESTADO(1)	3.34	11.66	40.91	48.10	82.41	152.38
P.P.B.C.(2)	-	-	3.50	20.26	37.71	50.20
LETRAS HIPOTECARIAS	1.12	20.97	50.59	69.71	99.60	110.77
INVERSION HIPOTECARIA(3)	1.12	20.97	54.09	89.97	137.31	160.97
BONOS Y DEBENTURES	0.07	0.27	2.17	3.92	4.26	4.82
DEPOSITOS A PLAZO	7.37	11.93	2.72	19.86	57.85	99.41
ACCIONES	-	-	-	-	0.03	16.31
FONDO TOTAL	11.90	44.83	99.89	161.85	281.86	433.89
VAR. S/AMO ANTERIOR	-	276.72%	122.82%	62.03%	74.15%	53.94%

(1) Descontados los P.P.B.C..

(2) La emision 20/8 fue canjeada por los P.P.B.C..

(3) Suma de P.P.B.C. y Letras Hipotecarias.

Cuadro No 2

CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES
(% SOBRE EL TOTAL)

	DIC.81 (%)	DIC.82 (%)	DIC.83 (%)	DIC.84 (%)	DIC.85 (%)	DIC.86 (%)
TITULOS DEL ESTADO(1)	28.07	26.01	40.96	29.72	29.24	35.12
P.P.B.C.(2)	-	-	3.50	12.52	13.38	11.57
LETRAS HIPOTECARIAS	9.41	46.78	50.65	43.07	35.34	25.53
INVERSION HIPOTECARIA(3)	9.41	46.78	54.15	55.59	48.72	37.10
BONOS Y DEBENTURES	0.59	0.60	2.17	2.42	1.51	1.11
DEPOSITOS A PLAZO	61.93	26.61	2.72	12.27	20.52	22.91
ACCIONES	-	-	-	-	0.01	3.76
FONDO TOTAL (MMMs)	11.90	44.83	99.89	161.85	281.86	433.89
VAR. S/ANO ANTERIOR	-	276.72%	122.82%	62.03%	74.15%	53.94%

(1) Descontados los P.P.B.C..

(2) La emision 20/8 fue canjeada por los P.P.B.C..

(3) Suma de P.P.B.C. y Letras Hipotecarias.

CUADRO N° 3

LIMITES DE INVERSION Y LETRAS EN CIRCULACION

(MILLONES DE PESOS)

EMISORES	LETRAS EN CIRCULACION #1#			LIMITES DE INVERSION DE LOS FONDOS				I N V E R S I O N		
	TOTAL	EMISION 20/8	OFERTA #2#	3 VECES PATRIMONIO#3#	15 % FONDOS#4#	RIESGO LETRAS#5#	LIMITE MENOR	FONDOS POSIBLES A INVERTIR#6#	FONDOS INVERT. INV.FONDOS.#7#	SALDO POSIBLE
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
ESTADO	37344	0	37344	227118	62856	356574	62856	37344	27936	9408
BHIF	34564	4278	30286	19221	62856	30177	19221	19221	11205	8016
SANTIAGO(#)	38642	8921	29721	75285	62856	118197	62856	29721	17347	12374
CREBITO	14573	7453	7120	29976	62856	47062	29976	7120	8847	-1727
CHILE(#)	23531	10674	12857	73527	62856	115437	62856	12857	8366	4491
SUBAMERICANO	14236	5473	8763	23595	62856	37044	23595	8763	4974	3789
ESPAÑOL	8279	1964	6315	28374	62856	44547	28374	6315	971	5344
CENTROBANCO	5494	593	4901	14625	62856	22961	14625	4901	2205	2696
NACIONAL	7571	2037	5534	15393	62856	23627	15393	5534	2440	3094
A. EDWARDS	10954	1902	9052	19662	62856	30869	19662	9052	4771	4281
SUBTOTAL	195188	43295	151893	526776	628560	826495	339414	140828	89062	51766
CONCEPCION	3384	1588	1796	24318	62856	38179	24318	1796	1556	240
PACIFICO	3233	1977	1256	4866	62856	7640	4866	1256	884	372
TRABAJO	704	458	246	17382	62856	27290	17382	246	278	-32
BICE	3892	657	3235	10944	62856	17182	10944	3235	1664	1571
O'HIGGINS	8588	1901	6687	20319	62856	31901	20319	6687	3939	2748
OSORNO	7378	1382	5996	19821	62856	31119	19821	5996	4001	1995
CITIBANK	7159	1030	6129	43122	62856	67701	43122	6129	3321	2808
INTERNACIONAL	557	155	402	8229	62856	12919	8229	402	314	88
EXTERIOR	768	768	0	5940	62856	9326	5940	0	0	0
DESARROLLO	5545	1324	4221	5382	62856	8450	5382	4221	2660	1561
FINANCO	99	99	0	1968	62856	3090	1968	0	0	0
FUSA	5342	1775	3567	3243	62856	5091	3243	3243	1928	1315
SUBTOTAL	46649	13114	33535	165534	754272	259888	165534	33211	20545	12666
TOTAL	241837	56409	185428	692310	1382832	1086383	504948	174039	109607	64432

(#) : Santiago incluye inversion en Colocadora.

Chile incluye inversion en Continental y Morgan Finansa.

#1# : Cifras a Noviembre de 1986.

#2# : Col(3) = Col(1) - Col(2)

#3# : Patrimonios segun Circular N.421 de la Superintendencia de A.F.P.

#4# : Fondos de Pensiones = \$ 419.039 millones al 30 de Noviembre de 1986.

#5# : Calculado en Base al Factor de Riesgo Promedio Ponderado segun Inst.Financiera.

#6# : Menor entre Col(3) y Col(7).

#7# : Col(10) = Col(8) - Col(9).

e) Que el interés del público por endeudarse en L.H. no ha crecido, ya sea por el costo de los créditos o porque las rentas no son reajustables en igual forma que los dividendos, o porque no se difunde adecuadamente las oportunidades de tomar dichos créditos.

Un recuento de las líneas de financiamiento hipotecario para vivienda abiertas hoy día por las instituciones financieras, revela que la mayoría de ellas se ha retirado del mercado de crédito hipotecario y las que aún permanecen, han elevado el monto mínimo de sus préstamos por sobre las 500 Unidades de Fomento, dejando así sin acceso al crédito a un vasto sector de la demanda (Ver cuadro 4). Se exceptúan de esto 2 ó 3 instituciones que otorgan créditos menores solo para sus propios ahorrantes que operen dentro de los sistemas de subsidio.

En el supuesto que dichos inconvenientes se solucionen, persiste la duda sobre el eventual interés que puedan tener las A.F.P. en incrementar su inversión en estos instrumentos, debido especialmente al factor riesgo.

En efecto, recientes modificaciones introducidas a la Ley de Bancos han desvirtuado la creencia que existía en algunos inversionistas de que la L.H. gozaba de tratamiento preferente en caso de liquidación de una institución financiera, estableciendo nuevos procedimientos que rebajan la seguridad del instrumento en la situación aludida (Ver anexo 1).

Las principales objeciones que hacen los inversionistas a las L.H. son las siguientes:

a) Hasta ahora, las garantías que se exigen por cada crédito hipotecario están respaldando el total de las colocaciones hipotecarias, sin distinción. Esta situación impide al inversionista diferenciar el riesgo de su inversión según la operación que le dió origen.

b) Tampoco existe una retasación periódica de las garantías, por tanto las provisiones que deben efectuar las instituciones financieras sólo consideran el comportamiento del deudor.

c) Asimismo no existe una diferenciación de L.H. según plazos, lo cual implica que tengan igual riesgo para el inversionista las L.H. que corresponden a créditos de distintos plazos, en circunstancias que el valor de la garantía va aumentando en relación al saldo del crédito, a medida que éste se va cancelando.

CUADRO N° 4

PRESTAMO HIPOTECARIO MINIMO (MARZO-87)

<u>BANCO</u>	<u>PRESTAMO MINIMO</u> (UF)
Estado	400
BHIF	700
Santiago	600
Crédito	1.000
Chile	-
Sudamericano	500
Español	3.000
Centrobanco	-
Nacional	500
Edwards	700
Concepcion	800
Pacífico	1.200
Trabajo	-
Bice	1.500
O'Higgins	1.000
Osorno	1.000
Citibank	1.300
Internacional	600
Desarrollo	300
Fusa	500

2. Proyección de los recursos.

Como se señala en los fundamentos de este informe, el volumen de recursos de los Fondos de Pensiones es siempre creciente. Todas las proyecciones muestran que los fondos acumulados no dejan de crecer, incluso cuando el pago de las pensiones entra en régimen estable.

En efecto, el pago de pensiones se puede cubrir en los próximos 25 años exclusivamente con las cotizaciones y, de ahí en adelante, con éstas más los ingresos por rentabilidad (Ver cuadro 5).

Si a dichos recursos se agregan los fondos acumulados en las Compañías de Seguros de Vida, ligados a los Fondos de Pensiones, la cantidad de recursos vinculados al sistema privado de pensiones que estarán disponibles para invertir en los próximos 15 años es más de 5 veces los recursos hoy día disponibles, acercándose al volumen de colocaciones del sistema financiero en su conjunto (Ver cuadro 6).

Más aún, si las cuentas de ahorro voluntario en las A.F.P., que pueden destinarse, entre otros fines a vivienda, cuyo proyecto se encuentra en vías de aprobación, tiene el éxito que sus autores esperan y recibe el apoyo de la población como instrumento sustitutivo de las libretas de ahorro para la vivienda, puede esperarse un volumen aún mayor de recursos cuya inversión estará ligada a la efectividad de las políticas de financiamiento para la vivienda que pongan en práctica las A.F.P.

3. Características de los Créditos Hipotecarios para la adquisición de vivienda.

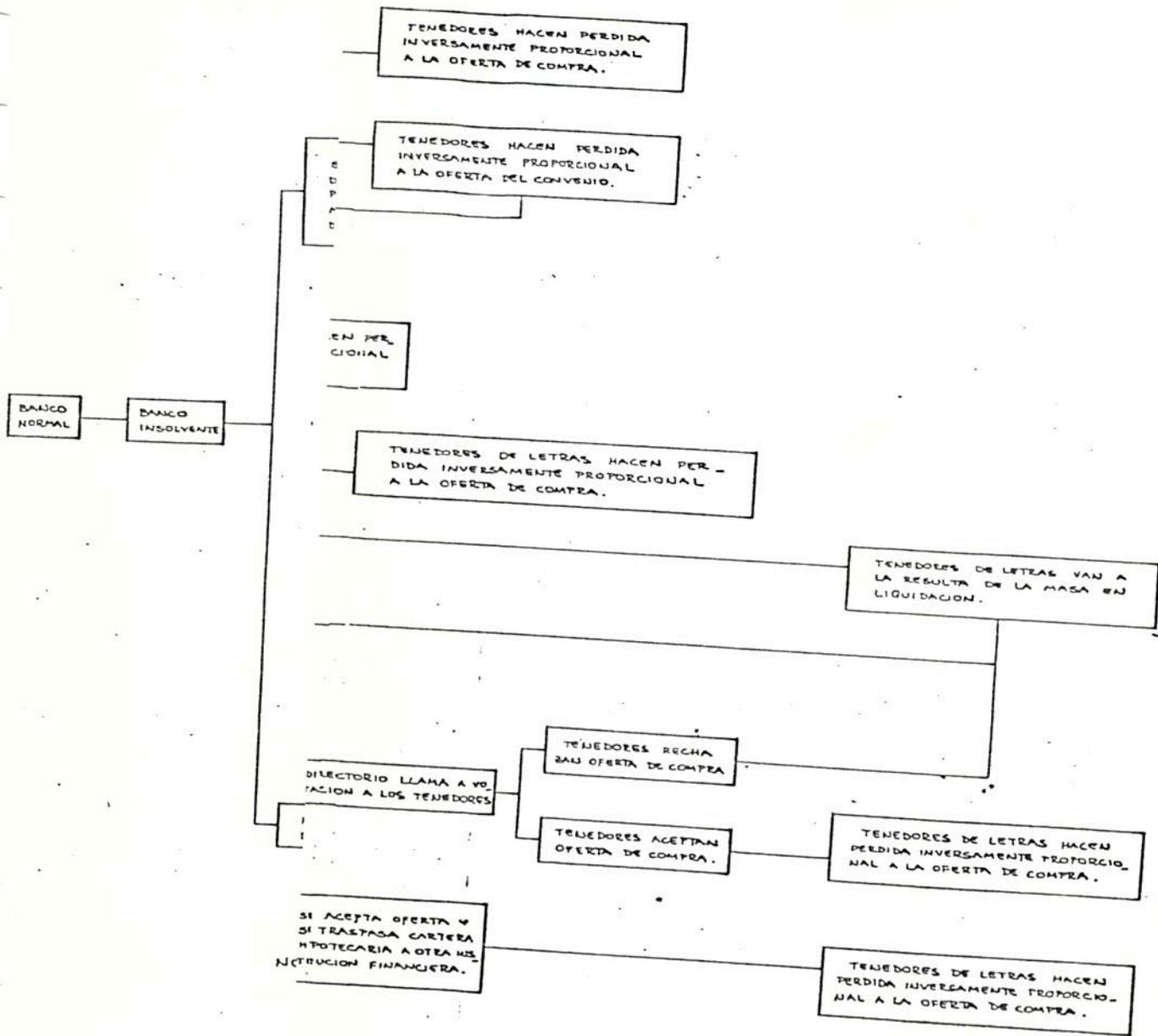
Coincidente con los propósitos y fundamentos del presente informe, resulta necesario analizar hasta que punto la inversión en créditos hipotecarios, ya sea directamente o indirectamente, reúne los requisitos mínimos que son recomendables de exigir a una inversión de los fondos de pensiones.

Entre las principales virtudes y sin que importe un orden de precedencia, cabe señalar la coincidencia entre el plazo del crédito y el plazo en que los fondos deben responder a los afiliados para el pago de pensiones, lo cual no afecta la necesaria liquidez del sistema al mediar un instrumento de fácil transacción en el mercado secundario.

Asimismo, se destaca la gran amplitud y estabilidad que un mercado de créditos hipotecarios tiene para los inversionistas, toda vez que las necesidades de vivienda superan con creces las posibilidades de financiamiento.

En cuanto a la seguridad de la inversión frente a otras alternativas, puede aseverarse que es más segura por cuanto su garantía la constituye la propia vivienda, garantía que va mejorando en el tiempo al disminuir la deuda insoluble.

ALTERNATIVAS DE
EN CASO DE INSOLVENCIA



Cuadro No 5

PROYECCION FINANCIAMIENTO DE PENSIONES

ANOS	PENSIONES	COTIZACIONES	OPEC. FONDOS	(2)/(1)	(3)/(1)
	(Cifras a Diciembre de c/año en \$ Dic.86)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1986	1702	53228		31.28	
1987	2503	58076	72220	23.20	28.85
1988	3429	63195	80575	18.43	23.50
1989	4579	68602	89571	14.98	19.56
1990	5991	74286	99146	12.40	16.55
1991	7704	79892	109290	10.37	14.19
1992	9759	85770	119628	8.79	12.26
1993	12210	92736	130488	7.60	10.69
1994	15111	99097	142683	6.56	9.44
1995	18522	105302	154491	5.69	8.34
1996	22474	109862	166289	4.89	7.40
1997	27001	114598	176509	4.24	6.54
1998	32157	119519	186899	3.72	5.81
1999	37990	124639	197423	3.28	5.20
2000	44554	129968	208046	2.92	4.67
2001	51895	135113	218734	2.60	4.21
2002	60057	140455	229034	2.34	3.81
2003	69077	146006	239269	2.11	3.46
2004	78981	151775	249408	1.92	3.16
2005	89784	157777	259431	1.76	2.89
2006	101500	163615	269324	1.61	2.65
2007	114119	169674	278661	1.49	2.44
2008	127622	175965	287814	1.38	2.26
2009	141989	182498	296806	1.29	2.09
2010	157196	189283	305657	1.20	1.94
2011	173217	195979	314397	1.13	1.82
2012	189949	202921	322689	1.07	1.70
2013	207366	210122	330973	1.01	1.60
2014	225444	217594	339280	0.97	1.50
2015	244160	225349	347649	0.92	1.42
2016	263484	233396	356125	0.89	1.35
2017	283391	241750	364752	0.85	1.29
2018	303856	250420	373580	0.82	1.23
2019	324861	259420	382659	0.80	1.18
2020	346382	268762	392041	0.78	1.13
2021	368405	278459	401773	0.76	1.09
2022	390920	288522	411905	0.74	1.05
2023	413920	298965	422489	0.72	1.02
2024	437406	309801	433566	0.71	0.99
2025	461380	321044	445181	0.70	0.96
2026	485851	332704	457376	0.68	0.94
2027	510837	344799	470187	0.67	0.92
2028	536353	357341	483649	0.67	0.90
2029	562426	370344	497795	0.66	0.89
2030	589085	383823	512653	0.65	0.87
2031	616363	397796	528249	0.65	0.86
2032	644297	412275	544606	0.64	0.85
2033	672929	427280	561749	0.63	0.83
2034	702302	442828	579692	0.63	0.83
2035	732463	458933	598458	0.63	0.82

C U A D R O N° 6

PROYECCION DE INVERSIONES DE AFP Y COMPAÑIAS DE SEGUROS DE VIDA

(MILES DE MILLONES DE \$ DE DIC. 1985)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	AFP	SEG. VIDA	(1)+(2) SIST. PREVIS.	COLOC. NAC. SIST. BANCARIO	(3)/(4) %
1984	206	56	262	1.280	20,5
1985	283	72	355	1.334	26,6
1986	342	93	435	1.400	31,1
1987	405	119	524	1.470	35,6
1988	473	146	619	1.544	40,1
1989	543	174	717	1.621	44,2
1990	620	203	823	1.702	48,4
1991	703	233	936	1.787	52,4
1992	789	265	1.054	1.877	56,2
1993	880	298	1.178	1.970	59,8
1994	977	332	1.309	2.069	63,3
1995	1.079	367	1.446	2.172	66,6
1996	1.187	403	1.590	2.281	69,7
1997	1.303	445	1.748	2.395	73,0
1998	1.425	489	1.914	2.515	76,1
1999	1.555	534	2.089	2.641	79,1
2000	1.692	580	2.272	2.773	81,9

(*) Colocación en moneda nacional de bancos y financieras, incluyendo hipotecarios. Se proyectan suponiendo un crecimiento del 5%.

No obstante, existe el riesgo de que el deudor no pague su crédito hipotecario, ante lo cual puede existir la opción previa de asegurar al inversionista y la opción posterior de hacer efectiva la garantía. Este riesgo disminuye si el inversionista está en condiciones de evaluar previamente cada deudor o un conjunto de deudores. Asimismo disminuye el riesgo si el deudor puede acceder al crédito a un costo razonable y compatible con sus ingresos.

Uno de los elementos más presentes en el análisis de la inversión de los fondos de pensiones en el financiamiento de la vivienda es el costo de intermediación o comisión.

Los inversionistas sostienen que dicho costo encarece excesivamente el crédito para los usuarios, aumentando su propio riesgo; las instituciones financieras sostienen que la comisión actual no remunera adecuadamente su operación; y los promotores junto a los deudores sostienen que dicha comisión desalienta el interés por endeudarse y dificulta el servicio oportuno de las deudas.

La interrogante es, pues, si es posible administrar una cartera de créditos hipotecarios a un costo inferior al que hoy aplican las instituciones financieras.

Cabe reiterar a este respecto, que el desinterés de los bancos, más que al costo de administración de estos créditos, se debe a que tienen alternativas de colocación más interesantes, ya que el "spread" neto que resulta de otras intermediaciones financieras es superior a la comisión neta que cobran por las L.H.

4. Alternativas de inversión.

Como se indica en el cuadro N° 2, hasta ahora la inversión se ha distribuido principalmente entre títulos del Estado, letras de crédito hipotecario (LH) y depósitos a plazo en el sistema financiero y, en menor medida, en bonos, debentures y acciones de empresas públicas o traspasadas al sector privado.

Respecto de este cuadro cabe destacar en primer lugar, el limitado espectro de alternativas que representa para el inversionista, lo cual se vuelve muy grave si se considera la proyección de recursos mencionada en el punto 2.

En segundo lugar se advierte una fuerte concentración de los recursos canalizados a través del sistema financiero, el cual orienta su colocación en el corto plazo y, en el caso de los créditos hipotecarios, encarece el costo para los usuarios.

Es necesario destacar que un alto porcentaje de la inversión es de mediano o corto plazo, característica que resulta inapropiada para un sistema cuya concepción y proyección es de largo plazo y cuya liquidez puede resguardarse con un buen mercado secundario.

Finalmente debe señalarse el excesivo poder de manejo que esta distribución otorga al Estado, especialmente a través de su incidencia en las tasas de interés, y quizás más adelante, a través de la política de tarifas de los servicios públicos, prestándose para que situaciones políticas o económicas coyunturales, arriesguen la estabilidad del sistema de pensiones tal como está concebido.

Ante este cuadro, las propias A.F.P. han venido reaccionando, detectándose hoy día una fuerte inquietud por ampliar el abanico de opciones de inversión.

Las ideas conocidas que barajan las A.F.P. al respecto son las siguientes:

4.1 Inversión en Mutuos Hipotecarios.

Las Compañías de Seguro han propuesto que se permita invertir parte de sus reservas y patrimonio en mutuos hipotecarios, generados en préstamos destinados a la adquisición de viviendas y otros bienes raíces urbanos, iniciativa a la que podrían sumarse parte de los recursos de los Fondos de Pensiones, con las siguientes ventajas:

a) Permite disminuir el riesgo a través de la diversificación de la cartera de inversiones y la atomización en numerosas operaciones de diferentes agentes económicos.

b) Al extender el plazo de las inversiones, éste se aproximará al plazo de los pasivos.

c) Es posible calzar en mejor forma el sistema de reajustes de activos y pasivos, especialmente valido para las Compañías de Seguros.

d) Elimina el riesgo de la aditividad, donde operaciones de créditos posteriores en mutuos hipotecarios no perjudican ni benefician a la relación deuda/garantía de operaciones de crédito anteriores, las que por un servicio normal de amortización, muestran una mejor cobertura.

e) Se determina anticipadamente en buena medida, el diferencial de intereses entre activos y pasivos, eliminando con ello en gran parte el riesgo por concepto de fluctuación de tasas de interés en el futuro, asimismo valido para las Compañías de Seguros.

f) A través de la reducción de spreads puede disminuirse el interés sobre la deuda, mejorando la capacidad de pago del deudor, con la consiguiente disminución de riesgo.

g) Cuando el plazo residual de un crédito hipotecario otorgado inicialmente a 15 años es inferior a 3 años, el mutuo correspondiente es considerado como un título de inversión sin riesgo, por la gran cobertura que le otorga la garantía hipotecaria que lo respalda.

4.2 Inversión en Títulos de Deuda.

La idea consiste que parte de los recursos de los fondos de pensiones contribuyan al desarrollo nacional a través del financiamiento de empresas o de proyectos específicos, públicos o privados, debidamente calificados por la Superintendencia de A.F.P., mediante la adquisición de bonos o "debentures" de dichas empresas.

Como se ha señalado en el cuadro N° 2 hasta ahora un pequeño porcentaje de la cartera (1,11 %) se ha invertido en bonos de algunas empresas del Estado, con garantía estatal. Sin embargo esta fórmula no ha prosperado por una insuficiente emisión de títulos, debida según algunos, al temor que implica el examen de la gestión de la empresa por parte de la Superintendencia de A.F.P. o la Comisión Clasificadora de Riesgos.

Para el país la principal ventaja que puede deparar este sistema es abrir una línea de Financiamiento de largo plazo en moneda nacional y tasas razonables, proyectos de desarrollo (Mineros, Industriales, Agrícolas, Pesqueros, Servicios, etc.) que puedan ofrecer la garantía suficiente a los inversionistas.

Para los Fondos de Pensiones tiene la virtud de poder diversificar su cartera en inversiones de distinta naturaleza, a plazos compatibles con sus obligaciones y a tasas de interés estables, con un alto grado de liquidez en el mercado secundario.

El inconveniente puede surgir en la clasificación de la garantía, que si es muy estricta, reservara este financiamiento solo para aquellos proyectos que cuenten con garantía Estatal.

4.3 Inversión en Acciones de Empresas.

De acuerdo a las facultades que otorga el D.L. 3.500, las A.F.P. han venido invirtiendo parte de sus recursos (3,76 % a Diciembre-86) en acciones ordinarias de algunas empresas que se encontraban mayoritariamente en poder del Estado y que este ha resuelto privatizar, cediendo parte de sus acciones.

Las mismas regulaciones contemplan la posibilidad de invertir en acciones de otras empresas privadas que cumplan determinadas condiciones de desconcentración del capital, relación deuda-capital y otras.

La idea apunta pues a aumentar la inversión en acciones, disminuyendo si es preciso, las exigencias a las empresas dispuestas a ofrecer sus acciones al mercado de los Fondos de Pensiones.

Sin embargo, este tipo de inversión ha despertado críticas en el sentido que por esta vía los Fondos de Pensiones puedan hacerse dueños de las más importantes empresas productivas del país

amén que, por la Facultad de administración que ella conlleva, puede constituir a las Administradoras de Fondos de Pensiones en centros de un fuerte poder económico.

Ante tales peligros, la Asociación de A.F.P. ha propuesto un proyecto que permite la inversión de sus recursos en títulos representativos de capital (acciones preferentes) de Sociedades Anonimas abiertas, sin derecho a voto, a cambio de dividendos preferentes y con un derecho a retiro garantizado, si durante 3 años seguidos la Sociedad no paga el dividendo preferente.

El inconveniente que surge al ceder totalmente la Administración de las Sociedades en que inviertan las A.F.P. es que éstas desvinculan su responsabilidad frente a los resultados de su inversión, aumentando el riesgo de los Fondos de los afiliados. Por otra parte, al poner a disposición de terceros los Fondos que le han sido confiados en administración, sin un control directo durante el periodo de la inversión y con escasa opción de venta de los títulos, queda abierta la posibilidad de que esas inversiones respondan más a los intereses de los dueños de las A.F.P. que a los afiliados, con el consiguiente deterioro de imagen del sistema.

Las principales virtudes que ofrece la inversión en acciones, ya sea ordinarias o preferentes, con o sin intervención de la administración, son la posibilidad de diversificar la cartera y mejorar la rentabilidad de la inversión, aunque a costa de un mayor riesgo, disminuyendo por otro lado la liquidez.

4.4 INVERSION EN SOCIEDADES INMOBILIARIAS.

En círculos vinculados al sistema A.F.P., se ha pensado en organizar la inversión de los fondos en bienes raíces a través de Sociedades Inmobiliarias de giro exclusivo, entendiéndose como giro exclusivo en un sentido amplio "la explotación de bienes raíces, ya sea para ejecutar o terminar obras, o adquirir obras ya terminadas, con el propósito de arrendarlas, venderlas o entregarlas en leasing". Se comprenden en el concepto de bienes raíces las viviendas, edificios, bodegas, locales comerciales, oficinas y plantas industriales, limitando las inversiones en una primera etapa a las alternativas más tradicionales (oficinas y locales comerciales) (viviendas no están incluidas en el documento reseñado).

Se considera que se debe intervenir en las diversas etapas del negocio inmobiliario para evitar bruscas fluctuaciones en el mercado de bienes raíces.

Al respecto, debe advertirse que la inversión inmobiliaria, dada su relativa indivisibilidad, su inmovilidad y su heterogeneidad, no es líquida. Pero esto no debe sobrevalorarse porque también hay que considerar que esta inversión tiene gran

capacidad para caucionar créditos, lo que permite suponer que los títulos representativos de los derechos sobre activos inmobiliarios deberían poder adquirir cierto grado de liquidez en un mercado financiero ágil y transparente.

Los títulos pueden corresponder a acciones (Sociedades Inmobiliarias) o cuotas (Fondos Mutuos Inmobiliarios) que se pueden transar en un mercado secundario. De estas dos formas, las A.F.P. prefieren las acciones de Sociedades Inmobiliarias, pues en el caso de los Fondos Mutuos Inmobiliarios se presentan 3 inconvenientes:

- 1º Para mantener el valor de las cuotas, en algún momento, el Fondo debe estar dispuesto a recomprar las cuotas de sus partícipes.
- 2º El grado de control que adquiere el inversionista es mínimo ya que un Fondo Inmobiliario se delega absolutamente el control y las decisiones en los gestores.
- 3º Existen además dificultades legales para implementar Fondos Inmobiliarios.

Las inversiones en acciones de Sociedades Inmobiliarias parecen más adecuadas pues se facilita el control y se limitan los problemas de implementación a resolver y requieren de pocas modificaciones legales.

Se estima muy necesario contar con procedimientos y criterios a priori sobre valorización de bienes raíces.

Se estima que de organizarse la inversión bajo la forma de sociedades inmobiliarias, hay que fijar previamente las normas necesarias para que estas inversiones respondan efectivamente al interés de todos los afiliados y a las características que deben cumplir estas Sociedades para disminuir los riesgos de operación.

Las situaciones potencialmente conflictivas que se visualizan son las siguientes:

1. a) Compra-venta de activos a entes relacionados.
- b) Compra-venta de activos de grupos afiliados.
- c) Arriendos subsidiados.
- d) Traspaso a terceros mediante sobre-pago de servicios.
- e) Traspaso a terceros por endeudamiento.
- f) Instrumentalización de la inversión para captar afiliados.

2. La posibilidad que estas circunstancias se presenten puede disminuirse a través de algunas restricciones, tales como:

- a) Prohibición de transacciones con entes relacionados.
- b) Baja capacidad de endeudamiento.
- c) Contratación de servicios a través de licitaciones.
- d) Amplia información respecto a los activos que se vayan a adquirir, previo a su compra efectiva.
- e) Desconcentración de las inversiones.
- f) Desconcentración de la propiedad de las Empresas.

Tomando en cuenta esta situación las organizaciones de este tipo deben obedecer a las siguientes características básicas

- Diversificación de la propiedad.
- Diversificación de la inversión.
- Estandarización de procedimientos.
- Transparencia en la política de inversiones.

IV PROPOSICIONES Y COMENTARIOS

Con los antecedentes mencionados anteriormente se formularon diversas proposiciones que se presentan a continuación, a las cuales se ha agregado un breve comentario sobre las ventajas e inconvenientes que han merecido dentro de la propia Comisión.

1. Fortalecimiento del Sistema de Letras Hipotecarias.

Considerando el hecho de que este sistema ha demostrado fehacientemente su factibilidad, otorgando un total aproximado de 140.000 préstamos hipotecarios durante los 10 últimos años, colocando entre los inversionistas la totalidad de los instrumentos emitidos, la Comisión ha estimado que el fortalecimiento de este sistema es una medida imprescindible, aunque no excluyente, para incrementar el uso de los Fondos de Pensiones en el financiamiento de la vivienda.

Como se desprende de los antecedentes indicados en el punto III.1., las medidas deben tender a incentivar a las instituciones financieras para aumentar sus colocaciones hipotecarias, a mejorar la calidad y seguridad de la letra hipotecaria como instrumento de inversión y, finalmente, a reactivar la demanda de crédito hipotecario por el público.

1.1 Las principales medidas que se sugieren para alentar a las instituciones financieras son:

a) Liberar la colocación hipotecaria del margen capital/captación igual a 1/20, a fin de que dichos préstamos no compitan con otras colocaciones.

En subsidio de lo anterior se propone incluir en el margen señalado, solamente los vencimientos de los 24 meses más próximos.

b) Liberalizar la actual estructura de cobro de comisiones, permitiendo, por ejemplo, que parte de éstas se cobren anticipadamente de una sola vez y, el saldo, a un valor fijo mensual que cubra el costo de cobranza.

Esta fórmula eliminaría la distorsión que actualmente originan los prepagos.

c) Extender a todos los créditos hipotecarios para vivienda de un monto hasta 500 U.F., el seguro estatal del S.A.F. que hoy día cubre hasta el 75 % de la pérdida con un tope de 200 U.F., en el caso de remate de un inmueble hipotecado, condicionando el otorgamiento de este seguro a créditos concedidos en condiciones de interés y comisión similares a las del S.A.F.

1.2 Por su parte las principales medidas que se sugieren para mejorar la calidad y seguridad de las L.H. son:

a) Diferenciar, para la eventualidad de falencia del emisor, las L.H. de créditos concedidos para vivienda de aquellos concedidos para fines generales, incluyendo sus respectivas garantías.

b) En segunda etapa, diferenciar las L.H. según el año de su emisión, toda vez que el riesgo es distinto según el plazo que falta para la extinción del crédito.

c) Identificar las L.H. correspondientes a créditos concedidos con el seguro estatal descrito en la letra c) del punto anterior, haciéndose extensivo a los demás créditos allí señalados, en caso de acogerse la sugerencia.

Todas estas medidas permitirían a los inversionistas ajustar el riesgo de su inversión de acuerdo a sus preferencias y apreciaciones particulares.

d) Obligar a las instituciones financieras a mantener una posición en L.H. de su propia emisión, equivalente a las provisiones que hayan debido efectuar conforme a las normas de clasificación de cartera, por cada subserie. En caso de falencia, esta posición se agregará a los mutuos respectivos.

1.3 Ninguna de las medidas sugeridas anteriormente tendría mayor objeto, si la demanda por crédito hipotecario para vivienda no crece a un ritmo mayor que la acumulación de los recursos de los fondos de pensiones, pues en caso contrario, bastaría mantener el sistema tal como está.

No cabe duda que el número de interesados aumenta a medida que el costo del crédito es menor, por tanto la primera medida que se sugiere es rebajar el costo de los créditos hipotecarios.

El costo del crédito esta ligado a la tasa de captación de los recursos que se van a prestar, es decir en este caso, a la tasa de interés o rentabilidad que se le desee exigir a los fondos de pensiones, y al costo de intermediación de dichos recursos.

Respecto del primer componente cabe postular que debe quedar entregado al libre juego del mercado, es decir, a la tasa corriente de captación, o sostener que el financiamiento de la vivienda requiere de una tasa baja, independiente de la tasa de mercado. En todo caso debe tenerse presente que la rentabilidad de la inversión también es función de la seguridad y del plazo de la misma y, por tanto, que dada la seguridad que representa el crédito hipotecario para las inversiones de las A.F.P., la tasa de inversión para dicho fin puede ser menor que la corriente del mercado de corto plazo, lo que en definitiva es decisión de cada A.F.P.

Respecto del costo de intermediación queda planteada la interrogante mencionada en el punto III.3, cuya respuesta sobrepasa las posibilidades de esta Comisión, siendo presumible que el costo de administración de una cartera Hipotecaria puede ser inferior al que hoy soportan las Instituciones Financieras

como resultado de la morosidad y las reprogramaciones, pudiendo por tanto, rebajarse las comisiones de intermediación.

El temor a endeudarse debido a la discrepancia entre la reajustabilidad del crédito y la reajustabilidad de los ingresos, tiende a disminuir a medida que el crecimiento económico del país se estabiliza. No obstante, existe la posibilidad de extender el plazo del crédito a fin de ajustarse a la disponibilidad del deudor.

El temor a endeudarse debido a la inestabilidad laboral también tiende a disminuir por la misma razón anterior, no obstante que puede aminorarse estableciendo un seguro temporal de cesantía.

COMENTARIOS:

Como se indica en el primer párrafo, la proposición tiene el mérito de la continuidad de un sistema que ha venido facilitando el crédito hipotecario en los años recientes, característica que a la vez la hace poco innovadora.

Existe la duda que, aun aplicándose las medidas sugeridas, pueda aumentar significativamente el financiamiento de créditos inferiores a 500 UF, dejando así huérfano de crédito a un amplio sector de la población que hoy aspira a viviendas entre 400 y 650 UF.

Las medidas sugeridas actúan de preferencia sobre la oferta de créditos hipotecarios, quedando la duda de que el costo de intermediación o comisión sea rebajado por las instituciones financieras mientras subsistan sus problemas de arrastre y no se incremente la competencia en el rubro.

2. CREACION DE SOCIEDAD FINANCIERA ESPECIALIZADA EN CREDITOS HIPOTECARIOS

En un esquema de economía de mercado, en que los negocios son abordados en cuanto a que son rentables, puede parecer un contrasentido o una ingenuidad, la pretensión de que, por decreto, se solucione un problema como el del crédito de vivienda. En teoría, el problema de fondo es de mercado, no existe oferta suficiente de fondos a las tasas -o precio- que los viviendistas quisieran para financiar la demanda.

A nuestro juicio el problema no está radicado en el mercado sino en la estructura legal que regula el crédito, y que en definitiva, determina en forma importante el costo de intermediación de los fondos prestables para vivienda.

Dicha estructura se enmarca en un sistema de multibanca, en el que, cumplidas ciertas restricciones, todas las sociedades financieras pueden operar todos los productos bancarios.

2.1 La proposición siguiente consiste, esencialmente, en que se autorice a entidades financieras especializadas para que puedan emitir letras de crédito hipotecario en condiciones que, al reflejar las particulares características del emisor, puedan ser más interesantes para el inversionista, y a su vez, tener un menor costo para el deudor.

Si bien no existe mayor diferencia en las letras de crédito que ellas emitirían, respecto de lo que se ha solicitado para las letras emitidas por el sistema de multibanca, los siguientes factores hacen recomendable su existencia, incluso en el evento de que lo solicitado para aquellas fuera aceptado:

a) Las nuevas entidades no tendrían el compromiso patrimonial que actualmente arrastran la mayor parte de las entidades financiera, fruto de la última crisis. Este compromiso repercute necesariamente en un mayor riesgo de la letra en cuanto en la posible insolvencia de su emisor.

b) La especialización exclusiva en este tipo de operaciones, amén de evitar al emisor el mayor riesgo de otros negocios, hace que su capital se constituya en un encaje destinado a mejorar la garantía de los títulos vendidos. Por la misma razón, este tipo de letras ya no tendría, como las actualmente existentes, el riesgo 'banco' sumado al propio de la letra de crédito.

2.2. A continuación se exponen en forma esquemática las principales modificaciones a la actual ley de Bancos y Reglamentos del Consejo Monetario que se requerirían, para permitir la existencia del sistema enunciado. En lo grueso, estas modificaciones tienden a que pueda existir alguna diversidad en materias tales como el cobro de la comisión y la identificación entre las subseries de letras emitidas con la cartera de garantías y colocaciones que le dieron origen.

Modificación a la Ley y Reglamentos que se requerirían:

a) Ampliar el límite, actualmente existente, de inversión de una sociedad financiera en letras de su propia emisión.

b) Modificar, con cargo a lo particular que resultan estos emisores, la reglamentación respecto de la emisión de letras de crédito. Especialmente relevante, a fin de mejorar la calidad del documento y a su vez lograr bajas en las comisiones, aparecen los siguientes aspectos:

- Subdividir la cartera de garantías y colocaciones a nivel de subseries, respondiendo las colocaciones exclusivamente por las letras de la subserie correspondiente. Ello permitiría, amén de un mejoramiento en la calidad de la garantía a medida transcurra el tiempo, la posibilidad para los inversionistas de discriminar respecto del destino o tipo de deudores tras las letras de crédito.

- Mantención de una posición, en letras de propia emisión, equivalente a las provisiones que hayan debido constituirse por cada subserie.

- En virtud de la especialización mencionada, que evita el compromiso del patrimonio del emisor en negocios de mayor riesgo, debiera aumentarse tanto el tope de colocaciones (15:1 para instituciones no bancarias), como el límite impuesto por el D.L. 3500 para la adquisición de letras de un emisor por parte de los fondos de pensiones.

- Incorporar a las características de estos instrumentos, que ante la falencia de un emisor, operen juntas de acreedores por cada subserie de letras emitidas, transfiriéndose a dichas juntas las colocaciones con sus hipotecas y otras garantías.

- Permitir esquemas diferentes al actualmente vigente para el cobro de la comisión.

COMENTARIOS:

a) Si bien en esta institución de giro exclusivo la mantención de una posición en letras propias igual a las provisiones no tendría inicialmente ningún efecto (ya que de todas maneras el capital entero respaldará las obligaciones por letras, sin importar en que está invertido), en el momento en que las provisiones excedieren los recursos disponibles para invertir en letras de emisión propia, se desencadenaría un proceso de capitalización forzosa o liquidación de la institución, evitándose así perjuicios mayores.

b) Parece discutible que la concentración obligatoria del riesgo en un solo negocio sea un buen argumento para obtener el levantamiento de algunas de las restricciones que hoy día pesan sobre las operaciones hipotecarias del sistema financiero abierto. Más bien, la teoría y la experiencia indicaría lo contrario (BHIF, BUF). En todo caso, para evitar discriminaciones inconstitucionales, cualquier liberalización en la reglamentación que afecte el negocio de emisión de letras debiera hacerse extensivo al sistema financiero existente.

c) Aún así, sigue válida la proposición de la formación de entidades especializadas, dada la fuerte barrera de entrada al mercado que impone la autoridad, la que de hecho actualmente no acepta la creación de nuevos Bancos. Como se ha visto, los Bancos existentes generalmente tienen alternativas mejores de negocio que la emisión de letras de crédito. Si las entidades nuevas especializadas que se autoricen no las tendrán, bien podrían formarse algunas, como instrumento complementario para empresas inmobiliarias o para inversionistas institucionales en letras, más que como negocio en sí.

Considerando que para márgenes altos de endeudamiento (superiores a los actualmente permitidos) parece dudoso que, ante una crisis, el riesgo que significa la concentración en un sólo negocio quede suficientemente cubierto por el capital que hace de "encaje" adicional, puede concluirse que la proposición en comento cobra máxima vigencia en caso que la autoridad no aceptare una significativa liberación del margen de endeudamiento para operaciones hipotecarias, ya que en ese caso el sistema financiero existente en general seguirá teniendo mejores opciones de negocio.

3. OTORGAMIENTO DE CREDITOS HIPOTECARIOS DIRECTAMENTE POR LAS A.F.P. A SUS IMPONENTES

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (A.F.P.), están autorizadas para invertir hasta un 80% del monto de los fondos en letras de Créditos Hipotecarios (L.H.).

Esta inversión alcanzó su máximo en 1984, llegando al 55% del monto de los fondos y luego ha ido decreciendo, siendo en la actualidad inferior al 40%. Esta cifra sigue disminuyendo por las razones que ya han sido expuestas y sin embargo, podría mejorar si se aprueban algunas de las otras proposiciones sugeridas en este informe.

Esta proposición, consiste en autorizar como otra alternativa de inversión de los fondos de pensiones, que las A.F.P. pueden hacer préstamos hipotecarios a sus imponentes, con el exclusivo objeto de financiar la compra de una vivienda dentro de los límites establecidos para la inversión en L.H.

Esta inversión es suficientemente segura y proporcionará una rentabilidad razonable para los fondos, aún cuando no sea la máxima coyuntural que pueda obtenerse en el mercado.

Dadas las condiciones actuales, estimamos que los préstamos podrían otorgarse al 6% de interés anual y un plazo máximo de 30 años. El plazo no podría exceder a la diferencia entre 65 años (edad prevista de jubilación) y la edad del imponente al suscribir el préstamo.

La experiencia que tiene la C.CH. de la C. en el SINAP al haber creado, asesorado su formación y dirigido a través de varios de los actuales miembros de esta Comisión demostró que un "spread" del 2% permitió el financiamiento de: gastos de captación de ahorros, gastos de colocación y cobranzas de los préstamos; y seguro del crédito.

En este caso son prácticamente nulos los gastos de captación de ahorros que son los mayoritarios y por estas razones se estima que esta intermediación será muy económica, no superior al 1% al año, por lo que la rentabilidad neta para el fondo sería del 5%, cantidad que es razonable no sólo en las actuales condiciones del mercado sino que es la cifra considerada suficiente en los estudios actuariales que justificaron la creación de las A.F.P.

Todos los préstamos deben contar con un seguro de desgravamen, de incendio y del crédito, cuyo monto ha sido de aproximadamente 0,7% mensual, lo que daría una seguridad casi total a esta inversión.

Las A.F.P. podrán contratar la administración de este servicio con instituciones intermedias especializadas.

Nuevamente se recalca que se hace imprescindible vincular más efectivamente a los afiliados al Sistema, constituyéndolos en sus principales defensores, si acaso durante su vida útil de trabajo, cuando más han necesitado una vivienda digna para la familia, lo han podido lograr en condiciones de intereses y comisiones que sin dañar los fondos de retiro le han permitido lograr uno de sus principales objetivos: la casa propia que también es parte importante de su vejez digna.

COMENTARIOS:

1. Se teme que en el caso de mora en el pago de los dividendos podría haber presión del prestatario afiliado para lograr que con cargo a sus fondos acumulados se cancelen los dividendos atrasados, especialmente en épocas de cesantía de éste.

2. Esta proposición requiere crear una organización administrativa especial para encargarse de estos préstamos directos, sin perjuicio de la posibilidad de contratar estos servicios.

3. Si por razones financieras, (retiro de afiliados) es conveniente vender parte de los activos, sería más difícil pasar estos créditos hipotecarios que la venta de las letras u otros valores financieros.

4. Se entiende que esta proposición no pretende imponer una tasa de interés a las A.F.P. para la concesión de estos créditos.

4. EMPLEO PARCIAL DE FONDO PERSONAL DE PENSIONES PARA ENTERAR AHORRO PREVIO.

4.1. PROPOSICION

Dos impedimentos de importancia en la adquisición de una vivienda son :

- a) La dificultad en enterar el ahorro previo y
- b) El elevado costo del crédito.

a) Ahorro previo

Debido a presupuestos limitados (costo elevado de arriendo) y muchas veces a endeudamiento con el sistema de crédito comercial, al imponente le es prácticamente imposible disponer de excedentes para cumplir con el requisito del ahorro previo.

b) Costo financiero

Uno de los costos mayores de una vivienda es el costo financiero. Una parte de los fondos de pensión están siendo destinados al financiamiento de viviendas, pero sin embargo en este proceso o ciclo (imponente- AFP- banco- imponente) los fondos de los imponentes están sujetos a una doble intermediación: una del sistema de previsión y una del sistema financiero, encareciendo inútilmente para ellos, el costo de sus viviendas y transfiriendo por ley recursos de los imponentes al sector financiero.

Por estas razones se propone que se permita a los imponentes usar directamente, como retiro, hasta un 20 % de su fondo personal de pensión en la adquisición de su propia vivienda.

4.2 Argumentación y contraargumentación:

a) Se considera que el uso de los fondos de pensión en la forma propuesta atenta contra el objetivo mismo del sistema, el de asegurar una renta al imponente después de su vida laboral activa y de acuerdo con su nivel socio-económico.

Por el contrario, el mecanismo propuesto reafirma el propósito del sistema:

i.- En primer lugar el usuario asegura parte de su fondo personal siempre sujeto a las arbitrariedades de la política contingente.

ii.- No hay nada que de más seguridad (tanto real como psicológicamente) que la casa propia.

iii.- La adquisición de una vivienda se puede considerar como una diversificación del portfollio por parte del imponente, disminuyendo considerablemente su riesgo "sistemático". En lugar de tener la totalidad de su fondo invertido en un solo instrumento, su libreta previsional, tiene además un activo que es alternativamente altamente rentable.

iv.- Por último si se establece una prohibición de enajenación en la escritura a menos que se restituya al fondo personal retirado (con los intereses devengados), los fondos personales quedan completamente resguardados de un mal uso por la aplicación de este mecanismo.

b) Se puede también argumentar que en algunos casos el imponente no cuente con un fondo suficiente para obtener la pensión mínima y sea el Estado quien tenga que pagar la diferencia.

A esto respondemos:

i.- En los casos en que los imponentes hagan uso de su fondo para adquirir una vivienda y no cuenten al momento de su jubilación con los fondos suficientes para obtener la pensión mínima, se deberá imputar una renta (a determinarse) por el hecho de tener casa propia.

ii.- Además de lo anterior, se puede limitar el uso de este mecanismo a aquellos imponentes cuyo fondo personal acumulado haya llegado a un cierto nivel y la cantidad impuesta en la actualidad sea mayor a un nivel determinado, excluido el bono de reconocimiento.

c) Se argumentará tal vez que para cuando jubile el imponente, la vivienda estará deteriorada de manera que no cabe el punto bi) anteriormente mencionado. Basta observar que la vida útil de una vivienda con un mínimo de cuidado y mantención es superior a los 50 años.

d) Además se puede objetar mencionando la insuficiencia de recursos financieros para la mayor demanda de viviendas que este mecanismo crearía, pero es esto justamente lo que se está buscando como sector que somos, allegar fondos adicionales al sector construcción, pero con el beneficio directo de gran parte de los imponentes.

4.3 Otras ventajas:

a) Identifica a los imponentes con el sistema previsional, que aparece no sólo velando por sus necesidades de largo plazo, muchas veces intangibles, sino que además por sus intereses más inmediatos, y con la AFP del afiliado, de quien éste percibe un servicio de gran valor.

b) En la medida que el fondo crece, necesariamente la rentabilidad de las inversiones va disminuyendo y/o su riesgo aumentando, especialmente en una economía como la nuestra donde el stock de riqueza (y por lo tanto de instrumentos) es limitado.

De esta manera la rentabilidad y riesgo de los fondos marginales es cuestionable y nunca más rentable que el costo alternativo de fondos de los imponentes (rentabilidad del fondo más costo de intermediación), ni más seguro que la adquisición de una vivienda.

Esto hoy ya es relevante cuando se está considerando la inversión en sociedades anónimas (acciones comunes o preferenciales), con riesgo sistemático (de mercado) alto y rentabilidades inciertas.

Entonces, la inversión en vivienda directamente por el imponente es alternativamente más rentable y más segura.

c) Da libertad al imponente de disponer de lo que es suyo hoy.

d) Hace propietarios más rápidamente con el consecuente mayor bienestar y tranquilidad social.

e) Se fomenta la construcción con el consiguiente crecimiento del sector (actualmente muy deprimido con respecto de los niveles históricos de participación del sector en el PGB).

f) Se absorbe mano de obra.

COMENTARIOS:

1. Se estima que la proposición de permitir el retiro de hasta un 20% del ahorro acumulado para financiar el ahorro previo, puede resultar una medida insuficiente para adquirir la vivienda, si no va acompañada de una fórmula para financiar el saldo. Esto significa que dicha solución es dependiente de que existan los sistemas (v.gr. subsidio tradicional o SAF) y los recursos suficientes para que todo el ahorro previo que pueda generar esta proposición se transforme en construcción o adquisición de vivienda.

Hasta la fecha, el ahorro previo no ha sido el obstáculo fundamental para que todos los recursos destinados a los sistemas de subsidio se materialicen en viviendas.

Esta realidad sugiere que es preferible emplear los recursos que se acuerde destinar para este efecto, en financiar más que el ahorro previo de las personas.

Sin embargo, si el ahorro previo sólo se puede girar contra presentación de una operación plenamente financiada, la proposición podría allegar mayores recursos al financiamiento hipotecario.

2. Analizada la factibilidad de la proposición para diferentes precios de venta entre 400 UF. y 1.000 UF., se concluye que para llegar a girar un ahorro previo suficiente para postular con éxito a alguno de los sistemas de subsidio o para optar a un crédito del sistema financiero, se requiere efectuar cotizaciones previsionales por un mínimo de 15 años, lo cual desmejora el objetivo del presente estudio y favorecería a las rentas más altas que, por otra parte, probablemente ya poseen vivienda. Lo anterior significa que el ahorro previo que se pueda constituir por esta vía debiera complementarse con otro ahorro personal.

3. Por razones de justicia, abrir la opción de girar para vivienda hasta el 20% del ahorro acumulado obligaría a ampliar la opción para aquellos que ya tienen vivienda, sujeta a una prohibición de gravar y enajenar.

V. RECOMENDACIONES

Previamente a formular recomendaciones, conviene recordar que el objetivo del presente estudio es analizar y proponer las medidas más convenientes para aumentar la cantidad de recursos para el financiamiento de la vivienda en el país y, específicamente, incrementar el empleo de los recursos acumulados en los Fondos de Pensiones en dicho financiamiento.

En consecuencia, escapa al ámbito de la Comisión realizar un análisis crítico de las inversiones que hasta ahora han efectuado las A.F.P. o de otras alternativas que hoy día están barajando esas instituciones.

Debe quedar claro también, que en ningún caso existe la pretensión de concentrar en este objetivo más recursos que los que una sana administración de cartera recomiende, en un contexto de seguridad, rentabilidad y liquidez.

La variedad de ideas propuestas en el seno de la Comisión, sumadas a los planteamientos que barajan las propias A.F.P. y las proposiciones que puedan derivarse de las mismas ideas planteadas, hacen difícil formular una recomendación única.

No obstante, existe la certeza dentro de la Comisión que para lograr el objetivo propuesto, es necesario abordar la solución con un conjunto de medidas que fortalezcan el financiamiento para todos los sectores socioeconómicos, con especial énfasis en los segmentos medio y medio-bajo de la población.

En este entendido, las recomendaciones que se formulan son las siguientes:

1. Fortalecer el actual sistema de letras de crédito hipotecario, alentando a las Instituciones Financieras a otorgar más créditos y mejorando la calidad del instrumento propiamente tal, con las medidas que se sugieren en la proposición N° 1.

2. La necesidad de abrir la competencia por el crédito hipotecario hace recomendable permitir la creación de entidades financieras especializadas en el crédito para la vivienda, que puedan operar sin competir con otras colocaciones y libres de problemas de arrastre, sin necesidad de captar ahorros directamente del público sino colocando sus instrumentos hipotecarios de preferencia en los Fondos de Pensiones.

Se estima que instituciones de esta naturaleza, al liberarse de algunas restricciones que hoy soportan las actuales instituciones financieras, pueden acceder al público a una tasa (interés y comisión) más baja que la actual, ampliando así la demanda por crédito hipotecario.

3. Analizadas las alternativas de inversión que plantean las A.F.P., la Comisión estima que la inversión en mutuos hipotecarios generados en préstamos para la adquisición de viviendas que realicen las Compañías de Seguros con sus reservas técnicas, no se opone sino más bien complementa otras iniciativas que se adopten, siendo por tanto recomendable sumarse al estudio que realizan dichas compañías para este objeto.

4. La necesidad de extender masivamente el crédito hipotecario a los sectores de ingresos medios, no atendidos por los sistemas recomendados en los puntos anteriores, y la conveniencia de vincular estrechamente a los afiliados con su A.F.P., hacen aconsejable relacionar más directamente la inversión en instrumentos de crédito hipotecario con la condición de afiliado, situación que "algunos" miembros de la comisión estiman que se cumple mejor con el otorgamiento de créditos directos por las A.F.P. Contribuiría a la mayor vinculación, la autorización de retiro parcial de los fondos para complementación de ahorro previo aunque como se ha señalado, tal medida no significaría un impacto importante en el corto plazo.

No obstante que el otorgamiento de créditos directos pudiere presentar los inconvenientes señalados en la proposición correspondiente, la Comisión estima que alternativamente puede lograrse el mismo objetivo a través de una institución intermediaria, similar a la recomendada en el punto 2, que capte recursos de los fondos de pensiones para prestarlos preferentemente y según un sistema predeterminado, a los afiliados a dichas A.F.P.

Santiago, Marzo de 1987