

FORO DE LA VIVIENDA
Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

**Propuesta para Movilizar el Mercado de la
Demanda de Viviendas a través de los fondos
de las AFJP**

Autor: Dr. Juan Carlos Franceschini
Director de Cdi Consultora

El presente trabajo fue elaborado con el objeto de participar en el Foro de la Vivienda organizado por el Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, dicho Foro se desarrolla en el marco de un acuerdo de gestión que tiene por finalidad la colaboración interinstitucional de la Subsecretaría de Vivienda y de la Coordinación del Plan Estratégico del Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, para establecer un marco de referencia utilizable en la formulación de las políticas en su área de competencia.

Esta elaboración es propiedad exclusiva de Cdi y queda prohibida su reproducción total o parcial, por cualquier medio gráfico o magnético, sin contar con la autorización del autor, cualquier acción en contrario se considerará que viola derechos reservados.

Buenos Aires
Septiembre de 2001



Cdi Consultora
Buenos Aires - Argentina
E-mail: cdi@cdiconsult.com.ar

Tel: 4504-7874 y rotativas
Home Page: www.cdiconsult.com.ar

INDICE

<u>Sumario</u>	4
<u>Introducción</u>	6
<u>Evolución futura de los fondos</u>	7
<u>Rentabilidad del sistema</u>	8
<u>Inversiones permitidas</u>	8
<u>Inversiones de las AFJP</u>	10
<u>Inversiones de las AFJP en el sector</u>	11
<u>Motivos de la baja inversión en el sector</u>	13
<u>Acceso al mercado de capitales</u>	15
<u>La problemática de la vivienda</u>	16
<u>El dilema de la oferta y la demanda</u>	17
<u>Necesidad de un cambio estratégico político</u>	18
<u>Propuesta</u>	18
<u>Beneficios que aportará la propuesta</u>	21
<u>Generación de hipotecas</u>	22
<u>Recursos técnicos</u>	23
<u>Reflexiones finales</u>	24

Agradecimientos

Cdi quiere agradecer la colaboración prestada y el aporte invaluable de profesionales con quienes se realizaron diversas rondas de consultas e intercambio de opiniones, las que nos permitieron lograr un mayor conocimiento del funcionamiento del mercado de capitales de las AFJP. Asimismo fueron muy importantes en orden a la propuesta que se formula, ellos son:

Alberto Jesús Martín,
Líder Area Financiera, BACS (Banco de Crédito & Securitización)

Lic. Juan Manuel Ayaso,
Marketing Analyst, BACS (Banco de Crédito & Securitización)

Arq. Francisco J. Muro,
Director, Ceusa Desarrollos Inmobiliarios

Lic. Alberto P. Muzzio,
Gerente General, Productos Financieros S. A.

Antecedentes del Autor

Juan Carlos Franceschini es Abogado, graduado del Master en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias de la Universidad Politécnica de Madrid-Universidad Católica Argentina, donde he recibido el “Premio a la Idea Original” en su Tesis de Grado.

Es autor del Libro “El Mercado Inmobiliario y la Preparación de Proyectos”, compendio que describe el funcionamiento del mercado inmobiliario y la inserción de los desarrollos inmobiliarios en él, pasando por cada una de sus etapas, tratando de ofrecer una amplia comprensión sobre la incorporación de un producto inmobiliario en el mercado

Y tiene a su cargo la función de Project Leader del “Estudio sobre la Expansión de la Vivienda en el Area Metropolitana Buenos Aires”, desarrollado por el Laboratorio de Estudios de la Vivienda del Centro de Estudios de Arquitectura Contemporánea de la Universidad Torcuato Di Tella, conjuntamente con el Join Center for Housing Studies of Harvard University.

Propuesta para Movilizar el Mercado de la Demanda de Viviendas a través de los fondos de las AFJP

Sumario

Felizmente con la llegada de la estabilidad económica a principios de la década pasada Argentina logró conformar un mercado de capitales hasta ese momento inexistente. El nacimiento de las Administradores de Fondos de Jubilaciones y Pensiones fue muy importante para asegurar su sustentabilidad en el tiempo y comenzar a pensar en un mercado financiero de largo plazo.

Los Fondos de Jubilaciones y Pensiones administrados por las AFJP han alcanzado un volumen de 21.540 millones de Pesos, estimándose que estos llegarán a 234.000 millones de Pesos en el plazo de 20 años. Durante los primeros seis años los fondos han tenido una rentabilidad histórica de 12,2% anual, actualmente la rentabilidad del sistema ha caído al 9,5% anual y se estima que en el futuro esta se estabilice en el orden del 4% anual.

Inicialmente la Ley 24.241 del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones previó la inversión en activos que indirectamente estén destinados al mercado de la vivienda, sea en el ámbito de la oferta como en el de la demanda, en un porcentaje que va de un 10% a un 40% según el tipo de instrumentos financieros. El tiempo fue confirmando la baja participación de las AFJP en el sector, ya que la inversión efectiva en activos de este tipo solo alcanza a un promedio de 0,5% del fondo acumulado al final de cada período.

En cuanto a los instrumentos dirigidos a movilizar la oferta de viviendas solo tres emprendimientos lograron la oferta pública y en cuanto a aquellos dirigidos a movilizar la demanda el mayor colocador fue el BHN y más actualmente el BACS con colocaciones de instrumentos que tuvieron una baja participación de las AFJP locales. El bajo porcentaje de inversión principalmente se debió a la búsqueda permanente de rentabilidad por parte de las AFJP, que por otra parte es entendible, y la falta de proyectos que encuadren con las exigencias de regulaciones e instrucciones establecidas por los Organos responsables de la aplicación de la Ley; además de la menor rentabilidad que normalmente ofrece un instrumento financiero vinculado con el mercado de la vivienda comparado con otros instrumentos de otro tipo, en especial de los Bonos del Estado Argentino.

Visto así las cosas, y de acuerdo al marco jurídico y normativo actual que regula las inversiones de las AFJP, fácilmente puede entenderse que esta situación se extenderá en el tiempo, a menos que, se adopten decisiones de modo de zanjar las dificultades que presenta el marco normativo, considerando que este además

influye negativamente sobre aspectos de mercado de las inversiones en instrumentos financieros vinculados con la vivienda.

El contexto de mercado actual de la demanda de viviendas podemos considerarlo como muy serio, ya que confluye un déficit de vivienda importante que no ha alcanzado a tener solución en la década pasada, principalmente el existente en los segmentos socioeconómicos de población medios y medios bajos. Así también, el futuro exigirá esfuerzos considerables en la respuesta que tiene que tener la vivienda para responder al crecimiento de los nuevos hogares que se formen. Por tal motivo **consideramos imperioso establecer una dirección estratégico política, de modo de movilizar el mercado de la demanda de viviendas.**

En estas circunstancias los fondos que administran las AFJP se convierten en una herramienta inestimable, en la búsqueda de soluciones a la problemática de la vivienda en el país. Más cuando en la Ley 24.241 que da vida a las AFJP y los fondos que estas administran, se preveía la participación de estas en la inversión de instrumentos de origen inmobiliario y como último destinatario la vivienda. Sin embargo, las regulaciones normativas posteriores y la necesaria búsqueda de rentabilidad de las administradoras, dieron por tierra las posibilidades inicialmente previstas en el precepto normativo, traduciéndose en un bajo porcentaje de inversión en el sector.

La presente propuesta busca allanar el camino para lograr un perfecto funcionamiento del denominado "mercado secundario hipotecario", teniendo en cuenta que mediante la securitización de carteras hipotecarias y su colocación efectiva en las AFJP locales seguramente permitirá alcanzar un mayor dinamismo en la demanda de viviendas, particularmente de los sectores socioeconómicos más postergados. Significará entonces una etapa donde las inversiones de las AFJP contribuyan al movimiento de la economía real y el tan ansiado, y necesario, crecimiento del país.

Introducción

Con la sanción de la Ley Nro 24.241 nace el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP)¹, que cubre las contingencias de vejez, invalidez y muerte y se integra al Sistema Único de Seguridad Social (SUSS). Conformando este sistema el régimen previsional público, fundamentado en el otorgamiento de prestaciones por parte del Estado que se financian a través de un sistema de reparto, denominado Régimen de Reparto, y el régimen previsional basado en la capitalización individual, denominado Régimen de Capitalización. Este régimen se conforma con los aportes personales² de los trabajadores en relación de dependencia y los aportes de los trabajadores autónomos. La capitalización de los aportes³ destinados a este régimen es efectuada por sociedades anónimas denominadas Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), las que están sujetas a los requisitos, normas y controles previstos en la ley y en sus normas reglamentarias.

Desde su nacimiento, a este tiempo, las AFJP han acumulado un fondo de 21.540 millones de Pesos (Agosto de 2001). La ley establece que el activo del fondo de jubilaciones y pensiones se invertirá de acuerdo con criterios de seguridad y rentabilidad adecuados, respetando los límites fijados por la ley en el Artículo 74 y las normas reglamentarias. Mensualmente las AFJP reciben actualmente aportes entre 300 y 400 millones de Pesos, que van formando parte del acumulado del fondo, estimándose que en el plazo de 20 años los fondos administrados alcanzarán a un volumen de 234.000 millones de Pesos.

En orden a las conclusiones a las que arribemos y a la propuesta que queremos formular, a continuación realizaremos un análisis sobre la evolución futura de los fondos de las AFJP, la rentabilidad que ha ofrecido el sistema hasta la fecha, las consideraciones sobre las inversiones permitidas en base al marco normativo actual y el destino de las inversiones de las AFJP. Analizaremos las inversiones efectuadas en instrumentos de origen inmobiliario y el mercado de la vivienda, y los motivos de la baja inversión en el sector; describiendo la problemática que tienen las empresas del sector de construcción y desarrollo inmobiliario para acceder al mercado mediante la oferta pública. A posteriori realizaremos un análisis sobre la problemática del mercado de la vivienda y el dilema de la oferta y la demanda de viviendas, y de qué manera los Fondos de las AFJP pueden convertirse en una herramienta como motor del mercado de la demanda de viviendas. Por último señalaremos los beneficios que se obtendrán de concretarse la propuesta que desarrollaremos y analizaremos además, los recursos técnicos que hoy existen, por el esfuerzo administrativo y de know-how que será necesario contar para otorgarle dinamismo de mercado a la aplicación de la propuesta.

¹ Ley 24.241, Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, veto parcial Decreto 2091 del 13/10/93. SAFJP.

² Artículo 39 Ley 24.241.

³ Artículo 40 Ley 24.241.

Cabe puntualizar, si bien este análisis y propuesta están orientados a la participación en el Foro de la Vivienda organizado por el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, el carácter de algunas normas y disposiciones del sistema integrado de jubilaciones y pensiones, que tienen alcance nacional, consideramos que éste es el ámbito en el cual se deben analizar, por los beneficios que puede tener para la Ciudad de Buenos Aires, ante una respuesta que incluya una decisión en tal sentido.

Evolución futura de los fondos

En el cuadro siguiente se observan las proyecciones efectuadas sobre la evolución del flujo financiero y el tamaño de los fondos de jubilaciones y pensiones⁴. El estudio de referencia establece la proyección de los fondos bajo los supuestos de rentabilidad real y crecimiento del Producto Bruto Interno de largo plazo del orden del 4% anual. Como se puede observar, se espera que los fondos tengan un crecimiento sostenido durante las primeras décadas, cuando la diferencia entre recaudación neta de comisiones y beneficios pagados es importante. En el largo plazo, la rentabilidad pasará a ser el principal determinante del crecimiento de los fondos. Las estimaciones realizadas indican que los fondos de jubilaciones y pensiones podrían llegar a representar cerca del 45% del PIB en el año 2050.

Flujo Financiero y Tamaño de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones, 1995-2050 (en millones de \$)							
Año	Ingresos neto de comisiones	Egresos por Retiros Programados	Resultado Neto	Rentabilidad Estimada	Tamaño de los Fondos	PIB (crec. 4%)	Relación Fondos/PIB
1995	1.556	0	1.556	20%	2.498	283.000	0,9%
2000	3.304	8	3.296	6%	19.359	331.070	5,8%
2005	5.085	62	5.023	4%	49.020	402.797	12,2%
2010	6.956	249	6.707	4%	93.588	490.064	19,1%
2015	8.446	685	7.762	4%	155.442	596.238	26,1%
2020	9.808	1.569	8.239	4%	234.695	725.415	32,4%
2025	11.217	3.059	8.158	4%	331.879	882.578	37,6%
2030	12.881	5.413	7.468	4%	447.853	1.073.792	41,7%
2035	14.727	8.809	5.917	4%	582.244	1.306.432	44,6%
2040	16.747	13.345	3.403	4%	733.754	1.589.474	46,2%
2045	18.950	18.559	391	4%	901.813	1.933.838	46,6%
2050	21.318	23.652	-2.334	4%	1.090.380	2.352.809	46,3%

Fuente: SAFJP

Mientras que para el año 2005 estos fondos duplicarían la cifra actualmente acumulada. Considerando que los egresos por retiros programados de aportantes al sistema que se produzcan en el futuro, recién comenzarán a ser significativamente importantes a partir del año 2025, en consecuencia estos fondos se convierten en muy atractivos para inversiones de largo plazo.

⁴ Proyección del tamaño de los fondos de Jubilaciones y Pensiones. Rafael Rofman y Gustavo Stirparo, SAFJP, Julio de 1996.

Rentabilidad del sistema

Durante los primeros seis años de operaciones, los fondos de jubilaciones y pensiones tuvieron una rentabilidad histórica de 12,2% anual. En los primeros tres años de operaciones, los fondos presentaron altos rendimientos, con rentas promedios anuales del 13% para el primer año y superior del 20% para el resto. En los años siguientes, los rendimientos de los fondos tendieron a estabilizarse en el 5% anual, la rentabilidad alcanzada por los fondos durante el mes de Agosto de 2001 es de -5,14%, considerando la rentabilidad histórica de todo el sistema al mes antes señalado esta alcanza a 9,56% anual⁵.

De acuerdo a los datos provenientes de las proyecciones efectuadas del ingreso de los fondos de jubilaciones y pensiones, observadas en el apartado anterior, la rentabilidad tenderá a estabilizarse en el orden del 4% anual. Así como la rentabilidad del Fondo de jubilaciones dependerá de la rentabilidad que se alcance con la inversión que las AFJP realizan en los diferentes instrumentos financieros, esta se convierte en uno de los temas más importantes al momento de aceptación o rechazo frente a la oferta de un instrumento determinado. Asimismo, por las implicancias y consecuencias que tiene la rentabilidad alcanzada por una AFJP, respecto de determinadas exigencias, tales como, el fondo de fluctuación, la integración de este fondo y la garantía de rentabilidad mínima, como se verá luego.

Inversiones permitidas

Con referencia al tema que nos interesa profundizar relacionado con las posibilidades que brinda el mercado de las AFJP en la inversión de activos de origen inmobiliario y en forma indirecta en la vivienda, el Artículo 79 de la Ley 24.241, cuyo texto original contemplaba que las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones podrán invertir el activo del fondo administrado entre otros (señalamos solo los instrumentos más representativos vinculados con el mercado de la vivienda) en:

Incisos:

- n) 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 cuarenta por ciento (40 %).
- ñ) Títulos valores representativos de cuotas de participación en fondos de inversión directa, de carácter fiduciario y singular, con oferta pública autorizada por la Comisión Nacional de Valores, hasta un diez por ciento (10 %).

⁵ Rentabilidad acumulada expresada sobre base anual, desde el inicio de las operaciones de las administradoras hasta agosto de 2001 según Inst. S.A.F.J.P. 26/00. Fuente: SAFJP.

- p) Financiamiento de viviendas nuevas garantizado por entidades financieras a través de la emisión de certificados de depósitos con fines constructivos y a tasa variable durante la etapa de construcción y de títulos, cédulas o letras hipotecarias una vez finalizadas las mismas, hasta un veinte por ciento (20 %).

Posteriormente el texto original fue modificado por Artículo 28 del Decreto 1306/2000, donde fue suprimido el inciso anterior, quedando consagrados los instrumentos donde las AFJP podrán invertir de la siguiente manera (siguiendo el criterio de solo nombrar aquellos que están vinculados con el mercado de la vivienda):

Incisos:

- k) 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 COMISION NACIONAL DE VALORES, hasta el CUARENTA POR CIENTO (40%);
- l) Títulos valores representativos de cuotas de participación en Fondos de Inversión Directa, de carácter fiduciario y singular, con oferta pública autorizada por la COMISION NACIONAL DE VALORES, hasta un DIEZ POR CIENTO (10%);
- m) Certificados de participación y títulos representativos de deuda de contratos de fideicomisos estructurados constituidos parcial o totalmente por derivados financieros, incluyendo formas explícitas, implícitas y/o sintéticas, hasta un DIEZ POR CIENTO (10%);
- n) Certificados de participación respecto de bienes fideicomitidos y títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos, exceptuando lo incluido en los incisos k), l) y m), hasta un VEINTE POR CIENTO (20%).

Asimismo, establece que las normas reglamentarias no podrán fijar límites mínimos para las inversiones señaladas en este artículo (y todas las inversiones en general). Agregando que la SECRETARIA DE SEGURIDAD SOCIAL y la SUPERINTENDENCIA DE ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES podrán ampliar o disminuir hasta DIEZ (10) puntos porcentuales sobre los porcentajes establecidos los límites máximos para las inversiones incluidas en los incisos a) al n)”.

Las modificaciones realizadas a las inversiones permitidas, mantuvieron el inciso vinculado con la inversión en cédulas hipotecarias, letras hipotecarias y otros títulos valores, el de inversión en Fondos de Inversión Directa; pero han suprimido el inciso vinculado con el financiamiento de viviendas nuevas garantizado por entidades financieras a través de la emisión de certificados de depósitos con fines constructivos. Asimismo, ha incorporado otras figuras vinculadas con los fideicomisos aplicables al mercado de la vivienda.

En materia de regulaciones vinculadas a las inversiones permitidas existen, además del marco legal de la Ley 24.241 (Ley de Jubilaciones y Pensiones), una serie de disposiciones conjuntas emanadas del Banco Central de la República Argentina, la Comisión Nacional de Valores y la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, orientadas a establecer los lineamientos sobre la diversificación de carteras y el funcionamiento del sistema integrado de jubilaciones y pensiones, que de un modo explícito establecen el marco global en el cual las AFJP pueden invertir y buscar sus objetivos de rentabilidad.

Inversiones de las AFJP

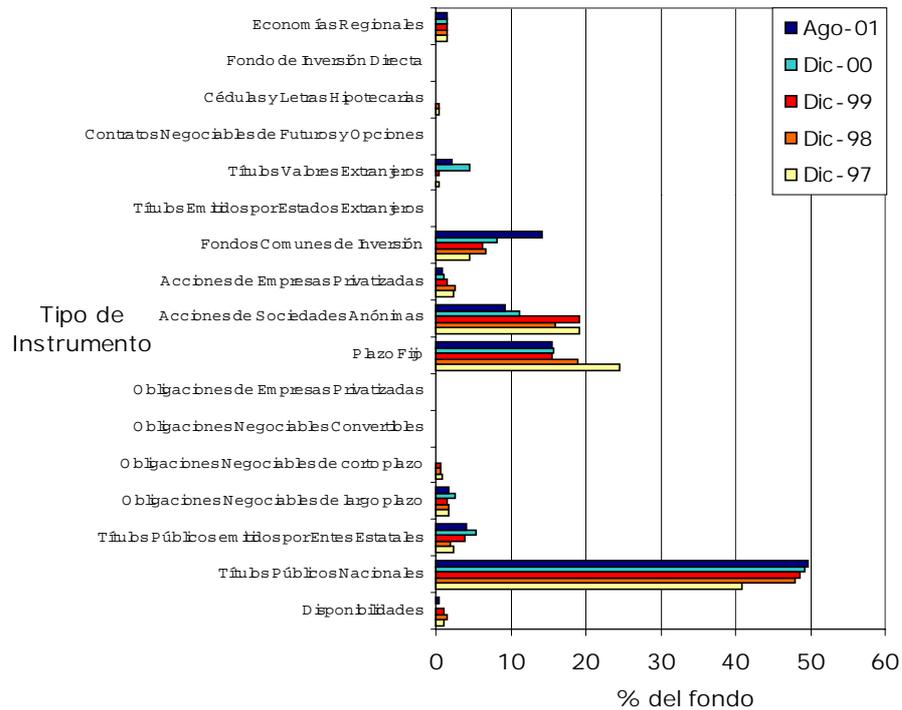
Así las cosas del precepto normativo, luego de siete años de funcionamiento del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) y de la creación de las AFJP, el monto de inversiones realmente canalizadas en forma indirecta, tanto a la producción de oferta, como a la movilización de la demanda de viviendas, es extremadamente escasa. Sólo basta analizar las series históricas en qué tipo de activos han venido invirtiendo las AFJP, para comprender esta aseveración.

En el siguiente cuadro podemos observar, que la suma del ítem Cédulas y Letras Hipotecarias, más la de Fondo de Inversión Directa (que se constituyen en los habituales instrumentos relacionados con la vivienda) al final de cada período anual no alcanza al 0,5% del fondo acumulado.

Cartera de Inversiones de las AFJP al final del período (en % del fondo)					
Inversiones	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Ago-01
Disponibilidades	0,98	1,52	0,97	0,28	0,51
Títulos Públicos Nacionales	40,89	47,98	48,5	49,31	49,59
Títulos Públicos emitidos por Entes Estatales	2,46	2,01	3,8	5,31	4,03
Obligaciones Negociables de largo plazo	1,71	1,68	1,42	2,5	1,76
Obligaciones Negociables de corto plazo	0,96	0,72	0,63	0,31	0,29
Obligaciones Negociables Convertibles	0,19	0,1	0,08	0	0
Obligaciones de Empresas Privatizadas	0	0	0	0	0
Plazo Fijo	24,45	18,83	15,47	15,63	15,46
Acciones de Sociedades Anónimas	19,05	15,82	19,06	11,1	9,22
Acciones de Empresas Privatizadas	2,41	2,53	1,48	1,16	0,94
Fondos Comunes de Inversión	4,47	6,59	6,28	8,21	14,2
Títulos Emitidos por Estados Extranjeros	0,01	0	0	0	0
Títulos Valores Extranjeros	0,36	0,25	0,36	4,47	2,16
Contratos Negociables de Futuros y Opciones	0	0,01	0,24	0,06	0,03
Cédulas y Letras Hipotecarias	0,47	0,35	0,08	0,06	0,03
Fondo de Inversión Directa	0,1	0,19	0,19	0,19	0,22
Economías Regionales	1,49	1,42	1,41	1,42	1,56

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de AFJP

Cartera de Inversiones AFJP (en % al final del período)



Inversiones de las AFJP en el Sector

Las inversiones realizadas por las AFJP en activos de origen inmobiliario, en las que quedan comprendidas las relacionadas con la vivienda, las podemos clasificar entre aquellas destinadas a movilizar el mercado de la oferta, y por otro lado, el mercado de la demanda.

Podemos definir a las colocaciones efectuadas vinculadas con la oferta de bienes inmuebles a aquellas orientadas a financiar el desarrollo de emprendimientos inmobiliarios o constructivos. El primer fideicomiso financiero inmobiliario de esta naturaleza fue Torre de los Naranjos Serie 1 Torre I y Torre II, y Torre IV Serie 1 y 2⁶. El segundo fideicomiso financiero inmobiliario de esta naturaleza fue organizado por la empresa Ecipsa, denominado Ecipsa Tower⁷, destinado a financiar el desarrollo de un edificio de oficinas sobre la base de un inmueble antiguo existente, ubicado en el centro comercial de la ciudad de Córdoba. Y la tercera colocación, y última dentro de esta

⁶ Este fideicomiso denominado TT11 y TT21, y TT41 y TT42, fue concebido para la financiación del desarrollo de un proyecto de viviendas efectuado en el Barrio de Villa del Parque de la Ciudad de Buenos Aires, desarrollado por Creaurban.

⁷ Ecipsa MS Fideicomiso Financiero. Fuente: Comunicado Estadístico Nro 670, SAFJP, 30/05/97.

clasificación, fue la efectuada a través de un Fondo de Inversión Directa, destinada a financiar el desarrollo del emprendimiento suburbano “Estancias del Pilar”, ubicado en la localidad de Pilar (Buenos Aires)⁸.

Más recientemente, hubieron algunos intentos por parte de empresas del sector de efectuar colocaciones para financiar el desarrollo de emprendimientos de viviendas que quedaron en el camino, básicamente por la competitividad que generaron los bonos del Estado Argentino, frente a la rentabilidad que puede ofrecer un instrumento estructurado para financiar el desarrollo de un emprendimiento inmobiliario.

Por el lado de instrumentos destinados a movilizar el mercado de la demanda, como bien pueden definirse a aquellos que comprenden la securitización de carteras hipotecarias y su colocación secundaria, a través del liderazgo llevado adelante por el Banco Hipotecario (hoy SA), y más recientemente por el BACS (Banco de Crédito & Securitización), que hasta la fecha han logrado efectuar colocaciones por 615 millones de dólares, en su gran mayoría en los mercados financieros del exterior, ya que entre todas las colocaciones ofrecidas a las AFJP locales solo atrajeron interés algunas clases de estos títulos⁹.

Las colocaciones efectuadas de esta manera son importantes por la posibilidad que tienen las instituciones financieras de generar fondeo para nuevos créditos, dada la inmovilización de capital que produce un crédito hipotecario normalmente atado al largo plazo. Por ejemplo, el plazo promedio de vida de las cinco carteras hipotecarias securitizadas antes señaladas, colocadas en el mercado local y exterior, efectuadas por el BHN y BACS fue entre 120 y 169 meses, es decir, entre diez y catorce años.

En el Estudio de Expansión de la Vivienda en el Area Metropolitana Buenos Aires, se menciona que el mercado secundario hipotecario en Argentina es incipiente, vemos cuan importante sería para la consolidación de este mercado contar con la participación efectiva de las AFJP locales, de modo de no depender exclusivamente de los mercados internacionales. Ante un mercado de demanda de vivienda que tiene serias dificultades para encontrar respuesta con los instrumentos financieros actuales, la perfección de estos mecanismos de fondeo puede constituirse en un importante motor del mercado de la vivienda, y por ende, de la economía del país.

⁸ PILAF-Fondo Común Cerrado Estancias del Pilar. Fuente: Comunicado Estadístico Nro 995, SAFJP. 31/0/98.

⁹ BHN-I, Octubre de 1996, organizador CS First Boston Corp; BHN-II, Mayo de 1997, organizador CS First Boston Corp; BHN-III, Octubre de 1997, organizador CS First Boston Corp; BHN-IV, Marzo de 2000, organizador Bear, Stearns & Co.; BACS-I, Febrero de 2001, organizador Bear, Stearns & Co.; Fuente: BACS (Banco de Crédito & Securitización).

Motivos de la baja inversión en el sector

Del análisis de la información proporcionada anteriormente surge que a lo largo del período analizado el destino de la inversión de las AFJP hacia instrumentos de origen inmobiliario e indirectamente relacionado con el mercado de la vivienda es extremadamente escaso y en general los de carácter productivos no superan el 20% del fondo acumulado, entendiendo como tales aquellos dirigidos a movilizar la economía real, mientras que los porcentajes más altos están canalizados a través de títulos públicos, plazo fijo y fondos comunes de inversión.

El primer interrogante que se plantea entonces, es porqué las AFJP han invertido un bajo porcentaje en instrumentos de origen inmobiliario (cédulas hipotecarias, fideicomisos y fondos de inversión), incluyendo en esta categorización en forma indirecta a la vivienda, pese a que la ley les permite invertir en estos instrumentos en un porcentaje que va según los casos entre un 10% y un 40% del fondo. Las causas son diversas, entre las que cabe señalar:

- 1) La constante búsqueda de rentabilidad de las AFJP las ha llevado a invertir en activos que permitan mantener una rentabilidad de la cartera acorde con los objetivos de marketing de mostrar resultados positivos a sus asociados, que por otra parte es absolutamente lícito y entendible. Ejemplo: las colocaciones de bonos realizadas por el Banco Hipotecario mediante la securitización de carteras hipotecarias, las Series BHN-I a IV, sólo fueron colocadas en el mercado de las AFJP, las clases B subordinadas, que contaban con una menor calificación, pero una mayor rentabilidad¹⁰. El resto de las colocaciones de estas emisiones fueron colocadas en el mercado exterior.
- 2) La necesidad de que los instrumentos públicos o privados, deben estar autorizados para la oferta pública, establecida por el Artículo 78 de la Ley Nro 24.241 y sus modificatorias¹¹, más adelante profundizaremos sobre las dificultades que tienen las empresas vinculadas con el mercado de la construcción y desarrollo inmobiliario para el acceso a la oferta pública.

¹⁰ Bono BHN-I Clase B, rendimiento esperado 11,25%, mientras que la Clase A1, el rendimiento esperado fue de 7,2289%. Fuente BACS (Banco de Crédito y Securitización).

¹¹ Texto modificado por el Artículo 31 del Decreto 1306/2000. ARTICULO 78.- Todos los títulos valores, públicos o privados, que puedan ser objeto de inversión por parte de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones, deben estar autorizados para la oferta pública y ser adquiridos en colocaciones primarias de acuerdo a las regulaciones que determinen las normas establecidas por la SUPERINTENDENCIA DE ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES, o en mercados secundarios transparentes, que brinden diariamente información veraz y precisa sobre el curso de las cotizaciones en forma pública y accesible al público en general.

- 3) La falta de proyectos donde invertir, esta es la común respuesta de los gerentes de inversión de las AFJP ante la pregunta del porqué no invierten más en activos de origen inmobiliario. Lo cierto es que no surgen más proyectos, por un lado por las dificultades que tienen las empresas del sector en diseñar un proyecto que cumpla con todos los requisitos de la oferta pública y los costos que significa para el proyecto el acceso al mercado de capitales y el mantenimiento en cuanto a las exigencias administrativas de seguimiento, control y calificación de riesgo con la periodicidad establecida por las regulaciones de la materia.
- 4) Los requisitos de calificación de riesgo de los instrumentos establecidos por la ley¹², que provocan mayores costos en los proyectos, debido a que dependiendo del tipo de proyecto, la rentabilidad que generan los desarrollos de viviendas podrán soportar estos costos en una mayor o menor medida, como es el caso de los desarrollos de viviendas destinados al segmento de mercado de grupos familiares de ingresos socioeconómicos medios bajos y bajos, donde la baja rentabilidad de estos desarrollos conspira contra los costos del mercado de capitales.
- 5) Las propias normas regulatorias establecidas por la Superintendencia de AFJP, que estableció límites máximos por instrumentos y límites por emisor dependiendo del tipo de instrumento¹³. Por ejemplo, el monto de la inversión en cuota partes de un mismo fondo común de inversión y en certificados de participación de un mismo fideicomiso financiero y títulos representativos de deuda garantizada con bienes fideicomitados, de un mismo fideicomiso, no podrá superar el uno y medio por ciento (1,5%) del fondo computable, ni ser mayor al veinte por ciento (20%) de la emisión de títulos valores instrumentada sobre el fondo común de inversión o del fideicomiso financiero (según corresponda), el que resulte menor. Si dentro de estos instrumentos existieran diferentes clases, o si hubieran varias series dentro de una misma clase, este último límite será siempre determinado sobre el subconjunto inferior. Esto último implica que solamente aquellos proyectos de desarrollo inmobiliario de viviendas considerados como “mega emprendimientos”, podrán generar atracción en las Administradoras, debido a que la gran mayoría de proyectos destinados al desarrollo de viviendas deben ser consideradas como inversiones medianas y bajas, provocando poco atractivo para las AFJP, por el bajo nivel de inversión que implica la aplicación de los límites por emisor y por instrumento, anteriormente señalados. Además, los límites establecidos por

¹² Art. 32 Decreto 1306/2000. Sustituyese el artículo 79 de la Ley N° 24.241 y sus modificatorias, el que quedará redactado de la siguiente forma: “Calificaciones de Riesgo. Los títulos valores privados enunciados en los incisos c), f), i), k), l), m) y n) del artículo 74 deberán haber sido objeto de calificación previa por sociedades inscriptas en el Registro de Sociedades Calificadoras de Riesgo previsto en el artículo 5° del Decreto N° 656/92 y modificado por el Decreto N° 749/00.

¹³ Resolución SAFJP N° 465/96- Normativa de Inversiones- Límites de Inversión - Calificación de Riesgo - Adquisición y enajenación de instrumentos para el F.J.P. y para el encaje.

instrumentos y por emisor, hacen que la colocación para un proyecto se deba contar con la voluntad de varias AFJP suscriptoras para completar el total de la colocación, o al menos lograr una participación importante de modo de asegurar el éxito de la colocación.

- 6) No son menos importantes las implicancias impositivas que tienen cabida, entre las que son aplicables a los instrumentos de inversión y las aplicables a los sujetos jurídicos que forman parte del emprendimiento o desarrollo.
- 7) La presencia de algunas instituciones bancarias que a la vez forman parte del paquete accionario de algunas AFJP, y que al momento de definir la suscripción por un fideicomiso, fondo de inversión directa y/o cualquier otro instrumento financiero, pueden colisionar con los intereses o con el giro del negocio de su controlante.

En definitiva, los motivos de la baja inversión realizada por las AFJP en el sector enunciados precedentemente, no pretenden ser exclusivos y concluyentes, ya que de acuerdo al tipo de instrumentación y producto financiero que se diseñe probablemente habrá otros factores no enumerados que puedan provocar desaliento en la decisión de inversión en instrumentos vinculados con el sector, o bien que los proyectos o estructuraciones no puedan superar el filtro de los costos que implica la oferta pública. Pero a grandes rasgos los factores antes señalados demuestran las dificultades que se plantean y las restricciones que existen para que las AFJP puedan tener una participación mayor en cuanto a la inversión en instrumentos financieros vinculados con el sector de la vivienda y en concreto con la economía real.

Acceso al mercado de capitales

Considerando la información histórica de las inversiones realizadas hasta el momento por las AFJP, según quedó antes demostrado, el bajo porcentaje de participación en instrumentos de origen inmobiliario, tiene como una de sus causas principales, conforme hemos visto antes, la falta de proyectos. La exigencia de que todos los títulos valores, públicos o privados, que puedan ser objeto de inversión por parte de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones, deben estar autorizados para la oferta pública, y además, la serie de requisitos técnicos y administrativos para alcanzar ésta, es una traba y un freno muy importante para las empresas del sector de construcción y desarrollo inmobiliario. Esto último queda evidenciado cuando, según lo observado, sólo tres emprendimientos de desarrollo inmobiliario pudieron alcanzar la oferta pública.

Visto, así las cosas, sumados al dilema de la rentabilidad que normalmente enfrenta una estructuración financiera inmobiliaria, respecto de otras inversiones más asequibles para las AFJP, vemos que existe poco espacio para que este mercado pueda convertirse en dinamizador de la oferta y demanda de viviendas, **a menos que se plantee una política estratégica orientada en esa dirección.**

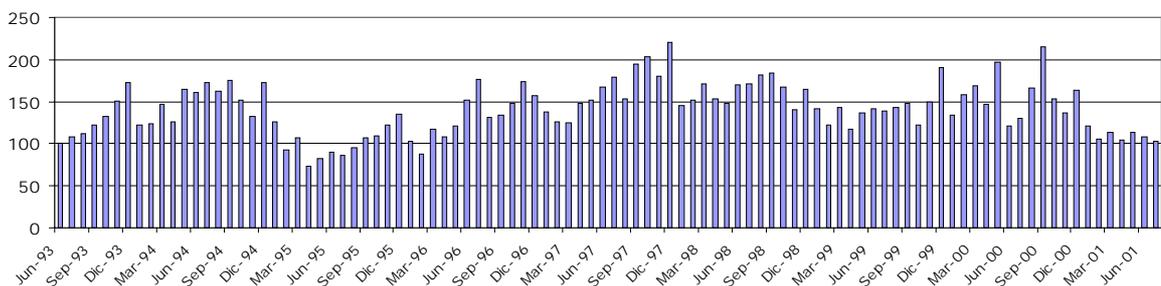
La problemática de la vivienda

El mercado de la vivienda ha tenido en los últimos tres años un franco retroceso como consecuencia del descenso paulatino que ha venido sufriendo la demanda, provocado por varios factores, algunos propios de la crisis económica que ha atravesado y está atravesando el país en los últimos tiempos, y algunos provocados por el alto grado de informalidad que existe en el mercado laboral, que se enfrenta con las regulaciones en materia de acceso al crédito hipotecario establecidas por el Banco Central de la República Argentina¹⁴, que comenzaron a comportarse como un freno al acceso al mercado hipotecario de los grupos familiares pertenecientes a los segmentos socioeconómicos medios y medios bajos de la población, por la imposibilidad que normalmente tienen estos en calificar para los requisitos establecidos por las instituciones bancarias.

En el contexto macroeconómico actual el acceso al crédito hipotecario es vital para el desempeño del mercado de la demanda de viviendas, en especial para los segmentos de menor poder adquisitivo de la población, particularmente cuando las intenciones de compra de viviendas por medio de un crédito hipotecario se ubican en el orden del 70% a un 78%, dependiendo de la localización de la Ciudad de Buenos Aires y la región del país¹⁵.

Como antecedente, se observa que la buena performance del mercado hipotecario fue vital para la recuperación del mercado de la vivienda durante el período post Tequila, ocurrido a partir del mes de Junio de 1996, donde el crecimiento del mercado hipotecario de la nueva deuda, elaborado por Cdi, indica que este alcanzó un índice de 153, en consecuencia se observó un crecimiento de un 53% respecto del Índice Base. (ver cuadro siguiente).

Crecimiento mensual del crédito hipotecario de la nueva deuda
Índice Base 100=Junio 1993



Fuente: Cdi

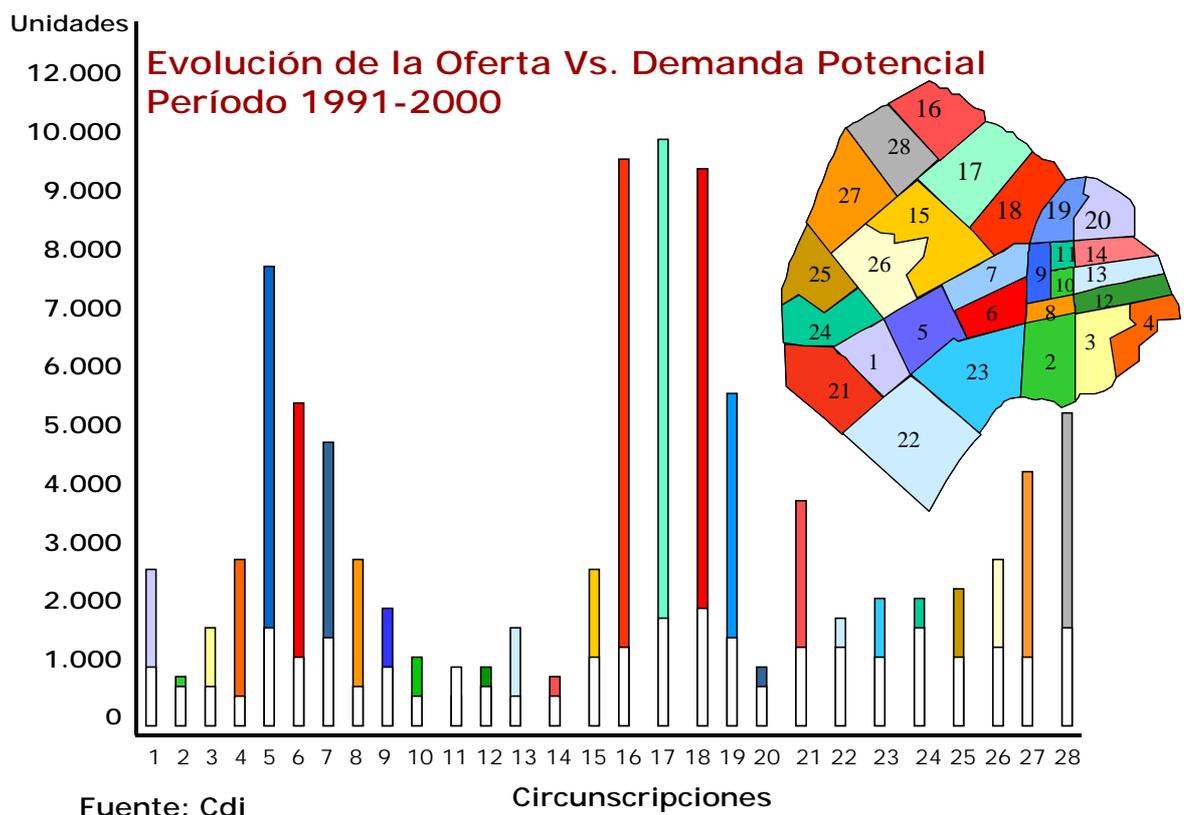
¹⁴ Comunicación A 2563, Circular OPRAC 1 - 407, LISOL 1 - 158. Préstamo con garantía hipotecaria sobre la vivienda. Emitida el 18/07/1997, BCRA.

¹⁵ Encuestas de mercado realizadas por Cdi, con el objeto de medir la intención de compra de inmuebles, realizadas entre 1999 y 2000.

Esta recuperación del mercado hipotecario fue entonces esencial para la posibilidad de acceso de sectores socioeconómicos medios al mercado de la vivienda. Por ello, en el contexto económico actual, es importante lograr una mayor flexibilización de las regulaciones que permitan la concurrencia de un mercado hipotecario más ágil, mediante la simplificación del acceso para la demanda y del fondeo de las instituciones bancarias que permitan alcanzar una mayor capacidad prestable.

El dilema de la oferta y demanda

En la última década el mercado de la vivienda, particularmente el de la Ciudad de Buenos Aires, ha sufrido el dilema que se presenta entre la oferta y la demanda, como consecuencia de los bruscos cambios que se producen en materia económica entre diferentes ciclos expansivos y recesivos del PIB. Analizando la evolución de la oferta de viviendas a través de la información del crecimiento de los permisos de construcción, que se comportan como un indicador anticipado de la construcción de nuevas viviendas, se observa en el gráfico siguiente, que en algunas Circunscripciones Electorales de la Ciudad de Buenos Aires la evolución de la oferta fue muy expansiva respecto de otras.



Comparando la evolución de la oferta acumulada en el período 1991-2000, versus la demanda potencial estimada en relación al crecimiento de los nuevos hogares en cada una de la Circunscripciones Electorales (ver en gráfico barras de color blanco), podemos

concluir que el crecimiento de la oferta en algunas localizaciones, fue muy superior a la estimación de la demanda potencial de viviendas. No sólo se observa un crecimiento expansivo de la oferta en jurisdicciones, tales como Belgrano, Palermo, Flores y Caballito, entre las más importantes, sino también que el tipo de oferta incorporada al mercado estuvo dirigido mayoritariamente a satisfacer las necesidades de vivienda de los segmentos socioeconómicos medios y medios altos. En consecuencia el dilema que presentó la oferta y la demanda es la alta concentración de la oferta que se observó en los segmentos de mayor poder adquisitivo, en cambio, las mayores necesidades de vivienda se observan en los segmentos de población socioeconómicos medios bajos y bajos, quienes estuvieron y están muy castigados por las dificultades de acceso a la financiación hipotecaria anteriormente señaladas.

Necesidad de un cambio estratégico político

Creemos que para superar el serio problema de demanda que hoy tiene el mercado de la vivienda y sumados al exceso de oferta acumulada, es necesario realizar un cambio estratégico político en el modo de encarar esta problemática, mediante la adopción de soluciones concretas y efectivas, sustentadas en el largo plazo. Probablemente, asegurando un crecimiento sostenido de la demanda de viviendas, estaremos contribuyendo a una recuperación del mercado de la construcción y los servicios inmobiliarios, e indirectamente al mejoramiento de las condiciones macro de la economía y de las condiciones de vida de muchos de nuestros conciudadanos.

En tal sentido, entendemos que el mejor plan de viviendas que se puede diseñar, es establecer mecanismos de movilización de la demanda, que den rienda suelta a la libertad de elección individual de una vivienda, al pleno funcionamiento de la competencia y a la capacidad creadora de los privados, que siempre está muy atenta cuando el mercado de la demanda comienza a moverse.

Propuesta

Considerando el importante volumen de fondos acumulado por las AFJP, más lo importante que serán en el futuro, dado que estos se constituyen en una inestimable fuente de recursos capaz de movilizar el mercado de la vivienda, en la medida que se adopten decisiones orientadas a destrabar las disposiciones normativas y fácticas de mercado que imposibilitan un mayor volumen de inversión de los fondos de las AFJP en instrumentos de origen inmobiliario.

Esta propuesta está destinada a agilizar y hacer más dinámico el mercado secundario de hipotecas, de modo que éste no dependa casi exclusivamente de las colocaciones que puedan realizarse en mercados del exterior del país.

Como quedó visto antes, de acuerdo al análisis pormenorizado realizado, existe un cúmulo de disposiciones normativas de diferentes Organismos y Organos Administrativos que conspiran contra la posibilidad de participación de las AFJP en la inversión en el sector. Por otro lado el dilema de la rentabilidad que normalmente se produce entre un instrumento de origen privado y la rentabilidad que ofrecen los Bonos del Estado Argentino, particularmente potenciado en los últimos tiempos por las urgencias fiscales y la necesidad de liquidez que hoy tiene el Estado para hacer frente a sus compromisos de gestión e intereses de la deuda soberana. Pese a que los compromisos del Estado continuarán siendo importantes en los años venideros, los fondos de las AFJP seguirán siendo una de las alternativas más a mano que existen ante el cierre para el país de los mercados internacionales de deuda.

Sin embargo, y pese a esto último, es momento de comenzar a utilizar parte de estos fondos en movilizar la economía real, haciéndolo de esta manera seguramente el Estado obtendrá un doble beneficio, por un lado mejorará las condiciones de vida de un sector de la población, y por otro, contribuirá al incremento de los ingresos fiscales, hoy un tanto disminuidos por la caída que se produjo en la actividad.

En síntesis, proponemos establecer modificaciones a las normas, disposiciones, regulaciones e instrucciones vigentes, en cuatro puntos que consideramos esenciales para alcanzar los objetivos buscados:

Primero: Que por ley las AFJP “**deban invertir hasta el 10% de los fondos que ingresan mensualmente**” en instrumentos de inversión que tengan como destino final la movilización de la demanda, vía compra de cédulas hipotecarias, letras hipotecarias, fideicomisos financieros 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 COMISION NACIONAL DE VALORES.

Para lo cual, habrá que modificar el Artículo 74 de la 24.241 que establece que “las normas reglamentarias no podrán fijar límites mínimos para las inversiones señaladas en este artículo”.

Segundo: Entendemos que además, será necesario, realizar modificaciones normativas relacionadas con el cálculo de la rentabilidad del Fondo de cada AFJP y la rentabilidad del sistema, ya que la rentabilidad que alcanza cada AFJP influye sobre el fondo de fluctuación, la integración de este fondo y la garantía de rentabilidad mínima¹⁶ establecida por la ley.

Al efecto la propuesta consiste en que el porcentaje del 10% que las AFJP deban invertir de los fondos que ingresan mensualmente, tal como se indica anteriormente, sigan el

¹⁶ Artículo 87, 88 y 90, respectivamente de la Ley 24.241.

mismo criterio hoy aplicable al cálculo de la rentabilidad del conjunto del sistema¹⁷, tal lo establecido para los fondos que administra Nación AFJP, el Artículo 4° de la citada Instrucción donde establece que “a los fines del cálculo de los indicadores referidos al conjunto del sistema detallados en la presente, no será considerada la rentabilidad del fondo de jubilaciones y pensiones administrado por NACIÓN AFJP, así como tampoco su participación relativa dentro del valor total de los fondos componentes del sistema de capitalización individual”.

Es decir, el objetivo es no considerar para el cálculo de la rentabilidad del fondo, la rentabilidad que produzca la inversión en los instrumentos de los fondos que las AFJP estarían obligadas a invertir, de acuerdo al primer punto de la propuesta formulada. En síntesis, los fondos destinados a la inversión en activos que movilicen el mercado de la demanda de viviendas no contarían para la rentabilidad del fondo de cada AFJP, ni tampoco para el cálculo de la rentabilidad del sistema, tal como ocurre con las inversiones realizadas por la AFJP Nación para el cálculo de la rentabilidad del sistema.

Una decisión de esta naturaleza permitiría soslayar el dilema de la rentabilidad al que normalmente se enfrentan los instrumentos financieros orientados a movilizar el mercado de la demanda de viviendas. Debido a que habitualmente los instrumentos financieros del tipo que nos interesa motorizar ofrecen una rentabilidad más baja respecto del promedio del sistema y de los bonos del Estado Argentino. A modo de ejemplo: la rentabilidad ofrecida por las emisiones efectuadas por el Banco Hipotecario y más recientemente el BACS, fue entre 7% y 13%, dependiendo de la Clase, la calificación del riesgo y el plazo promedio esperado de la cartera de hipotecas¹⁸.

Tercero: Establecer que la conformación de las carteras hipotecarias a securitizar y que sean objeto de oferta pública, estén respaldadas por créditos hipotecarios que tengan una distribución geográfica en proporción al porcentaje de población que le corresponde a cada Provincia respecto del total del país, de modo que haya un criterio de distribución geográfica equitativa y con sentido federal, a contrario de lo que ocurre con los Fondos de FONAVI, donde la Ciudad de Buenos Aires y la Provincia de Buenos Aires, han quedado perjudicados por la distribución de los porcentajes asignado por la ley¹⁹.

Cuarto: Establecer que al menos hasta el 70% de las carteras hipotecarias a securitizar estén compuestas por créditos hipotecarios otorgados a grupos familiares con ingresos ubicados entre \$ 800 y \$1.500, que comprenden a los segmentos socioeconómicos medios y medios-bajos de la población, ya que es en estos segmentos donde se observan los mayores déficit de vivienda en el país.

¹⁷ Instrucción 3/2001, 23 Ene 2001, Rentabilidad, Deroga Instrucciones 12 y 26/00, Superintendencia de AFJP.

¹⁸ Fuente: BACS, Banco de Crédito & Securitización.

¹⁹ La Ciudad de Buenos Aires tiene asignado un porcentaje de participación en los Fondos de FONAVI, del orden del 1,3%, formalizado por Ley 24.464/95.

A las medidas propuestas habría que adicionar otras de orden normativo, impositivo y de calificación de solicitantes de créditos, con el objeto que los instrumentos financieros destinados a movilizar el mercado de la demanda cumplan con los requisitos de oferta pública, calificación de riesgo y accesibilidad adecuados, en igualdad de condiciones existentes que para el resto de los instrumentos financieros ofrecidos en el mercado.

En síntesis, la solución que se alcance adoptando estas medidas permitirá resolver la traba más importante que hoy tienen las AFJP para invertir en activos que movilicen el mercado de la demanda de viviendas, fundado en la búsqueda de rentabilidad.

Asimismo queremos puntualizar, que esta propuesta fue elaborada exclusivamente con el objetivo de movilizar el mercado de la demanda de viviendas, por lo tanto los instrumentos financieros basados en activos crediticios (hipotecas, letras y cédulas hipotecarias) que se conviertan en títulos valores, deben cumplir con lo establecido por la Comunicación A 2563 de Estandarización de los Créditos Hipotecarios, emanada del Banco Central de la República Argentina. En una primera etapa esta propuesta circunscribe el foco de atención en la problemática de la demanda de viviendas, pero en un futuro podría idearse un mecanismo que permita destrabar el cúmulo de exigencias normativas y administrativas que tienen las empresas del sector de construcción y desarrollo inmobiliario, en colocar un producto asequible para el mercado de inversión de las AFJP.

La dirección del esfuerzo, en esta primera etapa, está dirigida a movilizar el mercado de la demanda en forma exclusiva, se fundamenta en el importante stock de viviendas que todavía es posible observar en el mercado, como consecuencia de la reciente crisis económica y el crecimiento excesivo que ésta tuvo en los tres últimos años, particularmente entre el año 1998 y 1999, en la mayoría de los grandes centros más poblados del país.

Beneficios que aportará la propuesta

Una decisión orientada a movilizar el mercado de la demanda de viviendas tendrá diversos efectos positivos, entre los que cabe puntualizar:

- a) Permitirá movilizar el mercado de la vivienda y de la construcción en el país, hoy en un estado casi paralizado.
- b) Será un fuerte sustituto a los alicaídos fondos de FONAVI, que en el último año se vieron disminuidos por las urgencias fiscales de las jurisdicciones provinciales²⁰.

²⁰ Por Ley 25.235 el gobierno autorizó a que las jurisdicciones provinciales podrán durante el año 2000 no destinar a los fines específicos los fondos asignados por leyes especiales, hasta un 50% del valor de los mismos.

- c) Contribuirá a recuperar el fondeo de las instituciones bancarias, en orden a restablecer el crédito hipotecario, debido a que en los últimos meses esta posibilidad se vio afectada por el incremento del riesgo país y el cierre de los mercados internacionales, no solo para el Estado Nacional, sino también para las instituciones financieras privadas.
- d) Contribuirá a disminuir el costo del financiamiento hipotecario, permitiendo que los sectores de menor poder adquisitivo tengan la posibilidad de acceder a la compra de una vivienda, teniendo en cuenta que el Nivel de Esfuerzo de Acceso a la Vivienda es muy sensible a la tasa de interés hipotecaria²¹.
- e) En el futuro se convertirá en un fuerte impulsor de la actividad inmobiliaria y de la construcción, entendiendo que un esfuerzo sostenido en el largo plazo, dado que la previsibilidad de los fondos que ingresan a las AFJP, permitirían alcanzar un mercado más estable, contribuyendo a la estabilidad económica del país.
- f) Significará una clara dirección en el rumbo que tiene que tomar el mercado de la vivienda, hoy un tanto ausente por la falta de medidas efectivas para paliar el serio problema de demanda que persiste.
- g) Permitirá que los segmentos socioeconómicos medios y medios bajos puedan acceder a la vivienda mediante condiciones financieras más ventajosas, siendo que estos segmentos de mercado fueron los más castigados en la última década, y por otra parte, es donde se observan las mayores necesidades insatisfechas, dado que como se mencionó antes el mercado de la oferta se dirigió a ofrecer productos en su gran mayoría para los segmentos socioeconómicos medios altos y altos.
- h) Contribuirá a una baja en el costo de financiación hipotecaria del consumidor final, como consecuencia de la mayor oferta de productos y de la necesidad que las AFJP tendrían en invertir en instrumentos de los de la naturaleza que la propuesta pretende motorizar.

Generación de hipotecas

De aplicarse la propuesta formulada esta permitirá generar en los primeros cinco años un total de 11.000 hipotecas anuales, en promedio, considerando las proyecciones sobre el ingreso neto estimado del Fondo de Jubilaciones y Pensiones, y el valor promedio de las hipotecas de las carteras hipotecarias securitizadas hasta el momento. Esta última cifra se duplicaría llegando al año 2010, tal como es posible observar en el cuadro siguiente:

²¹ Fuente: Cdi Consultora, Reportes, Nivel de Esfuerzo de Acceso a la Vivienda, www.cdiconsult.com.ar.

Generación de hipotecas por medio de securitizaciones de carteras según propuesta (en millones de \$)					
Año	Ingresos neto de comisiones	Inversión anual (10% del fondo)	Inversión Mensual	Valor Promedio de Hipoteca	Generación de Hipotecas
1995	1.556				
2000	3.304	330	28	0,0296	11.145
2005	5.085	509	42	0,0296	17.152
2010	6.956	696	58	0,0296	23.464
2015	8.446	845	70	0,0296	28.490
2020	9.808	981	82	0,0296	33.084
2025	11.217	1.122	93	0,0296	37.836
2030	12.881	1.288	107	0,0296	43.449
2035	14.727	1.473	123	0,0296	49.676
2040	16.747	1.675	140	0,0296	56.490
2045	18.950	1.895	158	0,0296	63.921
2050	21.318	2.132	178	0,0296	71.909

Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAFJP

Cabe agregar que el número de hipotecas que se generen anualmente con motivo de aplicar esta propuesta podría incrementarse respecto de las proyecciones antes efectuadas, si el monto promedio por hipoteca disminuyera como consecuencia de dirigir el esfuerzo de financiación hacia los sectores socioeconómicos de la población medios y medios bajos, tal como se propone en el cuarto punto de la propuesta. Esto último implicaría que el beneficio alcance a un mayor número de hogares.

Recursos Técnicos

La implementación de la propuesta formulada requiere de una sofisticada maquinaria administrativa y financiera pues significaría el pleno funcionamiento del “mercado secundario hipotecario”. En tal sentido en el país ya existe experiencia en la colocación en el público inversor de carteras hipotecarias securitizadas, el mayor grado de know-how efectivizado es el desarrollado, antes por el BHSA y ahora, por el BACS (Banco de Crédito & Securitización), quien se ha convertido en el único emisor en lograr calificaciones de deuda por sobre el riesgo país, con activos que se encuentran dentro de Argentina, y al mismo tiempo, es el único emisor de Latinoamérica que ha logrado tal objetivo en varias oportunidades.

Consideramos que la experiencia y el know-how adquirido hasta el momento por el BACS es suficiente para alcanzar el número de hipotecas securitizadas que se generarían como consecuencia de aplicar la propuesta formulada y responder a la demanda que se producirá por parte de las AFJP.

Reflexiones finales

El actual contexto de mercado donde por un lado confluye un déficit de vivienda importante aún sin solucionar, especialmente en los segmentos socioeconómicos medios y medios bajos, y por otro, la necesidad de contemplar las decisiones estratégicas en orden a cómo se encarará en el futuro las necesidades de vivienda que se producirán como consecuencia del crecimiento de los nuevos hogares; plantea la imperiosa necesidad de establecer una dirección estratégico política, en orden a buscar soluciones que estén amparadas y justificadas por el mercado.

En este sentido los fondos que administran las AFJP se convierten en una herramienta inestimable, en la búsqueda de soluciones a la problemática de la vivienda en el país. Más cuando en la sanción de la Ley 24.241 que da vida a las AFJP y los fondos que éstas administran se preveía la participación en la inversión de instrumentos de origen inmobiliario y en consecuencia como destinatario indirecto la vivienda. Sin embargo, las regulaciones normativas posteriores y la necesaria búsqueda de rentabilidad de las administradoras, dieron por tierra las posibilidades inicialmente previstas en el precepto normativo, traduciéndose en un bajo porcentaje de inversión en el sector.

Esta propuesta busca soslayar las dificultades y los impedimentos más importantes que se han transformado en un freno muy significativo a las inversiones que indirectamente benefician al mercado de la vivienda. Entendemos que frente a la coyuntura actual es necesario que el Estado establezca una dirección clara y definida en orden a la recuperación económica del sector y de crear las condiciones para que los sectores de la población que ostentan el mayor déficit de vivienda cuenten con alternativas de mercado, y concomitantemente contribuyan al mejoramiento de los indicadores de la economía real.

Nuestro aporte busca abrir el camino sobre uno de los ejes en que el mercado de la vivienda pueda encontrar una respuesta, esperamos que este Foro sirva para idear y encontrar soluciones que contribuyan a la tan ansiada y esperada recuperación de la demanda de viviendas.